

**UNIVERSIDAD AUTONOMA METROPOLITANA  
AZCAPOTZALCO**

**DEPARTAMENTO DE ECONOMIA**

**AREA DE ECONOMIA INTERNACIONAL**

**REPORTE DE INVESTIGACION**

**«AJUSTES EN EL COMPORTAMIENTO DE LAS EMPRESAS EN EUROPA Y LOS  
EUA EN EL PERIODO DE POSTCRISIS»**

**DICIEMBRE 2014**

**Por Fernando Velazquez Vadillo**

## **Ajustes en el Comportamiento de Financiamiento de las Empresas en Europa y los EUA en el periodo de postcrisis.**

Por Fernando Velazquez Vadillo

La distinción BB – MB aporta un marco de referencia que permite describir las características de un SF particular. Esta distinción conceptual plantea en el caso de los SF tipo BB una preponderancia del crédito bancario simultáneamente en los balances bancarios y empresariales. La progresión de los MF ha contribuido a distender esta relación lo que aleja a los SF del esquema BB y los aproxima sin identificarlos al esquema MB. Conviven así SF considerados BB que se distinguen por el grado de importancia del crédito bancario en las actividades bancarias y en el financiamiento empresarial.

Planteamos en este trabajo que la cuantificación de la dependencia de las empresas relativamente a la de los bancos respecto al crédito bancario es un indicador que precisa las características de un SF al referirlo al esquema conceptual tipo BB. El valor de este indicador denominado FR puede analizarse desde la perspectiva de la evolución del comportamiento de financiamiento de las empresas en la postcrisis de manera a tratar de establecer relaciones entre su valor y las evoluciones constatadas.

La existencia eventual de esas relaciones particulares puede contribuir a la previsión de la evolución esperada del comportamiento de financiamiento de las empresas ante una eventual caída del crédito bancario como consecuencia de la reglamentación bancaria de Basilea III.

### **EVOLUCION DE LOS SF E IMPORTANCIA DEL CREDITO BANCARIO**

La evolución de los SF se ha planteado como una transformación de los BB hacia MB. Esta evolución natural e ineluctable sin embargo se ve cuestionada por la determinación histórica y la estabilidad en el largo plazo de las

características de los SF. Los SF surgen como resultado de la interacción de los sectores real y financiero de la economía, se desarrollan sobre la base de una adaptación sistémica en la que la dependencia al sendero juega un rol central. Pensar en la transformación de los SF como sometida a las decisiones voluntaristas es malinterpretar la evolución o transformación, natural de los SF que deviene no una respuesta a la interacción de los sectores real y financiero sino a la adaptación de ambos sectores a la planeación de los poderes públicos. Parece difícil que un SF BB pueda devenir cabalmente un MB por consecuencia de decisiones de rearrreglo del SF dado que la determinación histórica y la evolución de tipo sistémico están ausentes. La modificación de la denominación de un SF BB a MB basada en el hecho de la progresión de los MF y de una elevada participación de estos en las estructuras financieras, del SF y de financiamiento de las empresas, no aporta ninguna precisión a la descripción de las características específicas de ese SF. La diversidad de SF persiste y se expande en razón de las adaptaciones nacionales a la progresión de mercados.

Un aspecto de esta adaptación es la modificación de la coincidencia de la preponderancia de un medio de financiamiento particular en las estructuras de los balances bancarios y empresariales. En el caso de los SF tipo BB ese medio preponderante, el crédito bancario, reduce su importancia, con grados diferentes en ambos balances. Según los países su importancia en los balances bancarios se refleja en los balances empresariales diferentemente.

En algunos casos la importancia del crédito a las empresas se refleja fielmente : los pesos del crédito en tanto que activo en los balances bancarios es similar a su peso, en tanto que medio de financiamiento externo, en los balances empresariales.

En otros casos, se observa que la importancia del crédito en los balances empresariales es muy superior o muy inferior a su importancia en los balances bancarios.

Esta diferente importancia del crédito en ambos tipos de balances aleja los SF del esquema conceptual puro tipo BB en el que se plantea su preponderancia simultánea en los balances bancarios y empresariales.

Es en esta perspectiva que buscamos en este trabajo aportar una respuesta simple a la búsqueda de indicadores adecuados del funcionamiento y características de los SF, en este caso ligada a la necesidad de denominar de una manera que refleje más fielmente la realidad de los SF.

El indicador que proponemos permite precisar la posición de un SF tipo BB respecto a la coincidencia conceptual de la preponderancia del crédito bancario simultánea en los balances bancarios y empresariales.

Denominamos a este indicador Fragilidad Relativa (FR) de las empresas en relación a los bancos respecto al crédito bancario. Consiste en el cociente simple de los pesos del crédito bancario a las empresas en los balances bancarios y empresariales.

Un valor superior a 1 indica que el crédito bancario es más importante para las empresas relativamente a los bancos, en este caso la fragilidad de las empresas es elevada, puede interpretarse como una dependencia respecto al crédito en tanto que fuente de financiamiento, superior a la dependencia de los bancos respecto al crédito en tanto que activo generador de beneficios.

Lo contrario sucede en los países en los que la FR tiene un valor inferior a 1 : las empresas tienen una dependencia relativamente a los bancos inferior respecto al crédito bancario.

Continuamente ambos tipos de dependencia interactúan a través de la oferta y la demanda, y contribuyen a determinar la evolución de la distribución de crédito, particularmente en los periodos recesivos.

Nos preguntamos entonces si es posible establecer relaciones entre el valor de la FR y la evolución de la participación del crédito en los balances empresariales durante el periodo de postcrisis (2009-2010).

La relajación de esa coincidencia hace que actualmente pueda haber SF en los que el crédito bancario sea importante para las empresas y no tan importante para los bancos. Es decir, que la dependencia respecto al crédito es mayor para las empresas en tanto que fuente de financiamiento, que para los bancos en tanto que fuente de beneficios.

Más generalmente si inicialmente los intereses de empresas y bancos respecto a la distribución de crédito coincidían, esta coincidencia no tiene razón de existir actualmente como consecuencia de la movilización de los balances bancarios y de la Intermediación de Mercado o más precisamente de la diversificación de las actividades bancarias.

Esta situación plantea la necesidad de apreciar esa dependencia relativa que puede contribuir a explicar las decisiones de bancos y empresas respecto a la distribución de crédito durante épocas recesivas.

También esa dependencia relativa, que denominamos Fragilidad Relativa (FR) permite situar a los SF respecto a los casos conceptuales BB y MB.

- 1) Inicialmente existió una coincidencia importancia del crédito bancario en balances empresas, en balances bancarios y en el financiamiento de los ANF (sector privado).
- 2) Esto implicaba una dependencia importante respecto al crédito tanto de los bancos, dada la participación del margen de interés en el beneficio bancario, como de las empresas dada la participación del crédito bancario en su estructura de financiamiento.
- 3) El proceso de marcheización de los SF tiene como una consecuencia el relajamiento de esa coincidencia. Los SF BB, en los que el crédito bancario es importante, se distinguen no solo en cuanto a la importancia del crédito en los balances bancarios y empresariales sino en cuanto al grado de coincidencia en la participación del crédito. Es decir, en cuanto al grado de coincidencia en la dependencia de bancos y empresas respecto al crédito bancario.
- 4) La relación de dependencias de bancos y empresas que denominamos Fragilidad Relativa respecto al crédito Bancario puede aproximarse mediante la relación entre la participación del crédito bancario en los balances de empresas y bancos. Una coincidencia perfecta implica un valor de la FR igual a 1.
- 5) Analizamos si es posible establecer una relación entre el valor de la FR en los diferentes SF y los ajustes observados en la estructura financiera de las empresas durante la postcrisis (2009-2010).
- 6) Un valor cercano a 1 de la FR podría indicar una coincidencia de intereses bancarios y empresariales que ante escenarios de crisis favorezca la estabilidad de la participación del crédito en sus balances. Un valor superior a 1 podría indicar una menor disponibilidad de bancos a mantener los flujos de crédito y una mayor propensión de las empresas sea a reducir sus balances sea a refugiarse en el autofinanciamiento u otras

fuentes externas. Finalmente un valor de la FR inferior a 1 podría indicar la posibilidad de mantener e incluso acrecentar los recursos bancarios de las empresas en tiempos difíciles.

