

Santiago Carbó Valverde*

LA ORIENTACIÓN DE LA ACTIVIDAD FINANCIERA ANTE EL PROYECTO DE UNIÓN BANCARIA

En este artículo se estudia la especialización de negocio en los sectores bancarios europeos, con especial atención al español. El análisis se enmarca en el desarrollo del proyecto de unión bancaria y la necesidad de comprender el grado de homogeneidad o divergencia en los balances y cuentas de resultados de las entidades financieras de distintos Estados miembros de la eurozona. Se incluye también al Reino Unido como referencia de interés dentro de la Unión Europea, aunque fuera de la moneda única. Los datos analizados sugieren que aunque los modelos de negocio de los sectores bancarios de la eurozona presentan diferencias entre sí, éstas no son tan significativas como para suponer un problema en su adaptación a la unión bancaria. Lo que sí que parece relevante tener en cuenta es que los márgenes de negocio y sus determinantes sí que presentan una heterogeneidad considerable y, como se muestra en el análisis empírico, se debe en parte a diferencias de especialización pero también a diferentes pautas en riesgos como el de crédito y el de liquidez y, sobre todo, al riesgo soberano.

Palabras clave: sector bancario, especialización, unión bancaria.

Clasificación JEL: G20, G21.

1. Introducción

La crisis financiera está dejando numerosas lecciones y retos para la industria bancaria, al igual que para los supervisores y reguladores. En Europa, los problemas de riesgo soberano y una cierta falta de cohesión institucional han generado episodios de tensión considerable en los mercados y han puesto de manifiesto la

existencia de fuentes importantes de fragmentación. Esta fragmentación supone no solo diferencias sustanciales en los costes de acceso a la financiación de las empresas en los países de la eurozona, sino también la existencia de debilidades en los mecanismos de protección comunes ante episodios de inestabilidad financiera. La respuesta a estos retos es el proyecto de Unión Bancaria Europea que, en los dos últimos años —y no sin ciertos problemas y cuestiones de calado por resolver— parece ir tomando forma. El proyecto de unión bancaria sigue a los esfuerzos he-

* Bangor Business School. Reino Unido.

chos en Europa para un mejor diseño de una red de seguridad financiera, que comprende un conjunto de regulaciones y normas de supervisión para la estabilidad financiera.

En todo caso, el debate sobre la unión bancaria ha estado más enfocado en cómo la solidaridad podría potencialmente beneficiar a algunos países miembros que en los beneficios reales de la unión bancaria para la eurozona en su conjunto. No obstante, esta perspectiva es errónea y el caso español es un buen ejemplo. Desde 2009 el sector bancario español ha realizado uno de los esfuerzos de reestructuración más importantes de su historia. Este esfuerzo tiene que ver, en gran medida, con un proceso ordenado en el que inicialmente se dio prioridad a las soluciones privadas en lugar de a los rescates improvisados que con cargo a las arcas públicas dominaron el panorama bancario en otros países de la UE al comienzo de la crisis. Sin embargo, es preciso reconocer que se trató también de un proceso algo lento, que retrasó de forma significativa el reconocimiento del deterioro de activos que afectaba al sector y su necesaria recapitalización. En todo caso, progresivamente, el ejercicio de saneamiento acompañó al de reestructuración, sobre todo a partir de 2012 y desde que la UE ofreció asistencia financiera para la recapitalización de algunas entidades bancarias españolas, estableciendo al mismo tiempo un programa de acciones —mediante un Memorando de Entendimiento (MoU, por sus siglas en inglés)— para avanzar aún más hacia el fortalecimiento de la estabilidad financiera y estableciendo diversos mecanismos de resolución conocidos (sociedad de gestión de activos, medidas de eficiencia, información y transparencia, de gobierno corporativo, de desapalancamiento,...)¹. Sin embargo, este programa específico y la ayuda de la Unión Europea al sector no hubieran sido ne-

cesarios si hubiera existido una unión bancaria. En esa hipotética situación, los mercados habrían entendido que las pérdidas potenciales, los mecanismos de rescate y de *bail-in*, así como la protección de los depositantes, podrían haber sido respaldados por un fuerte sistema de protección único.

En los albores de la unión bancaria, el Banco Central Europeo comenzará a asumir labores de supervisor único en 2014 y lo hará partiendo de un análisis de los balances bancarios, cuya salud ha sido fuente de escrutinio ante la incertidumbre que se ha producido en los últimos años. En particular, se realizará un análisis comprehensivo de la calidad de los activos (*comprehensive asset quality review*)². En este sentido, y desde un punto de vista mucho más general y modesto, cabe preguntarse con carácter previo si las actividades de los bancos europeos, sus modelos de negocio, varían sustancialmente y si lo han hecho, además, con la crisis. En particular, el objetivo del presente artículo es analizar la especialización productiva de las entidades financieras europeas y cómo sus modelos de negocio han evolucionado en los últimos años. En parte debido a los importantes cambios producidos por los rescates y ayudas, los procesos de reestructuración y los importantes cambios regulatorios, es difícil delimitar el grado de heterogeneidad de la orientación de la actividad en los sectores bancarios europeos. En este contexto, uno de los aspectos menos analizados es la medida en que la resolución de la crisis bancaria en España y las distintas opciones que se siguieron en otros países europeos —más o menos aquejados por episodios de inestabilidad bancaria—, han podido afectar a esa especialización del negocio. A estos aspectos se dedica el presente artículo. En particular, en el apartado 2 se repasa alguna literatura reciente sobre el impacto que la crisis ha podido tener en la orien-

¹ Para un análisis más detallado de estos procesos, véase CARBÓ y RODRÍGUEZ (2013) y la página web dedicada a la reforma del sector bancario del Banco de España: <http://www.bde.es/bde/es/secciones/prensa/infointeres/reestructuracion/>.

² Para mayor detalle en los criterios y metodologías véase: <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/notecomprehensiveassessment201310en.pdf?6d565e82ff67a0d842085c2b6889f010>.

tación de la actividad bancaria y algunas características específicas de España. El apartado 3 ofrece alguna evidencia descriptiva comparada de un conjunto de indicadores de interés para España y una muestra de países de nuestro entorno. En el apartado 4 se muestran algunos resultados empíricos sobre qué factores y actividades pueden estar teniendo una mayor incidencia en los márgenes de negocio de la banca europea antes y después de la crisis, incluidos algunos determinantes de fragmentación financiera. El artículo se cierra en el apartado 5 con las principales conclusiones.

2. Determinantes de la especialización: el efecto de la crisis financiera

Es hasta un cierto punto evidente que un entorno macroeconómico hostil, como el que caracteriza a las grandes crisis económicas y financieras, debe afectar de forma considerable a la forma en la que las entidades bancarias orientan su negocio. En este apartado se repasan algunos de los estudios recientes que han prestado, de forma directa o indirecta, atención a los factores que pueden incidir en cambios (coyunturales o más o menos duraderos) en la especialización de negocio bancario en épocas de inestabilidad financiera y/o recesión económica. Junto con elementos tan determinantes como la regulación, en el caso particular que atañe al caso español y europeo, es importante considerar el posible efecto de la crisis de deuda soberana. Asimismo, junto a estos factores, la especialización productiva del sector bancario internacional también se está viendo afectada, en general, por los procesos de regulación financiera, en particular de aquellos orientados al reforzamiento de la solvencia. Finalmente, también se analizan algunas circunstancias específicas del caso español y, en particular, la medida en que el importante proceso de reestructuración y recapitalización emprendido afecta a la especialización de las entidades financieras españolas.

Impacto del marco regulatorio: riesgo y crédito

Las grandes crisis financieras suelen tener como respuesta un desarrollo importante de la regulación financiera, con la intención (no necesariamente siempre exitosa) de corregir las deficiencias y fallos que llevaron a tales. La respuesta regulatoria que está siguiendo a la crisis financiera tiene múltiples dimensiones si bien, de forma esquemática, pueden distinguirse fundamentalmente dos grandes tipos de iniciativas: las relacionadas con la solvencia y las relacionadas con las limitaciones y controles sobre las actividades bancarias. Aunque el efecto de esta última sobre la especialización bancaria puede ser más obvio, en su conjunto todas las disposiciones tienen un impacto importante en el negocio bancario.

Requerir más capital se ha convertido en el principal instrumento para atajar las dudas e incertidumbres que se ciernen sobre el sector bancario en un amplio número de países. El aumento de los recursos propios mínimos y de su calidad es, precisamente, el principal elemento del acuerdo de Basilea III, que se ha convertido en el marco de referencia de la regulación bancaria en el entorno de la crisis. En un contexto europeo, la traslación más reciente de la normativa de solvencia se realiza a partir de la llamada Directiva de Requerimientos de Capital 4 o *Capital Requirements Directive* 4 (en adelante, CRD4)³.

El efecto directo más conocido de una regulación de solvencia crecientemente exigente es una reducción del crédito bancario. Todo ello al margen de que una de las características más distintivas del riesgo en la actividad financiera es su correlación con el ciclo económico. El crédito crece habitualmente en línea con la economía real, mientras que, por el contrario,

³ En este sentido la CRD4, cuya propuesta fue publicada el 20 de julio de 2011 y cuyas posibles modificaciones se discuten actualmente, está llamada a reemplazar a la primera CRD, la *Capital Requirements Directive* —articulada en la práctica en torno a dos directivas, la 2006/48/EC y la 2006/49/EC, — y sus posteriores modificaciones; la CRD2 (Directiva 2009/111/EC) y la CRD3 (Directiva 2010/76/EU).

se ralentiza, o incluso decrece durante las fases de estancamiento y recesión. Lo que ocurre es que si la regulación se convierte en más restrictiva en medio de un proceso de recuperación, el crédito puede resentirse en mayor medida. La contrapartida esperada, en cualquier caso, es una mayor estabilidad financiera.

Algunas de las variaciones en el crédito en las fases alcistas del ciclo son atribuibles, lógicamente, al incremento de proyectos viables de inversión, pero existe también un componente de crecimiento del crédito relacionado con el apetito por el riesgo que no está necesariamente ligado a la calidad crediticia (Danielson *et al.*, 2011). Adrian y Shin (2010), utilizando datos de bancos de Estados Unidos, muestran que la media ponderada del cambio trimestral en los activos totales de las entidades bancarias se encuentra directamente relacionada con cambios en el apalancamiento —entendido como la relación entre deuda y activos— lo que sugiere que la posición global de riesgo del banco promedio aumenta en paralelo al crecimiento de ese banco y su deuda en la fase expansiva del ciclo.

La cuestión relevante en este contexto es hasta qué punto debe controlarse el apalancamiento en las entidades financieras para reducir el riesgo. Desde un punto de vista teórico, sería preciso distinguir entre el riesgo endógeno y el riesgo exógeno. El componente endógeno sería el que cabría esperar en un determinado momento, fruto del equilibrio de mercado donde el riesgo «percibido» por los participantes en el mercado y el riesgo «real» coinciden. Sin embargo, se dan múltiples situaciones en las que el riesgo «real» es mayor que el percibido por factores exógenos. Estudios recientes señalan que ese desajuste o componente «exógeno» del riesgo es mayor cuanto mayor es el apalancamiento de las entidades financieras (Adrian *et al.*, 2010).

En todo caso, la principal conclusión relativa al desarrollo del negocio bancario es que el entorno financiero de Basilea III está llamado a ser de «riesgo controlado» y el crédito podría reducir su peso en el balance o, al menos, su crecimiento respecto a los años anteriores a la crisis, de manera considerable.

La opción de la deuda: el impacto de la crisis de la deuda soberana y el *carry trade*

La relación entre deuda y riesgo y los controles del apalancamiento financiero mencionados tienen en el caso de la deuda soberana una referencia importante. La crisis de deuda europea ha demostrado una fuerte interconexión de los mercados financieros con las finanzas públicas, en la medida en que las tenencias de deuda soberana de las instituciones bancarias han creado vinculaciones cruzadas a lo largo de la geografía europea (y con terceros países), cuyo riesgo potencial se ha hecho evidente en situaciones de estrés y rescate financiero en algunos países (Fondo Monetario Internacional, 2010 y Blundell-Wignall y Slovik, 2011).

El propio Fondo Monetario Internacional, por ejemplo, indica la existencia de posibles conflictos de intereses y riesgo de arbitraje entre dos de los tenedores más importantes de deuda soberana, como son los bancos y las compañías de seguros (Al-Darwish *et al.*, 2011).

En el caso europeo, el círculo vicioso entre riesgo soberano y bancario ha sido uno de los elementos más controvertidos. Las diferentes inyecciones de liquidez del Banco Central Europeo (en particular, las *Long-Term Refinancing Operations* o LTRO desarrolladas en diciembre de 2011 y febrero de 2012) han permitido a las entidades financieras europeas obtener liquidez a un tipo inferior al de los supuestos activos-refugio (deuda soberana), por lo que las compras de estos activos se han acelerado como una forma de mejorar los márgenes. A esta actividad se le denomina *carry-trade*. Teniendo en cuenta el entorno de la crisis de deuda soberana, es importante señalar, como identifican Popov y Van Horen (2013), que una parte significativa de la reducción del peso del crédito por parte de los intermediarios financieros europeos se debe a factores distintos de la demanda y oferta crediticias, tales como las oportunidades de *carry*. Esta evidencia para Europa es consistente con resultados similares encontrados para Estados Unidos por Ivashina y Scharfs-

tein (2010) y Santos (2011). También se han ofrecido resultados empíricos que sugieren que el efecto de la provisión oficial de liquidez sobre el crédito es particularmente negativo en los flujos de financiación bancaria transfronteriza (Giannetti y Laeven, 2012).