- 7) El valor de la FR es significativo cuando se aleja de 1, porque informa sobre un grado de dependencia diferente de bancos y empresas respecto al crédito bancario.
- 8) El valor de las participaciones absolutas del crédito en los balances informa sobre la disponibilidad de fuentes alternativas de financiamiento de las empresas, en este aspecto puede ser útil el Índice de Crédito que es la suma ponderada de las participaciones del crédito en los balances de bancos y empresas. Tiene un valor entre 1, caso extremo de BB, y 0 caso extremo de MB.

\*\*\* CALCULOS DE CREDITO AL S PRIV / AT BANCOS DE BM  
COMPRENDE FINANC POR TITULOS. LA INFORMACION PARA  
ALGUNOS ANOS SOBRE UNICAMENTE EL FINANC POR TIT / AT  
BANCOS EN FRANCIA EN FR ESTR FINANC IFM...

\*\*\*\*  $FR = \% CR EN BAL EMPR / CR EN FIN TOT ANF$

Aproxima por  $\% CR BAL EMPR / CR BAL BANC$

- I. **El debilitamiento progresivo, en los sistemas tipo BB, de la coincidencia del modo de financiamiento preponderante en las estructuras del SF y de financiamiento de las empresas, acompaña la transformación de los SF....**

## **1. Una reducción del crédito como consecuencia de Basel III ...**

- A. **La crisis financiera, crisis de liquidez que se refleja en la reducción del crédito.**

a. Crisis y racionamiento : Evidencia y teoría : ceguera, Minsky

(Scialom, 58: 2013)

Segun Scialom, las crisis financieras bancarias se caracterizan por un racionamiento de crédito. Entre las explicaciones teoricas de esta característica mencionaremos dos:

La teoría de la ceguera frente el desastre de Guttentag y Herring 1986) que plantea que dada la imposibilidad de los bancos a percibir la deterioración de la calidad de los créditos que otorgan, un periodo de progresión acelerada del crédito puede continuarse por un comportamiento de racionamiento fundado en la desconfianza generalizada respecto a la solvabilidad de los deudores.

También la hipótesis de la Inestabilidad Financiera de Minsky indica la posibilidad de una caída del financiamiento bancario que resulta de la reducción de la liquidez bancaria y de un incremento del riesgo de no reembolso que al motivar un aumento del peso del capital en el balance bancario conduce a la reducción del crédito.

b. Características crisis 07 y racionamiento.

El periodo posterior a las crisis bancarias se caracteriza por un racionamiento del crédito fundado en la apreciación negativa de la capacidad de pago de los deudores.

En el caso de la crisis de 2007 ese racionamiento pudo ser mayor ya que innovaciones financieras (en particular la titulización de créditos) fueron utilizadas para evitar la reglamentación sobre la capitalización bancaria y se concentraron en activos particularmente opacos (créditos subprime) que impidieron una justa evaluación de la solvabilidad de los deudores. Estos últimos eran principalmente otros bancos.

Al mismo tiempo que los bancos dependían de manera creciente de los depósitos al mayoreo, interbancarios, la crisis estableció una relación circular perversa entre iliquidez en el activo y en el pasivo de los balances bancarios que redujo el valor de los activos y en consecuencia del capital. La iliquidez de los bancos se

transformo en insolvabilidad al registrarse las pérdidas de valor de los activos cuasi automáticamente dada la contabilidad a valor de mercado.

Durante la quiebra de Lehman Brothers (Agosto 2008), la incertidumbre sobre las necesidades de financiamiento futuras condujo a que los principales bancos acumularan reservas de activos líquidos y cesaran de prestarse. La liquidez del mercado se redujo justo en el momento en que se requería su aumento para amortizar el choc (la pérdida de valor de los activos bancarios).

Estas características de la crisis financiera que inicio en 2007 pudieron reforzar la característica postcrisis de racionamiento de crédito.

### c. Baja de credito, datos

Los datos muestran efectos negativos de la crisis sobre el crédito a las empresas. Puede constatarse para las empresas europeas una reducción del monto de crédito durante el año 2009 y una recuperación paulatina a partir de 2010.

En la Grafica N.1 puede observarse el caso de Francia en el que se distingue el crédito a Grandes y PM empresas. La grafica N.2 muestra la evolución del crédito a las empresas en la Zona Euro.

El promedio de la zona euro oculta sin embargo evoluciones particulares para los países que concierne nuestro estudio. Aisen y Franken establecieron un comparativo de las tasas de crecimiento mensual entre los periodos previos a la crisis y a la liquidación de LB contra el periodo postcrisis. Durante este último, las empresas en ciertos países disminuyeron el crédito recibido, Francia, Italia, RU, otros países lo mantuvieron o acrecentaron, Alemania, España.

Esta observación hace posible un primer acercamiento a la relación entre el comportamiento de financiamiento de las empresas y el tipo de sistema financiero al que pertenecen. Los países en el que el crédito bancario al sector privado (empresas, hogares) durante el periodo postcrisis aumento o se mantuvo son SF caracterizados por la importancia de los bancos en el SF (Alemania, España), mientras que en los países en los que se observó una reducción, los MF tienen un papel significativo (Francia, RU).



Italia en donde el crédito se reduce puede clasificarse como un caso sui generis que precisaremos mas adelante.

Estos datos parecen sugerir que una elevada participacion de los MF en el SF acompaña una caída del crédito en la postcrisis y viceversa.

## **B. La regulacion de Bale III motivo de una eventual reduccion de crédito.**

### a. Objetivo y fallas de la regulacion.

La reglamentacion de Bale III trata de superar las fallas en la reglamentacion reveladas por la crisis financiera de 2007 - 08.

Estas fallas que permitieron la realizacion del riesgo de insolvabilidad bancaria aun en casos en los que las exigencias de capital impuestas por Bale II eran respetadas estan ligadas a una vision microeconomica de control prudencial

Por esta razon las disposiciones de Bale III se orientan hacia una regulacion macroprudencial centrada en la estabilizacion del sistema monetario y financiero (Scialom, 88: 2013).

Las perdidas de algunos grandes bancos se originaron en sus actividades fuera de balance, lo que contribuyo a degradar su ROE, al mismo tiempo, la interaccion exacerbada entre el mercado interbancario y el mercado de activos bancarios condujo a problemas de iliquidez insurmontables.

Las dificultades de los bancos durante la crisis concernieron entonces ambas vias de la regulacion prudencial : El Control de la Liquidez Bancaria y la Adecuación de Capital, las cuales se sintetizan en radios que buscan respectivamente asegurar que los bancos mantienen activos líquidos en el total de activos suficientes para afrontar períodos de escasa liquidez y un nivel adecuado de capital en relación a sus activos.