¿Hay hueco para la «banca relacional»?

En un entorno competitivo en el que la dimensión se ha convertido en un elemento estratégico importante, cabe preguntarse por la vigencia del negocio de las entidades financieras más vinculado al territorio y al cliente, la llamada «banca relacional». Este tipo de negocio ha sido, por ejemplo, una de las características fundamentales de la especialización productiva de países como España. Estudios recientes señalan que las entidades de tamaño medio y reducido siguen contando con algunas ventajas de especialización y relacionales. En particular, Berger y Black (2011) analizan las ventajas comparativas de los bancos grandes y pequeños en tecnologías de crédito específicas en el entorno de la crisis. Sus resultados sugieren que los bancos pequeños siguen teniendo una ventaja comparativa en préstamos «relacionales», aquellos en los que el conocimiento de los prestatarios resulta fundamental para su evaluación. En todo caso, lo que se está desarrollando progresivamente es una ramificación de la banca de mayor dimensión, dando cada vez más autonomía a sus redes regionales para que estas puedan desarrollar la banca relacional (Agarwal y Hauswald, 2011). De Young *et al.* (2010) señalan que la distancia prestamista-prestatario está relacionada con las características del prestatario, las características del prestamista, las condiciones del mercado, las restricciones regulatorias, los incentivos de riesgo moral y los incentivos principal-agente. Asimismo, se observa que el conocimiento personal entre el responsable de la oficina y los clientes genera valor relacional mientras que los servicios *on-line* no.

Otra cuestión importante relativa a los vínculos relacionales es si, con la crisis financiera, las entidades

bancarias se verán obligadas a realizar una vuelta a sus principios (*back to the basics*). Como sugiere De Jonghe (2010) la diversificación del negocio bancario en los años anteriores a la crisis aumentó el perfil de riesgo de los bancos en promedio. Este riesgo, sin embargo, no estuvo siempre acompañado del respaldo de solvencia suficiente. En particular, la diversificación puede ser una opción adecuada desde el punto de vista de la rentabilidad para las entidades que parten de mayores niveles de solvencia, porque están protegidas ante la contingencia de *shocks* sistémicos, pero no tanto para otras entidades con niveles menos holgados de recursos propios.

Otro conjunto de estudios recientes se ha centrado en analizar qué aportación puede tener la banca relacional en entornos de crisis e inestabilidad financiera. Puri *et al.* (2012) analizan el caso de las cajas de ahorros alemanas (*landesbanken*) durante 2006 y 2008, dado que un conjunto importante de estas cajas se vio afectado por su exposición a los productos estructurados de inversión desde 2007. Los autores señalan que en las entidades afectadas, el crédito no disminuyó en aquellas en las que la banca relacional tenía un mayor peso. De forma similar, Carbó, Degryse y Rodríguez (2011) sugieren, para una muestra de empresas españolas, que aquellas que tienen mayores vínculos relacionales (duración de la relación y fidelidad) con sus bancos se enfrentaron a menores restricciones financieras durante 2007 y 2008, que aquellas en las que estos vínculos relacionales tenían un peso más reducido.

Presiones competitivas y vinculación a otros productos no tradicionales

Aunque no está claro aún si se producirá o no una «vuelta a los orígenes» en el negocio bancario, en las últimas cuatro décadas es innegable un avance de la diversificación de la actividad de los bancos. Esta tendencia tiene mucho que ver con el incremento de la intensidad competitiva en los mercados tradicionales

de créditos y depósitos. Existe evidencia de que el aumento de la competencia ha aumentado los problemas de selección adversa y riesgo moral (Gropp *et al.*, 2013) y, por lo tanto, ha hecho al sector bancario más inseguro. Como contrapartida, este negocio se ha convertido en una fuente fundamental de ingresos.

Degryse y Ongena (2007) señalan que no existe un consenso académico, sobre los efectos que la competencia puede tener sobre la orientación de negocio de los intermediarios financieros. Sus resultados empíricos para Europa aportan evidencia de que la competencia no tiene por qué suponer un abandono de la banca relacional.

En todo caso, la diversificación del negocio hacia productos distintos del crédito ha sido una realidad y uno de los ejemplos fundamentales de estas operaciones no tradicionales es la titulización, cuya importancia sigue siendo innegable a pesar del impacto de la crisis financiera. La visión académica prevaleciente antes de la crisis era que la titulización, en general, aportaba estabilidad, diversificación y liquidez al conjunto del sistema financiero (Greenspan, 2005a y Duffie, 2008). Sin embargo, progresivamente, se desarrollaron puntos de vista cada vez más escépticos sobre el impacto de la titulización en la estabilidad del sistema financiero. Algunos estudios señalan que al tiempo que la titulización genera liquidez, podría también estimular el apetito por el riesgo de los bancos (Calem y Lacour-Litel, 2003 y Wagner, 2007) e incluso puede generar riesgos sistémicos (Brunnermeier y Sannikov, 2010). El desarrollo de la titulización más allá de la crisis sigue siendo una incógnita, si bien se espera que su participación en el conjunto del negocio de la industria bancaria siga siendo esencial.

Otro conjunto de actividades cuya expansión se dio con fuerza en las décadas anteriores a esta última crisis bancaria fueron las participaciones empresariales. En general, la posibilidad de que las entidades financieras puedan tomar posiciones significativas en empresas no financieras depende de la regulación, si bien es una práctica permitida y generalizada en

países como los de Europa continental (con España, Alemania, Francia o Italia como ejemplos destacados). En todo caso, una de las tendencias observadas generalmente en los años de la crisis ha sido una reducción de estas participaciones, por dos motivos principalmente. El primero, la necesidad de aumentar la solvencia por la presión regulatoria, ya que reduciendo estas participaciones se aumenta la ratio de recursos propios sobre activos ponderados. El segundo, los procesos de reestructuración han obligado a muchas entidades financieras —algunas bajo programas de condicionalidad como el MoU en España— a reducir estas participaciones para amortiguar parte de los costes de reestructuración y recapitalización.