Estas vías de regulación plantean dificultades particulares considerables en su adecuada determinación, mientras que el ratio de activos líquidos a total de activos debe ser óptimo en el sentido de equilibrar fortaleza ante periodos de iliquidez y capacidad de otorgamiento de crédito adecuada, el ratio de capital a activos reduce el endeudamiento y la posibilidad de quiebra pero exige precisión en las definiciones del capital y en la estimación de riesgos.

#### b. La regulación propuesta por Basilea III.

La regulación que establecen los acuerdos de Basilea III refuerza ambas vías de regulación:

(Scialom, 92: 2013) Se proponen dos ratios de liquidez: el Liquidity Coverage Ratio (LCR), centrado en el activo, que busca reforzar la resistencia de los bancos a una crisis de liquidez en un horizonte de un mes mediante la movilización de activos de buena calidad; y el net stable funding ratio (NSFR), centrado en el pasivo. que busca reforzar la resistencia de los bancos en un horizonte más largo (un año) al motivar un financiamiento de sus actividades sobre fuentes de financiamiento más estables.

(Cosimano, Hakura, 2011:3) La regulación de capital incluye un ratio mínimo de capital común (Core Equity Tier 1) de 4.5%, un margen de conservación de 2.5% que puede incluir toda forma de capital, y un requerimiento adicional de capital a vocación contracíclica de hasta 2.5% que exigirá la autoridad local de control en periodos de crecimiento rápido del crédito.

El establecimiento de la mayoría de las nuevas medidas regulatorias se realizará a lo largo del periodo 2013-2015. El margen de capital de conservación se plantea incluir a fines de 2018.

(Cosimano, Hakura, 2011:3)

Basel III no solo incrementa el monto de capital requerido para un monto dado de activos sino que restringe y precisa la definición del capital admisible y expande la cobertura de los activos a las actividades fuera de balance.

### c. Costos de las proposiciones de Basilea III.

El reforzamiento de la regulación implica costos que los bancos repercuten en mayor o menor medida a los clientes y pueden forzar una reducción en el monto de crédito distribuido.

Más precisamente la regulación de Basel III plantea la pregunta de las consecuencias sobre el monto de crédito distribuido derivadas del aumento del costo de financiamiento de los bancos al adaptarse a las nuevas disposiciones reglamentarias.

Varios estudios sostienen el encadenamiento siguiente: aumento del monto de capital requerido – aumento del costo de financiamiento – aumento de las tasas de crédito bancario – (reducción de la demanda) reducción del crédito distribuido.

Así,

(Cosimano, Hakura, 2011:19-20) calculan que los más grandes bancos en el mundo, de manera a aumentar su ratio de capital a activos en 1.3% para satisfacer las exigencias de Basel III, deberán aumentar las tasas de sus préstamos en 16 puntos base.

Estos autores estiman el valor de la demanda de préstamos bancarios respecto a su tasa en 0.33% para estos bancos lo que los lleva a estimar una reducción en el crecimiento de préstamos en 1.3% en el largo plazo.

(Santos, IMF, 4:22) estiman el esfuerzo adicional de las regulaciones de liquidez y capital que exige la nueva regulación aumentará las tasas de préstamos en 17 pb en Europa, 8 pb en Japón y en 26pb en los EUA.

La OCDE estima también los costos macroeconómicos de la nueva regulación bancaria: Para respetar la regulación prevista en 2015 (4.5% de acciones ordinarias, 7% los bancos deberán aumentar su margen de crédito en 15 pb en promedio

**(OCDE, Slovic, 2011)**

La OCDE estima también los costos macroeconomicos de la nueva regulacion bancaria: Para respetar la regulacion prevista en 2015 (4.5% para el radio de acciones ordinarias, 6% para el radio de fondos propios de base) los bancos deberan aumentar su margen de crédito en 15 pb en promedio. Las exigencias planteadas a partir de 2019 (7% para el radio de acciones ordinarias, 8.5% para el radio de fondos propios de base) el aumento podria ser de 50 pb. En términos de PIB estos aumentos significarian una reduccion de entre 5 y 15 pb anual en el mediano plazo.

Una apreciacion objetiva de las consecuencias de Basilea III es expuesta por Investment Banker : a nivel micro economico la regulacion de Basel III tiene efectos importantes en la discriminacion que efectuan los bancos entre sus clientes en funcion del riesgo y aclara la dificultad que los bancos enfrentan al satisfacer las demandas de sus clientes.

La reglamentacion de Basel II introdujo el principio de calculo del capital requerido para un préstamo en funcion del riesgo del cliente y de la operacion a realizar. La notacion o rating de la operacion a financiar y de la empresa estimadas mediante modelos internos, puede variar segun los bancos. Esta notacion determina la carga de capital requerida : mayor rating menor carga y viceversa. Por ejemplo un préstamo a una empresa clasificada B+ exige 8 veces el exigido para una empresa clasificada como A. Este enfoque es reforzado por las convenciones de Basilea III en la medida en que eleva la exigencia de capital requerido.

d. Otras consecuencias de Bale III: arbitraje regulatorio, desarrollo del Shadow Banking, adecuacion de politicas monetarias.

Otras consecuencias importantes de Basilea III sobre la actividad del sistema financiero son el impulso a una actividad de arbitraje regulatorio, derivado del ahorro en costo que pueden obtener las empresas que se financian ante instituciones que logran esquivar la regulacion, y el impulso al desarrollo del

Shadow Banking resultante de la titrización de créditos a fin de reducir el monto del capital obligatorio.

El aumento de capital exigido por Basel III se traduce en un impuesto adicional por los bancos al reducir el valor del ROE. También procura una ventaja competitiva a las instituciones más pequeñas que no están sometidas a esta regulación al mantener sus tasas de préstamo.

Finalmente la regulación de capital reforzada subraya la necesidad de adaptar las decisiones de política monetaria anticíclicas que se suman al esfuerzo de contención de la masa monetaria a través de las exigencias de capital.

La distinción conceptual BB – MB ha sido considerada como superada históricamente, como limitada o como no concordante con la realidad.

Sin embargo, su permanencia en el tiempo demuestra su utilidad como punto de referencia en el estudio de los SF nacionales. La transformación de los SF se acompaña de la permanencia de su diversidad, lo que contradice la visión de una convergencia hacia un tipo de SF único y sostiene el enfoque de complementariedad de los SF que parece adecuado a la creciente imbricación y porosidad de Bancos y MF y de ambos tipos de SF.

Esta imbricación y porosidad crecientes se reflejan en el relajamiento de una concordancia inicial, pilar fundamental de esta clasificación: la de la preponderancia simultánea de un medio de financiamiento particular (Bancos o Mercados Financieros) en las estructuras financieras: Estructura del SF y estructura de financiamiento de las empresas.

El distanciamiento respecto a esta situación inicial puede apreciarse mediante un indicador que denominamos Fragilidad Relativa (FR) de bancos y empresas respecto al crédito bancario. La FR se basa en el hecho de que los SF BB y MB constituyen dos casos opuestos, conceptuales, de articulación entre las estructuras del SF y de financiamiento de las empresas. Estos casos opuestos son los extremos entre los cuales evoluciona la diversidad de los SF. La FR permite situar respecto a esos casos extremos los diferentes SF nacionales y analizar su transformación en el tiempo.

Las modificaciones sutiles de las definiciones contemporaneas de los SF tipo respecto a las definiciones iniciales son reveladoras de la distension de la concordancia inicial de la preponderancia simultanea de un medio de financiamiento identico en las estructuras financieras.

Expondremos en un primer punto las concordancia de las estructuras financieras en las definiciones iniciales de la clasificacion BB – MB (A), en un segundo punto analizaremos como la distension de esa concordancia se refleja en las definiciones contemporaneas (B), y finalmente plantearemos la Fragilidad Relativa en tanto que indicador de la posicion que guarda un SF particular respecto a la distincion BB – MB (C).

#### A. Concepcion inicial de los SF BB y MB y concordancia del medio de financiamiento preponderante en las estructuras financieras.

Inicialmente los tipos de SF BB y MB se definen en funcion de una concordancia del medio de financiamiento preponderante, crédito bancario o MF, en las estructuras financieras (estructura del SF y estructura de financiamiento de las empresas) (Rubwyncski).

Esta distincion teorica inicial ha sido profundizada por economisrtas franceses quienes denominan a esta distincion Economia de Endeudamiento (EE) y Economia de Mercados Financieros (EMF).

Las denominaciones BB y MB designan una relacion particular entre los sectores financiero y real de la economia. Cada tipo de SF delimita un contexto particular que permite precisar la articulacion especifica entre el comportamiento de financiamiento de las empresas, la funcion de financiamiento del SF y de éste ultimo con las decisiones del BC.

En particular, la importancia del crédito bancario en la estructura de financiamiento de las empresas esta determinado por el nivel de su tasa de autofinanciamiento la cual a su vez esta ligada a consideraciones sobre la reparticion del Valor Agregado entre trabajo y capital.

En los SF tipo BB, una reducida tasa de autofinanciamiento motiva una elevada demanda de crédito ante la cual los bancos requieren de un acceso continuo al financiamiento del Banco Central. Este sistema de financiamiento desemboca en

la preponderancia del crédito bancario en las estructuras de financiamiento de las empresas y del Sistema Financiero.

En los SF MB una elevada tasa de autofinanciamiento reduce la dependencia de las empresas respecto al crédito bancario y las orienta a favorecer la emisión de títulos en MF desarrollados.

Esas definiciones iniciales que sustentan la clasificación de los SF en BB y MB reflejan respectivamente la preponderancia histórica del SB o de los MF y asimilan tacitamente la actividad bancaria a la distribución de crédito y el financiamiento mediante la venta directa de títulos al financiamiento en los MF.

Esta identificación de actividades de bancos y MF obedeció a la preponderancia de entonces de la actividad de crédito en las actividades bancarias y de la IFB en la IF en los sistemas BB, y a la preponderancia de la adquisición directa de títulos respecto a la IM en los MF.

Al mismo tiempo a nivel de la estructura de financiamiento de las empresas se constataba la preponderancia, en los sistemas BB y MB respectivamente, del crédito bancario y de la emisión y venta directa de títulos.

La modificación progresiva de los sistemas financieros bajo el impulso de los movimientos de desregulación, globalización e innovación se ha manifestado por la progresión de los MF y de la emisión de títulos que ésta supone. Esta progresión influye en la estructura de financiamiento de las empresas: reduce e incluso cuestiona la supremacía del crédito en los BB y modifica la predominancia de los MF en los MB. El vector de estos cambios es la progresión de la IM. Esta se entiende como una actividad de adquisición de títulos bajo un criterio de diversificación de portafolio apoyada por la colectivización del ahorro. Scialom

La IM, que hace intervenir un Intermediario Financiero, bancario o no bancario, entre el emisor y el comprador de un título de financiamiento evidencia la inexactitud de la asimilación tácita del crédito bancario a la actividad bancaria y del financiamiento directo a la emisión de títulos.

Como lo señala Scialom, el financiamiento Directo y el financiamiento Indirecto « no recubren la distinción entre financiamiento por la emisión de títulos y el financiamiento por crédito bancario...., el sistema financiero actual se caracteriza por una progresión considerable del financiamiento de mercado, que se efectúa por emisión de títulos, mientras que el financiamiento directo

permanece marginal. El financiamiento continua siendo ampliamente intermediado pero la forma de intermediacion ha conocido una mutacion considerable. El financiamiento bancario tradicional, deposito – crédito, tiende a declinar mientras que la intermediacion de mercado, que se articula a partir de la colecta del ahorro y la gestion de portafolio, se desarrolla fuertemente. » Estas apreciaciones resultan en la inexistencia de un antagonismo entre IF y desarrollo de los MF, y en la no concomitancia (simultaneidad) entre desarrollo de los MF y extension del financiamiento directo. (Scialom, 7-8: 2013)

La evolucion de los SF ha sin embargo relajado las relaciones que sostienen la arquitectura de la distincion conceptual BB - MB: la progresion de la IM, la diversificacion de la actividad de los IFB, el desarrollo de los IFNB y del shadow banking, la internacionalizacion del financiamiento, son fenomenos que contribuyen a la creciente imbricacion de MF e IF y a desvanecer la distincion entre ambos tipos de SF.

#### B. Defincion contemporanea de los SF BB y MB, reflejo de su imbricacion creciente.

La evolucion de los SF se refleja en las definiciones recientes de los SF, BB y MB. A continuacion retomamos elementos de las definiciones muy completas y actualizadas propuestas por (Schmidt y Hryckiewics, 9:2006)

En los sistemas BB los bancos, organizados segun el esquema de Banca Universal, tienen un peso preponderante en la estructura del sistema financiero y un papel importante en el financiamiento de las empresas. Inversamente, las empresas dependen ampliamente de los préstamos bancarios como fuente de financiamiento externo. Los mercados financieros (MF) no tienen un rol fundamental ya que no aportan una parte sustancial del financiamiento de las empresas, sin embargo, pueden mostrar una importante actividad de capitalizacion y transaccion asi como un elevado nivel de eficiencia.

Los SF tipo MB se caracterizan al contrario por el papel fundamental de los MF en términos de eficiencia y actividad. Existe también una importante participacion en el SF de los Intermediarios Financieros no Bancarios. Los MF constituyen la principal fuente de financiamiento de las empresas, mientras que el volumen de los préstamos bancarios no es relevante. Los bancos tienen



actividades especializadas y en el caso de existir el regimen de banca universal sus actividades de inversion y comercial se encuentran separadas por la ley.

Tres elementos de estas definiciones nos parecen ligados a los objetivos de nuestro trabajo : 1) La observacion segun la cual la preponderancia de los bancos en el SF BB esta ligada al esquema de banca universal, subraya que la distribucion de crédito es una actividad entre otras que determinan el peso importante del SB en el SF. 2) El crédito bancario no es considerado la fuente de financiamiento preponderante de las empresas sino solo como contribuyendo « ampliamente » a su financiamiento. 3) En los MF la presencia de IFNB es importante, lo que implica la reduccion de la importancia de la venta directa de titulos, es decir del financiamiento directo.

Estos elementos reflejan la progresion de los MF y la importancia en esta progresion de la Intermediacion de Mercado, esta ultima reduce la importancia del crédito en la actividades bancarias y en el financiamiento total del SF, asi como del financiamiento directo en ambos tipos de SF.

Una consecuencia de estas transformaciones es el relajamiento, con diferente intensidad segun los paises, de la concordancia inicial, en cuanto al grado de preponderancia de la via de financiamiento principal, entre las estructuras del SF y de financiamiento de las empresas. Esta concordancia resulto de la similitud cuantitativa del financiamiento directo con el financiamiento de los MF y del crédito bancario con el financiamiento intermediado.

La Fragilidad Relativa permite evaluar el alejamiento de los SF nacionales respecto a esa concordancia inicial y de esa manera situarlos respecto a los esquemas conceptuales puros.