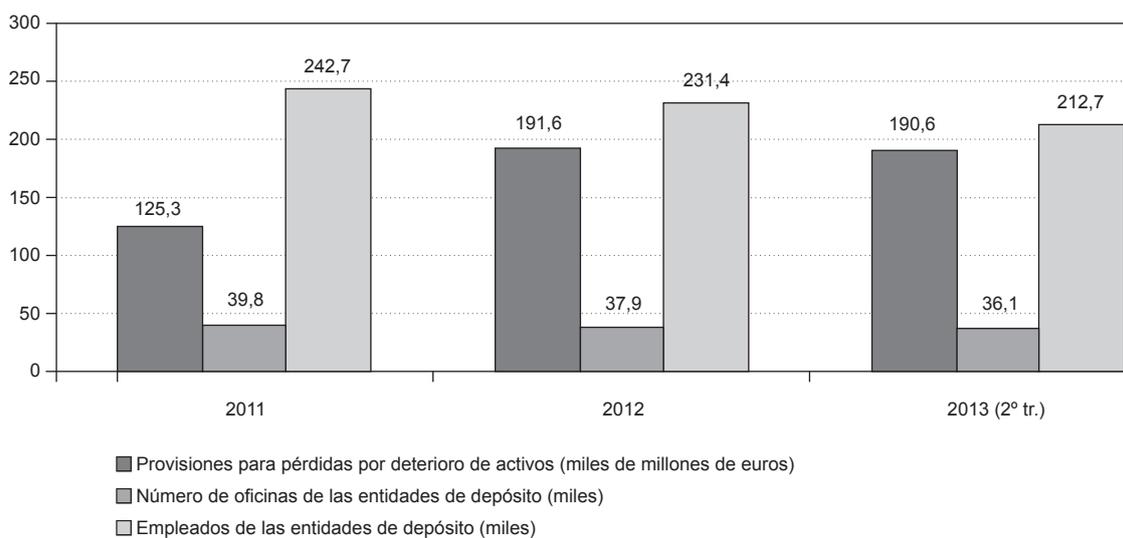
Otro factor importante en la diversificación del negocio bancario más allá del crédito, no tan tenido en cuenta en los últimos años pero que supone una tendencia exógena a la crisis financiera, es el efecto de los cambios demográficos y, en particular, el envejecimiento de la población. Ya antes de la crisis se observaba que los bancarios habían diversificado sus fuentes de ahorro financiero, dotando de un mayor peso a los productos de inversión vinculados a los seguros y fondos de pensiones, en parte como respuesta al envejecimiento de la población (Campbell, 2006; Lusardi y Mitchell, 2007 y Hackethal *et al.*, 2012). Estos productos suponen una importante fuente de comisiones para los intermediarios financieros que los comercializan.

El contexto de España: reestructuración y especialización

La reestructuración bancaria en España ha sido intensa y se trata en cierta medida de un proceso aún en marcha pero una buena parte de sus objetivos ya se han logrado. Los efectos sobre la estructura institucional del sector han sido considerables y, dado su potencial impacto sobre la orientación del negocio de las entidades financieras, merecen ser reseñados. En términos de concentración de entidades y de cambios estructurales, las cajas de ahorros han sido las entida-

GRÁFICO 1

INDICADORES ESTRUCTURALES DEL PROCESO DE REESTRUCTURACIÓN BANCARIA Y DEL ESFUERZO EN TÉRMINO DE PROVISIONES



FUENTE: Ministerio de Economía y Competitividad (<http://www.thespanisheconomy.com/SiteCollectionDocuments/en-gb/Economic%20Outlook/131010%20Investors%20Presentation.pdf>).

des más afectadas. En todo caso, los desarrollos más recientes han puesto bien a las claras que los problemas de solvencia habían sido generalizados, aunque buena parte de los mismos se han podido resolver sin intervención externa para un conjunto considerable de entidades.

En lo que se refiere a las cajas de ahorros, de un total de 45 entidades a comienzos de 2010, 43 han participado o se encuentran participando en algún proceso de consolidación. Las 45 cajas tenían un tamaño medio de 29.440 millones de euros (diciembre de 2009), y las 13 entidades o grupos de entidades actuales han pasado a contar con un volumen medio de activos de 86.058 millones (a junio de 2013). El esfuerzo para mejorar la eficiencia operativa también ha sido considerable. El número de oficinas de las cajas de ahorros ha pasado a

ser de 16.605 a 30 de junio de 2013, lo que representa una reducción del 28,3 por 100 (6.552 oficinas). Asimismo, el número de empleados ha pasado a ser 94.113 a 30 de junio de 2013, lo que supone una disminución del 24,1 por 100 (29.941 empleados).

En todo caso, como muestra el Gráfico 1 —en el que se muestran algunos indicadores de cambio estructural y de saneamiento—, se aprecia que las exigencias del proceso han sido generalizadas. Tan solo entre 2011 y 2013 (segundo trimestre) las oficinas bancarias totales en el país han pasado de 39.843 a 36.115 y los empleados en este sector de 242.000 a 212.000. En todo caso, uno de los indicadores más llamativos y, probablemente, no suficientemente comentado, se refiere al saneamiento realizado por las entidades financieras españolas. Tan solo en provisiones por deterioro se ha-

bían dotado ya 125.300 millones de euros en 2011 y esta cifra acumulada se eleva hasta 190.600 millones a mediados de 2013.

En todo caso, la aceleración de los cambios estructurales en el sector —incluido el reconocimiento de pérdidas— se produjo de forma especialmente contundente con el plan contingente de ayuda al sector bancario español de la UE y el MoU⁴. Aunque las características de este plan y otras iniciativas anteriores de resolución no constituyen el objetivo del presente artículo, es importante considerar que las mejoras de eficiencia operativa voluntarias y requeridas, así como las de saneamiento, han debido tener una incidencia significativa sobre el modo en que las entidades financieras españolas han desarrollado su negocio, teniendo en cuenta también que el entorno macroeconómico no ha sido favorable y que se ha producido un conjunto de cambios regulatorios muy considerable.