### C. Importancia de conservar una clasificacion « superada » y Fragilidad Relativa.

La concordancia inicial entre las estructuras financieras a la que hicimos referencia en el apartado anterior se vio relajada por la creciente IM. La evaluacion del grado de relajamiento respecto a esa concordancia inicial en los diferentes paises permite precisar la posicion de la estructura de su SF asi como su evolucion respecto a los tipos puros BB y MB. Esta es una cuestion de

importancia significativa pues contribuye a la adecuada toma de decisiones de politica financiera y monetaria.

La progresion de los MF condujo a afirmar la vision evolutiva inicial de Rubcwyys y Goldsmith segun la cual puede esperarse una evolucion natural de los sistemas tipo BB hacia sistemas tipo MB. La progresion de la Intermediacion de Mercado contribuyo a esta interpretacion, sin embargo, la permanencia en el largo plazo de diferencias considerables entre los SF y el enfoque sistematico de los SF basado en los conceptos de complementariedad y consistencia han mostrado que esa evolucion esta lejos de ser una fatalidad. Aglietta subraya la importancia de los determinismos historicos en la configuracion de la estructura de los SF y afirma que los SF no desembocaran en un tipo unico, sobretodo no de tipo MF. Allen y Gale han propuesto una interpretacion diferente en la relacion entre ambos tipos de SF en términos no de evolucion jerarquica sino de complementariedad basandose en las capacidades particulares de MF y bancos respecto a la gestion de riesgo y de la asimetria de informacion.

Los SF se transforman bajo la influencia de la progresion de los MF en el sentido de una imbricacion creciente, sin embargo parece poco convincente hablar de una evolucion hacia el tipo MB. Ni los SF BB se transforman en MB ni ambos tipos de SF se funden en un SF hibrido o intermedio. La diversidad de los SF persiste.

La clasificacion BB – MF no aporta opciones, ante la progresion de los MF, para designar con precision la relacion entre la estructura del SF y de financiamiento de las empresas. La unica posibilidad es modificar la designacion BB hacia MB.

Sin embargo, un cambio de denominacion no informa sobre la relacion precisa entre las estructuras financieras , que es determinante del funcionamiento de los SF.

Ante la constatacion de la permanencia de diferencias importantes entre los SF y como una alternativa a su abandono en aras de una clasificacion mas adecuada, parece util mantener esta distincion que ha sido considerada “superada historicamente y limitada en su concepcion”, como un punto de referencia que nos permita precisar la relacion entre las estructuras financieras y por esta via, las caracteristicas de un SF particular.

En esta perspectiva podria adicionarse a la denominacion BB y MB un indicador de la importancia del crédito bancario, medio de financiamiento fundamental de

un SF pues ligado a la creacion monetaria del Banco Central, en las estructuras financieras. Este indicador que denominamos Fragilidad Relativa es descrito en la seccion siguiente.

#### D. Definicion y calculo de la Fragilidad Relativa de Bancos y Empresas respecto al Crédito Bancario (FR).

La Fragilidad Relativa (FR) de bancos y empresas respecto al Crédito Bancario permite apreciar la concordancia entre las estructuras del SF y de financiamiento de las empresas en cuanto al grado de importancia del crédito bancario (y por referencia a éste, de los MF).

Nos referimos al término « Fragilidad » para hacer referencia a la dependencia de la actividad bancaria y del financiamiento de las empresas respecto al crédito bancario. Esta dependencia surge del hecho de que el crédito es una fuente tradicional de eneficios para los bancos y de financiamiento para las empresas.

Calificamos a esta fragilidad de « Relativa » para subrayar la relacion de interdependencia entre ambos tipos de dependencia y debido a que su valor permite relativizar a los SF nacionales respecto a los esquemas conceptuales BB-MB.

Las características de las estructuras financieras : del SF (que ilustraremos con el peso del crédito en los balances bancarios) y de financiamiento de las empresas y su interrelacion, son sintetizadas en una cifra que permite apreciar la posicion de un SF particular relativamente a los esquemas conceptuales BB y MB.

Podemos plantear la FR como la relacion de los pesos del crédito bancario en las estructuras de financiamiento de las empresas y del Sistema Financiero :

$$FR = \frac{\% \text{ Crédito en el Balance de las Empresas}}{\% \text{ Crédito en el Total de Recursos otorgados por el SF a los ANF}}$$

Debido a limitaciones en los datos de que disponemos ilustraremos el numerador de este cociente con la participación del crédito a las Sociedades No Financieras (SNF) en el total de activos de las Instituciones Financieras Monetarias (IFM).

El valor de la FR cuando la importancia del crédito bancario es idéntica en ambas estructuras es de 1 y puede corresponder a cualquier nivel de importancia del crédito en el total del balance. Evidentemente esta igualdad respondería a una casualidad dado que se trata de empresas de tipo diferente, no financieras vs. Financieras, en las que el crédito juega un papel diferente, pasivo para las primeras, activo para las segundas.

Cuando hicimos referencia más arriba a la coincidencia inicial, histórica, de la preponderancia del crédito en ambas estructuras, nos referimos al hecho de que en las economías tipo BB ocupaba el lugar principal en los medios de financiamiento externo para las empresas no financieras y entre los activos bancarios. La diversificación de actividades bancarias modificó esta situación inicial pudiendo coexistir actualmente en SF tipo BB empresas muy dependientes del crédito bancario y bancos que obtienen la parte más sustancial de sus beneficios de actividades diferentes al otorgamiento de crédito a las empresas.

La FR ilustra el grado de dependencia o de importancia que las SNF y los Bancos otorgan al crédito bancario en tanto que fuente de financiamiento y de beneficios respectivamente. En consecuencia la FR permite apreciar el interés relativo de bancos y SNF en mantener la continuidad de su relación de financiamiento en tiempos de crisis financiera y de recesión económica.

La FR contribuye también a precisar la posición de los SF respecto a los esquemas conceptuales BB – MB.

Un nivel elevado de participación del crédito en ambas estructuras informa sobre la importancia del crédito para empresas y bancos.

La FR no tiene que ser igual a 1 ya que se comparan dimensiones diferentes. El valor de la FR es importante informa sobre la dependencia relativa de empresas y bancos respecto al crédito bancario, pero es su variación en los periodos de crisis que puede ser reveladora de la intensidad de la relación de financiamiento de bancos y empresas.

Una participacion similar ilustra la intensidad de la relacion de financiamiento. Es decir, que puede plantearse una situacion en la que esa participacion sea elevada en las empresas pero reducida en los bancos manifestando asi una fragilidad relativa de las empresas mas elevada que la de los bancos en relacion al credito.

En estas circunstancias dificultades de los bancos a asegurar su continuidad en una crisis pueden repercutirse mas facilmente en dificultades de obtencion de crédito por las empresas.

Al contrario una participacion del credito similar en ambas estructuras o incluso superior en los balances bancarios respecto a los empresariales, puede interpretarse como una posibilidad mas elevada de mantener el credito en situaciones de crisis dada la importancia en el beneficio bancario.

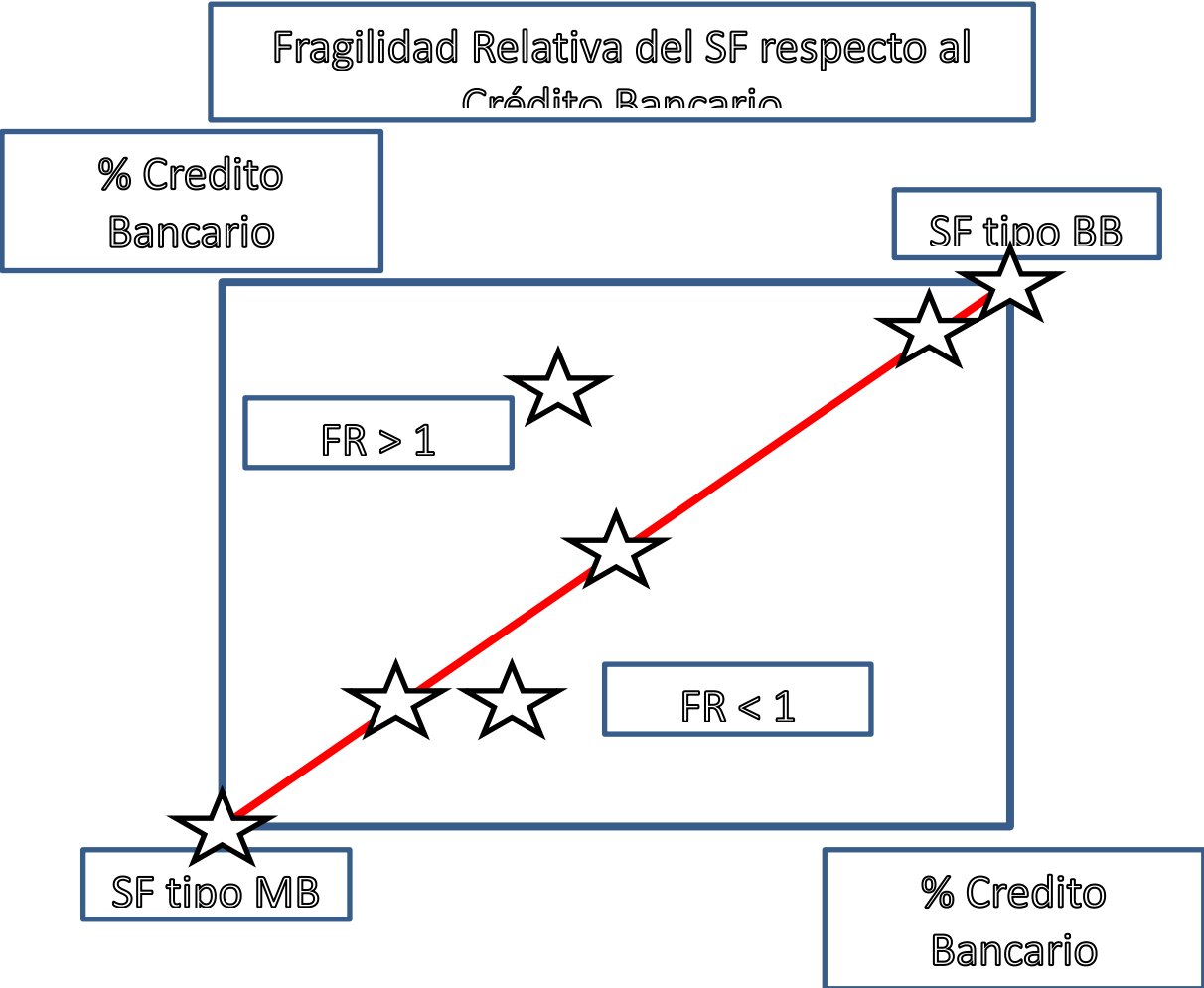
Finalmente, un aumento de la FR implica una fragilizacion de los balances empresariales dado que la dependencia respecto al crédito se acentua en comparacion a la de los bancos. La progresion de la IM bancaria que sustenta la de los MF es un fenomeno que puede contribuir por otra via a esa fragilizacion de los balances empresariales.

Es conveniente en una situacion en la que el crédito bancario es una fuente importante de financiamiento externo de las empresas que sea también un activo importante para los bancos que otorgan ese credito, es decir que su peso en los activos totales y su reflejo en la estructura de beneficios sea elevada.

En una situacion recesiva los bancos tendrán mayor interés en mantener constante el flujo de crédito que otorgan entre mas alta sea su participacion en los activos totales y en el beneficio.

La situacion de las empresas utilizadoras de crédito es mas fragil desde ese punto de vista en cuanto mas debil es la participacion de ese crédito en los activos bancarios.

Grafica N. 1. FRCB y distincion BB-MB.



La linea AC representa una concordancia entre los pesos del crédito bancario en las estructuras del SF y de financiamiento de las empresas. La FR es igual a 1, representa un equilibrio interdependiente entre la participacion del crédito bancario en el SF y entonces en la actividad lucrativa de los bancos, y del grado de utilizacion del crédito bancario por las empresas y entonces de su dependencia respecto a este medio de financiamiento.

Los analisis que plantean una progresion de los SF BB hacia MB se mueven linealmente desde el punto A hacia el C (origen), lo que implica la existencia de un punto intermedio B que representa el limite entre ambos sistemas financieros.

Los puntos L y H representan aproximativamente las situaciones de los SF de Francia y de los EUA a mediados de la década de los 80.

La relajacion de la relacion de concordancia entre estructuras del SF y de financiamiento de las empresas indica que pueden convivir en un SF tipo BB niveles elevados de financiamiento por crédito para las empresas con un SF en el que el peso del crédito bancario es relativamente menos significativo (Punto K).

El movimiento del punto L hacia el K es representativo de las evoluciones constatadas en Francia en los ultimos veinte años : la progresion de los MF ha aumentado su peso en el financiamiento de los ANF y reducido correlativamente el del crédito bancario) mientras que la estructura de financiamiento de las empresas sigue siendo muy dependiente del crédito bancario. La FR ha aumentado, las empresas habituadas al crédito bancario se fragilizan ante una oferta de crédito que se reduce relativamente.

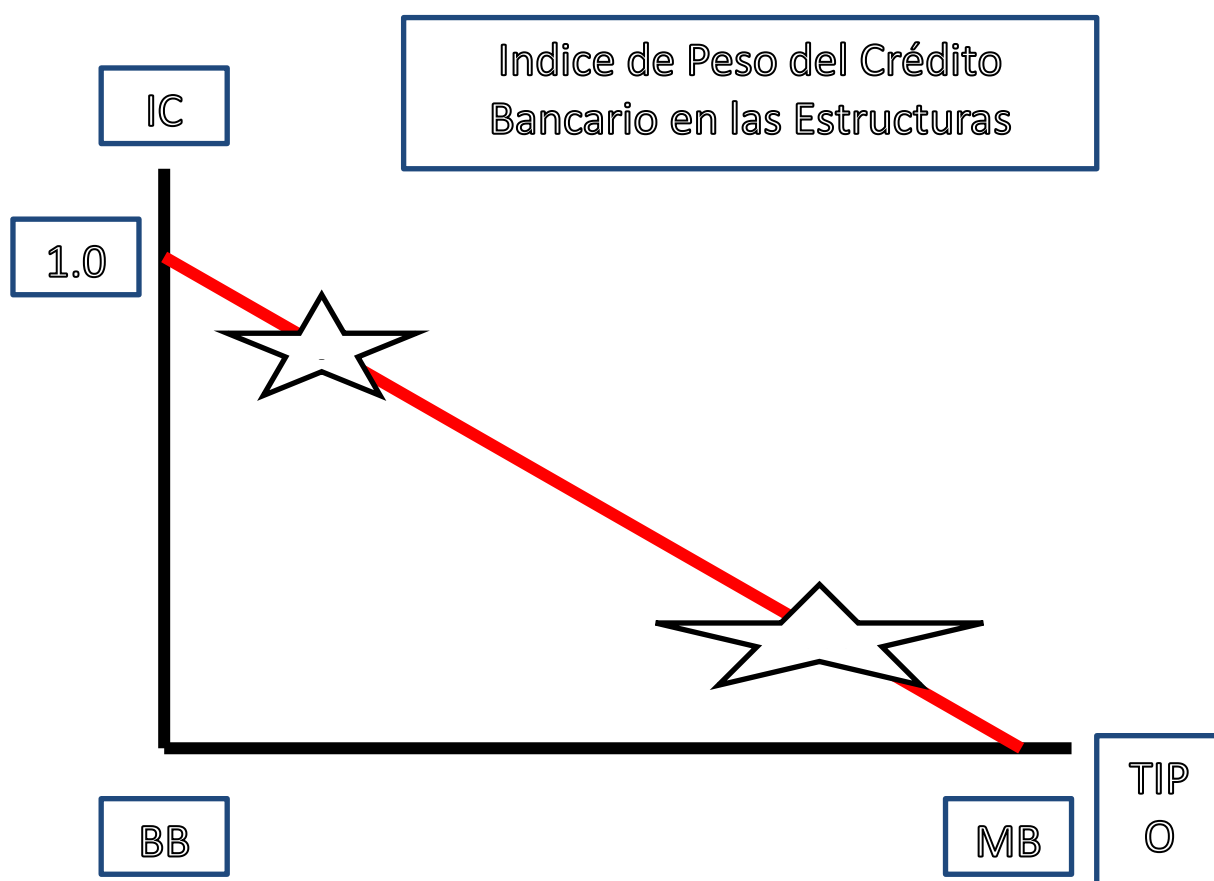
Tambien puede plantearse una progresion del crédito bancario relativamente a los MF en los SF tipo MB mientras que su importancia en el financiamiento de las empresas se mantiene constante. El movimiento del punto H hacia el I podria representar la progresion del crédito bancario en el SF de los EUA mientras que su utilizacion por las empresas se mantiene constante. La FR de las empresas respecto al crédito bancario se reduce.