3. Evidencia descriptiva comparada

Con objeto de proporcionar una idea aproximada del efecto real que la crisis ha podido tener en la especialización productiva de los bancos españoles en relación a los de otros países europeos, el Cuadro 1 muestra algunos indicadores de actividad. Los datos se extraen de las series homogéneas que elabora el Banco Central Europeo desde 2008 y permiten comparar este año

⁴ Junto con los aspectos relacionados con la transparencia, evaluación, recapitalización y esquemas subordinados de asunción de pérdidas, el MoU requería planes de eficiencia individuales para las entidades que reciben ayudas. Estos planes suponían en alguna medida la continuación del esfuerzo que ya se venía realizando desde 2009 a 2012 y en 2013, con diferencias para cada caso particular, contenía también planes para reducción de oficinas y plantillas, así como de venta de activos y participaciones y, en algunos casos particulares, de enajenación mediante subasta de las entidades nacionalizadas. De forma específica, el MoU indica que «los planes de reestructuración deberán basarse en un recorte significativo de las actividades no rentables, procediendo a su cesión cuando sea factible, en la reducción del riesgo mediante la segregación de los activos más problemáticos, en el reequilibrio de la estructura de financiación, incluida una menor dependencia del banco central para disponer de liquidez, en la mejora de la gobernanza corporativa y en la reestructuración funcional mediante la racionalización de las redes de sucursales y las plantillas».

con 2012, que es el más actual disponible. El cuadro compara los indicadores de España con los de Alemania, Francia, Italia, Holanda y, fuera de la eurozona, con Reino Unido.

La primera conclusión que puede extraerse del análisis del Cuadro 1 es que aunque existen algunas diferencias en el peso de determinadas actividades en los balances bancarios entre los países analizados, son fundamentalmente las mismas que había al principio de la crisis. Países como España, Holanda e Italia destacan por el peso de la especialización crediticia frente otros como Alemania, Francia o Reino Unido en los que la «cartera de negociación» cuenta con un peso más elevado. En el caso particular de España, consistente con las hipótesis del apartado anterior, el peso de las inversiones crediticias ha caído del 74,5 por 100 al 63,1 por 100, una reducción que puede asociarse, en gran medida, a las condiciones macroeconómicas. Lo que sí que ha aumentado prácticamente en todos los países, a excepción de Holanda, son los «activos disponibles para la venta», consistente con los argumentos anteriormente señalados de una tendencia al desapalancamiento en la banca europea.

Por el lado del pasivo, se aprecia el importante peso de los depósitos en el sector bancario español, que era del 48,5 por 100 en 2008 y del 48,1 por 100 en 2012. En todo caso, otros países como Alemania o Francia han visto aumentados también de forma importante (hasta niveles cercanos al 40 por 100 del pasivo) los depósitos de su clientela, lo que refleja la relevancia que los depósitos han adquirido en un entorno en el que los mercados interbancarios han sufrido importantes disfuncionalidades. En consonancia con los efectos de la presión regulatoria sobre la solvencia comentada anteriormente, los fondos propios se han reforzado en todos los países, tanto en reservas como en capital emitido. En España en 2012 ya alcanzaban el 5,6 por 100 frente a, por ejemplo, el 4 por 100 de Alemania o el 5 por 100 de Francia.

El Cuadro 2 muestra un conjunto amplio de indicadores de márgenes, eficiencia y rentabilidad. Los márgenes

CUADRO 1
COMPOSICIÓN DEL NEGOCIO BANCARIO EN EUROPA

	2012						2008					
	Alemania	Francia	España	Holanda	Italia	Reino Unido	Alemania	Francia	España	Holanda	Italia	Reino Unido
Activo (% total)												
Caja y depósitos en bancos centrales	1,0	4,9	4,9	7,3	2,5	5,9	0,7	2,2	3,0	1,7	0,8	1,8
Cartera de negociación.....	31,1	28,7	8,9	9,0	8,2	45,0	34,7	38,9	7,7	16,1	12,3	38,6
Activos financieros a valor razonable	7,2	1,9	0,8	0,9	1,0	44,1	4,9	1,4	0,8	2,3	0,7	54,4
Activos disponibles para la venta.....	6,6	5,7	8,6	7,9	10,0	nd	5,2	4,4	6,7	9,3	2,9	nd
Inversiones crediticias	49,5	48,6	63,1	72,5	69,2	nd	49,1	44,2	74,5	64,0	73,9	nd
Cartera de inversión a vencimiento	0,2	0,9	4,2	0,8	1,1	nd	0,5	0,9	1,0	0,7	1,0	nd
Activos tangibles e intangibles.....	0,8	1,4	2,4	1,2	2,6	1,1	0,6	1,6	2,2	1,4	4,0	1,4
Pasivos (% del total)												
Depósitos de bancos centrales.....	0,7	0,2	10,0	2,0	1,3	nd	0,4	0,3	3,5	3,4	3,9	0,0
Depósitos de la clientela	38,6	37,5	48,1	45,1	39,1	35,7	27,7	28,5	48,5	43,6	39,7	36,1
Cartera de negociación.....	24,6	26,3	7,1	7,1	6,9	2,7	29,7	33,8	5,7	15,5	9,1	2,2
Pasivos financieros a valor razonable	7,7	2,8	0,8	2,1	1,8	62,5	6,4	3,1	1,0	4,1	2,0	69,8
Pasivo financiero a coste amortizado	58,1	57,8	73,2	83,9	72,8	nd	55,0	53,5	81,4	69,7	73,3	55,8
Fondos propios (% activos totales)												
del cual: total fondos propios	4,3	5,0	5,6	4,5	7,0	5,2	2,9	3,7	5,5	3,1	7,0	3,8
del cual: capital emitido.....	0,7	0,7	1,3	0,3	2,2	0,7	0,4	0,5	0,4	0,2	1,4	0,7
del cual: prima de emisión	-0,1	0,1	-0,3	-0,1	-0,2	nd	-0,3	-0,1	-0,3	-0,2	0,0	nd
del cual: reservas.....	1,9	2,4	3,0	2,1	1,6	4,2	1,4	1,9	3,4	1,7	1,5	2,7
del cual: beneficios retenidos.....	0,0	0,2	-1,0	0,2	-0,1	nd	-0,1	0,1	0,7	-0,4	0,3	nd
del cual: intereses minoritarios	0,1	0,3	0,5	0,1	0,2	0,3	0,1	0,3	0,3	0,2	0,3	0,5

NOTA: nd: no disponible.
FUENTE: Banco Central Europeo y elaboración propia.