A partir de la relacion de los pesos del crédito bancario en el SF y en la estructura financiera de las empresas puede elaborarse un indice ponderado que represente la posicion de los SF nacionales respecto a los esquemas BB y MB.

Este Indice del peso del crédito en las estructuras financieras (IC) que se elabora a partir del planteamiento siguiente, permite graficar la posicion relativa de los SF nacionales respecto a la distincion BB-MB.

$$IPCB = \% \text{ Crédito Bancario en el SF} * 0.5 + \% \text{ Crédito Bancario} * 0.5$$

Grafica N. 2. Índice de Peso del Crédito Bancario en las Estructuras Financieras y Tipo de Sistema Financiero.



En su valor máximo (1.0) el IC sitúa el esquema conceptual BB mientras en el otro extremo, cuando el IC tiene un valor de 0 se encuentra el esquema MB. Dos ejemplos de sistema financiero BB y MB son representados mediante la posición aproximada de los sistemas financieros de Alemania y de los EUA.



Esquemáticamente puede ilustrarse esta relativización como una disminución continua del valor de la FR al pasar del caso extremo tipo BB hacia el tipo MB, de la manera siguiente :

El valor de la fragilidad respecto al crédito bancario relativamente al tipo de SF varía entonces con las variaciones de la importancia del crédito bancario en el SF y en la estructura de financiamiento de las empresas.

También permite analizar las consecuencias de una variación de la oferta de crédito bancario. El caso de una reducción de la oferta de crédito bancario en el que suponemos constante el total de recursos de financiamiento del SF (progresión de los MF y sustitución por MF), reduce el valor del denominador. Esa sustitución a nivel macroeconómico de los MF al crédito debe reflejarse en los balances bancarios. Esto significaría la reducción del numerador y la constancia eventual del valor de la FR. Los MF se han sustituido al crédito bancario en una proporción que compensa la reducción de este último. La política voluntarista de desarrollo de los MF permite equilibrar las crisis bancarias.

Si los MF no resultan eficientes en este reequilibrio el numerador puede

En el caso de reducción idéntica del numerador, la FR se mantiene constante.

Si el valor del numerador no cambia o aumenta, lo que corresponde a una contracción de balances empresariales, la Fragilidad aumenta.

Para que la FR

\*\*\*\* El valor de la FR puede mantenerse constante : se reduce a la mitad el peso del crédito en ambas estructuras. No hay preponderancia pero si concordancia del peso del crédito. LO IMPORTANTE ES LA NO COINCIDENCIA DE LOS PESOS DEL CRÉDITO EN AMBAS ESTRUCTURAS, ES DECIR, CUANDO EL VALOR DE FR SE ALEJA DE 1.

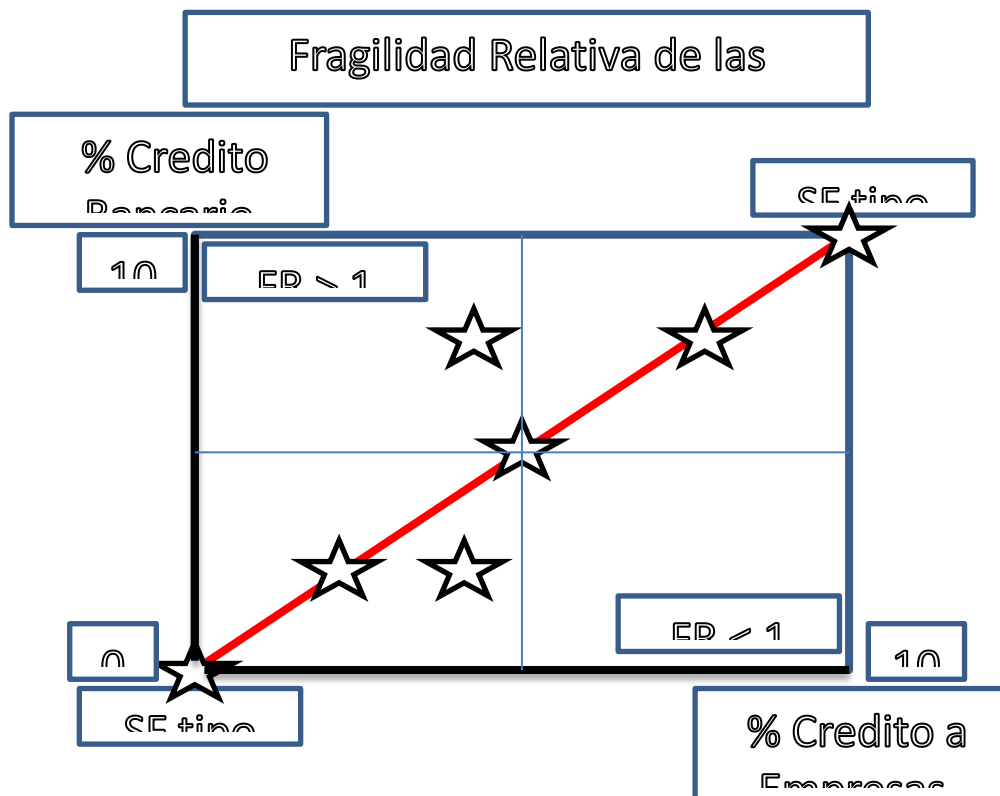
DE HECHO EL VALOR DE LA FR ES CONSTANTE EN 1, ES EL ALEJAMIENTO RESPECTO A ESE VALOR EL QUE INDICA LA POSICION DE UN SF RELATIVAMENTE A CADA TIPO DE SF.

Manteniendo constante la participacion del crédito bancario en el SF, una disminucion de su participacion en la estructura de financiamiento, lo que supone una reduccion de balances empresariales,

El caso de Francia es ilustrativo : el desarrollo voluntarista de los MF y su peso actual en el SF y en el volumen de financiamiento a las empresas conducen a Schmidt y Hryckiewics (2006) a considerarlo actualmente como un SF tipo MB. Esto despues de haber sido en la decada de los 80 un caso cuasi puro de SF tipo BB y sobretodo cuando el SB mantiene una importancia crucial en el SF y en el financiamiento de las empresas. El cambio de denominacion no informa sobre la relacion entre estructuras del SF y de financiamiento de las empresas.

A partir de la FR podemos realizar el analisis siguiente : El grado de preponderancia del crédito bancario en el total de fuentes de financiamiento de los ANF y en la estructura de financiamiento de las empresas se ha reducido. Sin embargo en esta ultima la disminucion es significativamente menor : la concordancia en el grado de preponderancia del crédito bancario en ambas estructuras se ha relajado. Este relajamiento constituye un distanciamiento respecto al caso conceptual puro de BB en el que el crédito bancario es unico

medio de financiamiento y en consecuencia preponderante totalmente en ambas estructuras.



## BIBLIOGRAFIA

Aisen A., M. Franken. (2010): *Bank credit during the 2008 financial crisis : A cross – country comparasion*, FMI, WP n.47.

Aglietta M.(1995): *Macroeconomie Financière*, Ed. La Decouverte, París.

Allen F., M. K. Chui, A. Maddaloni. (2004): “Financial Systems in Europe, the USA and Asia”, *Oxford Review of Economic policy*, 4, pp.490 – 508.

Banco Central Europeo, *Statistical Data Warehouse*, 2013, <http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000003166>

Banco de Espana, *Comparaciones Internacionales, Central de Balances, Resultados Anuales de las Empresas No Financieras*, Base de Datos BACH, varios años.

Boutillier M., A. Labye, C. Lagoutte, N. Levy, V. Oheix. (2002): "Financement et Gouvernement des Entreprises, exceptions et convergences européennes", *Revue d'Economie Politique*, 112, pp. 499-544.

Boutillier M., C. J. Bricogne. (2012): *Disintermediation or Financial Diversification? The case of developed countries*, Banque de France, Document de Travail, 380.

Cosimano T. F., D. S. Hakura. (2011): *Bank Behaviour in response to Basel III: A cross-country analysis*, IMF, WP.

Federal Reserve Statistical Release, Z.1. Flow fo funds accounts of the United States, <http://www.federalreserve.gov/releases/z1/>

FMI, Financial International Statistics, varios años.

Hacketal A., R. Schmidt. (2004): *Financing patterns: measurement concepts and empirical results*, WP, 125, Frankfurt.

Harmann Ph., A. Mandaloni, S. Manganelli. (2003), *The Euro Area Financial System, Structures, Integration and policy initiatives*, EB WP, 230.

Renversez F. (2001) : *Eléments d'Analyse Monétaire*, Paris, Dalloz.

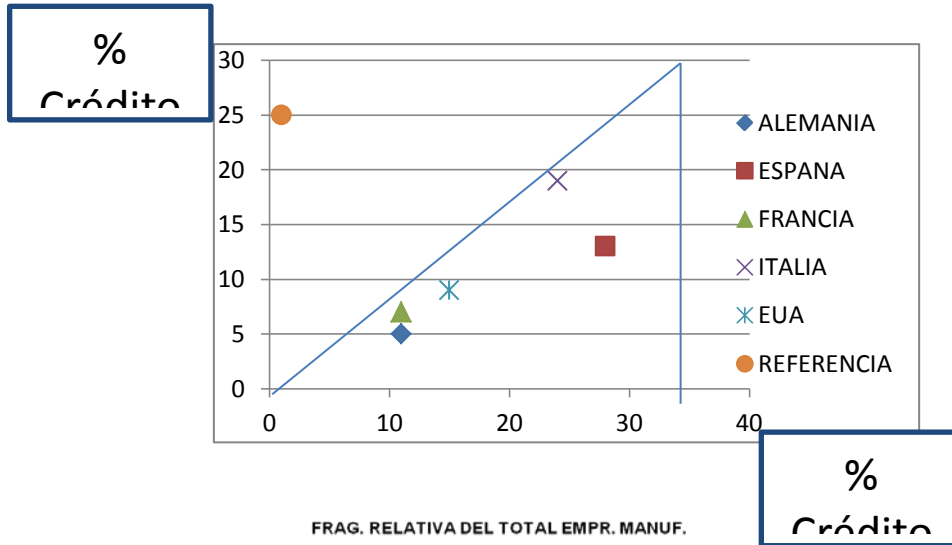
Renversez F. (2010): *El Sistema Financiero de la Unión Europea*, III Seminario del Economia Internacional, UAM –A, México, D. F.

Scialom L.(2013) : *Économie Bancaire*, La Decouverte, París.

Sleipen O. (2003): *The transformation of the European financial system*, ECB, Frankfurt.

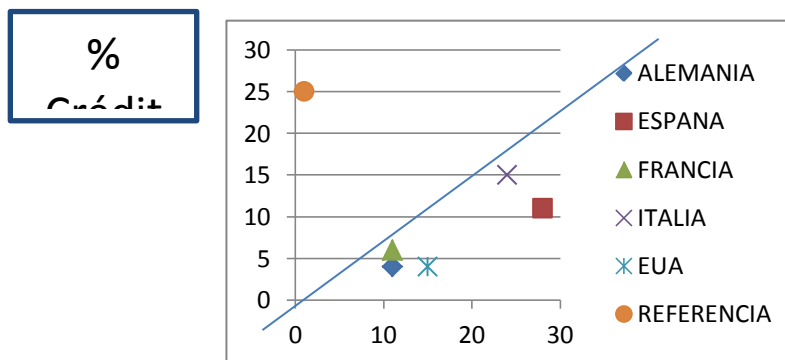
Slovik P., B. Cournède. (2011): *Macroeconomoc Impact of Basel III*, OCDE WP, 844, Paris.  
<http://dx.doi.org/10.1787/5kghwnhkkjs8-en>

## ANEXO GRAFICAS



**FRAG. RELATIVA DEL TOTAL EMPR. MANUF.  
PROMEDIO 2005-2010**

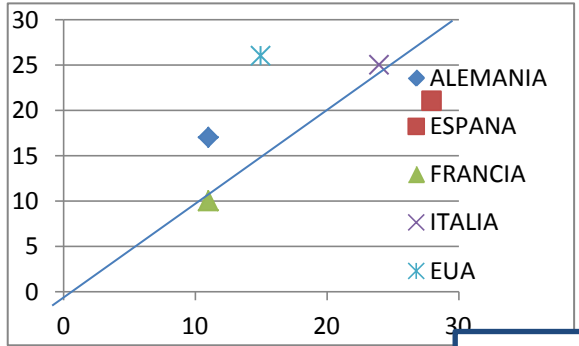
ALEMANIA	0,41272792
ESPAÑA	0,46220854
FRANCIA	0,65180307
ITALIA	0,7896392
EUA	0,58167891



**FRAGILIDAD RELATIVA DE G EMPRESAS  
PROMEDIO 2005-2010**

ALEMANIA	0,326928743
ESPAÑA	0,395054765
FRANCIA	0,550671843
ITALIA	0,642145778
EUA	0,273532517

%



%

**FRAGILIDAD RELATIVA PME MANUFACTURERAS**

PROMEDIO 2005-2010

ALEMANIA	1,47040217
ESPAÑA	0,74231885
FRANCIA	0,96188464
ITALIA	1,04581858
EUA	1,74899086