CUADRO 2
INDICADORES DE ESPECIALIZACIÓN, EFICIENCIA Y RENTABILIDAD

	2008											
	2012					2008						
	Alemania	Francia	España	Holanda	Italia	Reino Unido	Alemania	Francia	España	Holanda	Italia	Reino Unido
Ingresos (% activos totales)												
Ingresos financieros	1,9	2,6	3,7	4,4	3,2	1,7	3,0	3,6	5,2	6,2	5,5	3,2
(Costes financieros)	-1,5	-1,5	-1,8	-3,2	-1,7	-0,9	-2,6	-2,9	-3,5	-5,2	-3,7	-2,1
Margen de intereses	1,0	1,1	1,8	1,2	1,5	0,9	0,8	0,7	1,6	1,0	1,9	1,1
Ingresos netos por comisiones	0,4	0,7	0,6	0,3	0,9	0,5	0,4	0,6	0,6	0,4	0,9	0,6
Otros ingresos	0,0	0,0	0,1	0,0	0,2	0,1	0,0	0,0	0,2	-0,1	0,0	0,0
Ingresos (pérdidas) en activos financieros mantenidos en la cartera de negociación	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	-0,7	-0,2	0,0	-0,4	-0,3	0,0
Otros ingresos (pérdidas) por revalorización	0,0	-0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,4	0,3	0,0	0,0	0,0	0,1
Resultados de la cartera de negociación y divisas	0,1	0,1	0,2	0,1	0,2	0,3	-0,4	nd	0,2	nd	-0,2	nd
Otros ingresos operativos	0,1	0,1	-0,1	0,1	0,1	0,0	0,1	0,2	0,0	0,1	0,1	0,1
Margen bruto	1,6	2,0	2,6	1,6	2,8	1,7	1,1	1,6	2,6	0,6	2,8	1,9
Costes (% activos totales)												
(Gastos de personal)	-0,3	-0,8	-0,8	-0,6	-1,0	-0,6	-0,3	-0,7	-0,7	-0,6	-1,1	-0,6
(Otros gastos generales de administración)	-0,2	-0,5	-0,5	-0,4	-0,6	-0,5	-0,2	-0,5	-0,4	-0,4	-0,6	-0,4
(Depreciación)	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1
(Costes operativos totales)	-1,2	-1,4	-1,3	-1,1	-1,8	-1,2	-0,9	-1,2	-1,2	-1,1	-1,9	-1,1
Rentabilidad (% activos totales)												
Ingresos de la actividad ordinaria	0,4	0,6	1,3	0,6	1,1	0,5	0,1	0,4	1,4	-0,5	1,0	0,8
(Provisiones)	nd	0,0	-0,2	0,0	-0,1	-0,3	-	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,8
(Deterioro)	-0,1	-0,3	-2,5	-0,3	-1,1	nd	-0,4	-0,3	-0,7	-0,3	-0,7	-
Beneficio total de explotación	0,1	0,3	-1,7	0,3	-0,1	0,2	-0,3	0,1	0,8	-1,0	0,3	-0,4
Impuestos	0,0	-0,1	nd	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	-	0,1	0,0	0,0
Beneficios después de impuestos	0,1	0,2	-1,4	0,2	-0,1	0,1	-0,3	0,0	0,7	-0,9	0,3	-0,4
Beneficios totales (incluidas operaciones extraordinarias)	0,1	0,2	-1,4	0,2	-0,1	0,1	-0,3	0,0	0,7	-0,4	0,3	-0,4
Otros indicadores de eficiencia y rentabilidad (%)												
Ratio de eficiencia	-73,9	-70,4	-50,4	-65,3	-62,6	-70,1	-88,0	-77,6	-47,1	-186,2	-65,7	-58,9
RoE	1,1	3,4	-24,6	4,3	-0,9	1,9	-9,8	-0,3	12,2	-11,9	4,9	-9,7
RoA	0,1	0,2	-1,4	0,2	-0,1	0,1	-0,3	0,0	0,7	-0,4	0,3	-0,4
Estructura de ingresos (como porcentaje del total)												
Margen de intereses	61,7	53,0	69,4	71,6	53,8	49,6	80,1	44,1	61,9	168,5	65,9	59,3
Comisiones	25,8	33,0	23,2	17,2	32,2	28,1	35,5	38,4	23,8	59,9	31,6	30,9
Otros ingresos	5,8	6,2	-3,0	3,0	4,0	0,3	12,2	9,4	0,8	18,0	3,9	4,0
Estructura de costes (como porcentaje del total)												
(Gastos de personal)	20,5	54,5	55,3	55,4	56,6	50,2	28,6	52,9	57,7	55,5	57,4	51,5
(Otros gastos generales de administración)	19,5	37,4	35,0	39,1	36,1	42,0	23,4	39,3	33,4	38,3	34,3	39,5
(Depreciación)	2,6	8,2	9,7	5,5	7,3	7,9	3,6	7,8	8,9	6,1	8,3	9,0
Distribución del RoE en la muestra (%)												
total de activos de entidades con RoE < 0	2,1	26,0	nd	7,7	21,1	51,0	57,6	22,0	nd	8,5	6,5	40,6
total de activos de entidades con RoE 0-5%	97,9	33,0	nd	31,6	75,3	16,0	42,4	29,0	nd	38,7	11,8	9,1
total de activos de entidades con RoE 5-10%	0,0	40,0	nd	47,3	2,0	27,0	0,0	45,0	nd	28,2	78,4	26,9
total de activos de entidades con RoE 10-15%	0,0	0,0	nd	6,4	0,5	5,0	0,0	1,0	nd	0,0	0,3	19,1
total de activos de entidades con RoE 15-20%	0,0	0,0	nd	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	nd	-	0,7	4,2
total de activos de entidades con RoE >20%	0,0	0,0	nd	3,5	1,2	0,0	0,0	4,0	nd	23,1	2,3	0,1

NOTA: nd: no disponible.

FUENTE: Banco Central Europeo y elaboración propia

nes de intereses han caído durante la crisis pero lo han hecho de forma moderada. La reducción de los intereses financieros se ha visto compensada por menores costes financieros. España sigue figurando, en 2012, como el país con mayores márgenes de intermediación (1,8 por 100 sobre activos totales). Resulta también reseñable que los ingresos por productos que generan comisiones apenas han variado su peso en la cuenta de resultados entre 2008 y 2012. Destaca también la contención en los gastos de personal y otros gastos de administración, que ha podido compensar en alguna medida la caída de otros ingresos de explotación y las pérdidas por deterioro. Estas últimas eran particularmente importantes en países como España (2,5 por 100 de los activos totales). Lo que sí destaca en las entidades financieras españolas respecto al resto de casos analizados son las provisiones. En su conjunto, los resultados después de impuestos reflejan el esfuerzo de saneamiento del sector bancario español, reflejando pérdidas del 1,7 por 100 del activo total en 2012, seguido de Italia, con pérdidas del 0,1 por 100 del activo.

En la mitad inferior del Cuadro 1 se muestran algunos indicadores de eficiencia. España sigue destacando como uno de los sectores bancarios con una mejor gestión de los costes operativos de Europa, aún más tras las mejoras registradas con la reestructuración bancaria. Así, en 2012, la ratio costes operativos/margen bruto era del 50,4 por 100, mientras que para el resto de países oscila entre el 62,6 por 100 de Italia y el 72,9 por 100 de Alemania.

En cuanto a la aportación de los diferentes márgenes a los ingresos totales de los intermediarios financieros, el margen de intereses suponía en 2012 el 69,4 por 100 del total para España, solo superado por Holanda, con el 71,6 por 100.

4. Evidencia empírica

Factores como la competencia, el riesgo o la eficiencia bancarias son determinantes habituales de la especialización bancaria. Estos factores pueden verse

alterados de forma significativa en un contexto de fragmentación e inestabilidad financiera. En este sentido un modelo empírico como el de Ho y Saunders (1981) resulta especialmente pertinente para los propósitos de este artículo. En este modelo, los bancos que se encuentran en un mismo mercado deberían tener el mismo margen o diferencial puro (*pure spread*) de negocio. Este sería equivalente al margen de intereses aislado de condiciones competitivas particulares de cada banco y de variables del entorno como la macroeconomía o la estabilidad institucional y política. En un contexto como en el de la integración financiera europea, ese margen debería por lo tanto ser similar entre los sectores bancarios de la eurozona. En todo caso, dado que es constatable (véase apartado anterior) que existen diferencias significativas en estos márgenes parece conveniente analizar qué factores determinan las diferencias, en particular, aquellos que pueden suponer evidencia de fragmentación de cara al proceso de unión bancaria. Para una identificación correcta, se tienen, además, en cuenta las diferencias de especialización de negocio a las que se presta atención en este artículo.

En el análisis empírico se sigue el trabajo de Carbó y Rodríguez (2007) que, utilizando la base de datos Bankscope, estudian los determinantes de los márgenes bancarios en un muestra de entidades financieras de Alemania, Francia, España, Holanda, Italia, Reino Unido y Suecia. Como márgenes se consideran el «margen de intereses» y el «margen bruto» sobre activos totales.

Entre el conjunto de variables explicativas se incluyen el índice de concentración HHI⁵, el riesgo de crédito (a través de la ratio «provisiones/crédito» retardado un período), el riesgo de liquidez (con la ratio «activos líquidos/pasivos a corto plazo»), el riesgo de tipo de interés (como diferencia entre el tipo euribor a

⁵ El HHI es la suma al cuadrado de las cuotas de mercado de todos los bancos que operan en un determinado mercado. Varía entre 0 y 1 (siendo 0 competencia perfecta y 1 monopolio).

CUADRO 3
ANÁLISIS DE ESPECIALIZACIÓN Y COMPETENCIA EN LA BANCA EUROPEA

Variable dependiente	1994-2006		2007-2011	
	Margen de intermediación	Margen bruto	Margen de intermediación	Margen bruto
Constante	--	0	--	0
Dependiente retardada (t-1)	0	++	+	+
HHI	0	0	+	0
Riesgo de crédito	++	0	-	-
Riesgo de liquidez	++	0	++	+
Riesgo de tipo de interés	+	0	0	0
Ineficiencia	-	-	-	-
Recursos propios/activos totales	+	-	++	0
Crédito/activos totales	+	0	0	0
Depósitos/pasivos totales	+	0	+	+
Otros productos ordinarios/activos totales	--	++	0	++
Compromisos de crédito/activos totales	0	0	0	+
Indicador de actividad generadora de comisiones de Boyd y Gertler	0	+	0	++
Cajeros/oficinas	++	+	0	0
PIB	++	0	++	0
Prima de riesgo	0	0	--	-
Observaciones	23.256	23.256	6.327	6.327

NOTA: «+» y «-» indican una relación estadística positiva y negativa, respectivamente. Dos signos indican que la relación es estadísticamente significativa al 1 por 100 y un solo signo indica que la relación es estadísticamente significativa al 5 por 100.

FUENTE: Banco Central Europeo y elaboración propia.

1 año y el tipo medio ofrecido en los depósitos), la ratio de ineficiencia (costes operativos/margen bruto), la ratio «recursos propios/activos totales» e indicadores de especialización productiva como «crédito/activos totales», «depósitos/pasivos totales», «otros productos ordinarios/activos totales», «compromisos de crédito/activos totales». Para aproximar el peso de las operaciones de balance se emplea el indicador Boyd-Gertler que consiste en computar estas operaciones como un equivalente comparable con los activos de balance, partir de la cuenta de resultados de la entidad. Asimismo, para controlar las condiciones de infraestructura y de entorno se consideran la ratio «cajeros automáticos/oficinas» (como aproximación de la sustitución de atención física por medios electrónicos de pago) y el crecimiento del PIB. Asimismo, como indicador de los efectos del riesgo soberano sobre los

márgenes se incluye la prima de riesgo de cada país respecto al bono alemán.

Los resultados del análisis se muestran en el Cuadro 3. Por simplicidad expositiva solo se indica si la relación es significativa o no estadísticamente y su signo en caso de que lo sea. La estimación se divide entre los períodos 1994-2006 y 2007-2011. Los resultados sugieren que el riesgo de crédito pudo tener un impacto positivo sobre los márgenes en el período anterior a la crisis, si bien este efecto se torna negativo durante los años de inestabilidad financiera, como expresión fehaciente del racionamiento de crédito que ha acompañado al deterioro de las carteras de préstamos. Asimismo, otro resultado de interés es que contar con una solvencia elevada tiene un efecto positivo sobre el margen de intermediación, probablemente por los menores costes de financiación y mayor acceso al mercado de las entidades más sol-

ventes. En cuanto a la especialización productiva, la ratio «créditos/activos» tuvo un impacto positivo sobre el margen de intermediación en los años anteriores a la crisis, pero este efecto se diluye entre 1997 y 2011, probablemente debido al deterioro crediticio en este período. Asimismo, contar con un porcentaje elevado de depósitos tiene un efecto positivo y significativo sobre el margen de intermediación y el margen bruto, principalmente en el segundo período considerado, en el que los problemas de liquidez han sido más generalizados. En su conjunto, la evidencia empírica sugiere que el nivel de especialización genera diferencias significativas en los márgenes de negocio.

Respecto al Cuadro 3 también es reseñable señalar, como evidencia del aumento de fragmentación, que las primas de riesgo no fueron elementos generadores de diferencias estadísticas significativas en los márgenes de negocio en los años anteriores a la crisis pero sí lo han sido (con carácter negativo) en los años de inestabilidad financiera.

5. Conclusiones: el sector bancario español en los albores de la unión bancaria

En este artículo se ha analizado en qué medida la especialización bancaria y, en general, los modelos de negocio de las entidades financieras europeas pueden estar cambiando como consecuencia de los cambios regulatorios, competitivos y estratégicos que se han producido tras los episodios de inestabilidad financiera registrados en los últimos años. Estos cambios son importantes en un entorno institucional en el que se está configurando una unión bancaria europea que pretende servir de mecanismo de seguridad para toda una red bancaria de la eurozona y, de este modo, reducir la fragmentación que se ha producido en las condiciones financieras y bancarias en los distintos Estados miembros.

Del análisis realizado se desprende que aunque los modelos de negocio de los sectores bancarios de la eurozona presentan diferencias entre sí (y también con los

de otros países de la UE fuera de la moneda única, como Reino Unido), éstas diferencias no son tan significativas como para suponer un problema en su adaptación a la unión bancaria. Lo que sí que parece relevante tener en cuenta es que los márgenes de negocio y sus determinantes presentan una heterogeneidad considerable y, como se muestra en el análisis empírico, se debe en parte a diferencias de especialización pero también a riesgos como el de crédito y el de liquidez, y también al riesgo soberano. En este sentido, una prueba importante para que el proyecto de unión bancaria se cimiente sobre bases sólidas será el desarrollo de los análisis de calidad de los activos que realizará el Banco Central Europeo en noviembre de 2014. Este análisis va a tener también una honda incidencia sobre los modelos de negocio europeos y, hasta cierto punto, puede homogeneizar ciertas pautas de actividad, sobre todo reduciendo aquellas que suponen un mayor perfil de riesgo.

La incidencia del análisis que desarrollará el BCE se une a las presiones ya existentes en términos de regulación (Basilea III, principalmente) y de competencia y reestructuración. Este último punto es particularmente interesante desde el punto de vista de España ya que mientras que la mayor parte de sectores bancarios europeos aún tienen que adaptar su tamaño y sus estructura a la nueva realidad competitiva, el español ya ha realizado un proceso muy intenso de reordenación. En todo caso, en el futuro, será determinante comprobar la habilidad de las entidades financieras españolas para preservar uno de los factores de especialización que ha marcado su liderazgo en la banca minorista en los años anteriores a la crisis, la llamada «banca relacional», basada en la cercanía al cliente, la confianza y el valor añadido en la relación cliente-entidad.

Referencias bibliográficas

[1] BERGER, A. N. y BLACK, L. N. (2011): «Bank Size, Lending Technologies, and Small Business Finance,» *Journal of Banking and Finance*, 35, no. 3, 724-735.

- [2] BLUNDELL-WIGNALL, A. y SLOVIK, P. (2011): «A Market Perspective on the European Sovereign Debt and Banking Crisis», *OECD Financial Market Trends*.
- [3] BRUNNERMEIER, M. K. y SANNIKOV, Y. (2010): *A Macroeconomic Model with a Financial Sector*. mimeo.
- [4] CALEM, P. S. y LACOUR-LITTLE, M. (2003): «Risk-based Capital Requirements for Mortgage Loans», *Journal of Banking and Finance* 28, 647-672.
- [5] CAMPBELL, J. Y. (2006): «Household Finance», *Journal of Finance* 61, 1553–1604.
- [6] CARBÓ, S.; DEGRYSE, H. y RODRÍGUEZ, F. (2011): *Lending Relationships and Credit Rationing: The Impact of Securitization*, mimeo. Funcas.
- [7] CARBÓ, S. y RODRÍGUEZ, F. (2007): «The Determinants of Bank Margins in European Banking», *Journal of Banking and Finance*, vol 31, 2043-2063.
- [8] CARBÓ, S. y RODRÍGUEZ, F. (2013): «Perspectivas del sector bancario español en 2013: desafíos pendientes», *Cuadernos de Información Económica*, nº 232, enero-febrero, págs. 1-8.
- [9] DANIELSON, J.; SHIN, H. S. y ZIGRAND, J. P. (2011): *Balance Sheet Capacity and Endogenous Risk*. mimeo, London School of Economics.
- [10] DEGRYSE, H. y ONGENA, S. (2007): «The Impact of Competition on Bank Orientation» *Journal of Financial Intermediation* 16, 399–424.
- [11] DE HAAS, R. y VAN HOREN, N. (2012): International Shock Transmission after the Lehman Brothers Collapse: Evidence from Syndicated Lending. *American Economic Review: Papers & Proceedings* 102, 231–237.
- [12] DE HAAS, R. y VAN HOREN, N. (2013): Running for the Exit? International Bank Lending During a Financial Crisis. *Review of Financial Studies*, 26, 244-28.
- [13] DUFFIE, D. (2008): *Innovations in Credit Risk Transfer: Implications for Financial Stability*, Bank for International Settlements Working paper, 255.
- [14] DE JONGHE, O. (2010): «Back to the Basics in Banking? A Micro-analysis of Banking System Stability» *Journal of Financial Intermediation* 19, 387–41.
- [15] FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (2010): «Chapter 1: Economic Uncertainty, Sovereign Risk, and Financial Fragilities», *Global Financial Stability Report*, October, pp. 1-55.
- [16] GIANNETTI, M. y LAEVEN, L. (2012): Flight Home, Flight Abroad, and International Credit Cycles. *American Economic Review: Papers & Proceedings* 102, 219–224.
- [17] GROPP, R.; GRUENDL, C. y GUETTLER, A. (2013): «Hidden Gems and Borrowers with Dirty Little Secrets: Investment in Soft Information, Borrower Self-selection and Competition» *European Central Bank, Working Paper Series* no 1555.
- [18] HACKETHAL, A.; HALIASSOS, M. y JAPPELI, T. (2012): «Financial Advisors. A Case of Babysitters?», *Journal of Banking and Finance*, en prensa.
- [19] IVASHINA, V. y SCHARFSTEIN, D. (2010): Bank Lending During the Financial Crisis of 2008. *Journal of Financial Economics* 97, 319–338.
- [20] LUSARDI, A. y MITCHELL, O. S. (2007): «Baby Boomer Retirement Security: the Roles of Planning, Financial Literacy, and Housing Wealth». *Journal of Monetary Economics* 54, 205–224.
- [21] POPOV, A. y VAN HOREN, N. (2013): *The Impact of Sovereign Debt Exposure on Bank Lending: Evidence from the European debt crisis* mimeo.
- [22] PURI, M.; ROCHOLL, J. y STEFFEN, S. (2012): Global Retail Lending in the Aftermath of the US Financial Crisis: Distinguishing between Demand and Supply Effects, *Journal of Financial Economics*, forthcoming.
- [23] SANTOS, J. (2011): Bank Corporate Loan Pricing Following the Subprime Crisis. *Review of Financial Studies* 24, 1916-1943.