
La banca y el crecimiento económico regional. Una panorámica de la literatura

En este trabajo se ofrece una síntesis de los estudios que se han interesado por las repercusiones regionales derivadas del funcionamiento del sistema bancario, incluyendo las contribuciones más recientes que se han ocupado del estudio de la relación *finance-growth*. El objetivo final de este análisis es el de resaltar el papel central y no neutral que desempeñan las entidades bancarias en el crecimiento económico regional, y no sólo por la supuesta existencia de asimetrías de información y fallos de mercado que segmentan los mercados regionales de crédito, sino también por la existencia de diferencias espaciales/regionales en las estrategias crediticias de las entidades, lo cual influye en la oferta y disponibilidad de crédito regional.

Banku-sistemaren funtzionamenduak eskualdeetan izandako ondorioei buruzko azterlanen laburpena dugu lan honetan, finance-growth harremanaren azterketari heldu dioten ekarpen berrienak barne hartuta, jakina. Banku-erakundeek eskualdeko hazkunde ekonomikoan duten funtsezko eginkizuna –neutrala ez dena– nabarmentzea da azterketa honen helburu nagusia; batetik eskualdeetako kreditu-merkatuak segmentatzen dituzten informazio-asimetriak eta merkatuko akatsak izateko aukeragatik, eta bestetik, erakundeen kreditu-estrategietan espazio/eskualdeko ezberdintasunak daudelako, eta horrek eskualdeko kredituaren eskaintzan eta erabilgarritasunean eragiten du.

This paper provides an overview of studies that tackle the regional repercussions of the workings of the banking system, including of course the most recent contributions to the study of the link between finance and growth. Its main objective is to highlight the essential, non-neutral role played by banks in regional economic growth, not just because of the supposed existence of information asymmetries and market failures that break up regional lending markets but also because there are spatial/regional differences in the lending strategies of banks which affect the supply and availability of loans at regional level.

Índice

1. Introducción
2. El sistema financiero y el crecimiento económico (regional):
un repaso de la literatura
3. Conclusiones y valoración

Referencias bibliográficas

Palabras clave: sistema bancario, finanzas, desarrollo regional.

Keywords: banking system, finance, regional development.

Nº de clasificación JEL: E50, O16, R12.

1. INTRODUCCIÓN

Hoy en día existe un amplio acuerdo en relación a la existencia de una relación entre el sector financiero y el crecimiento económico. Las incógnitas sobre esta reconocida relación giran en torno a la dirección de la relación de causalidad entre ambos elementos, su carácter uni o bidireccional, o sobre la identificación y concreción de los mecanismos y las variables intervinientes a través de las cuales se articula la influencia de las finanzas en el crecimiento económico. En los últimos decenios, además, parece que el interés por el estudio de esta cuestión se ha acrecentado, si por interés entendemos el número de publicaciones que se interesan por la relación «finanzas-crecimiento» (Levine 1997), la cual viene a sumarse a un numeroso grupo de trabajos anteriores desarrollados en el campo de las «finanzas regionales» (Dow y Rodríguez Fuentes 1997).

El renovado interés por el estudio de este asunto puede estar motivado por dos factores. Por una parte, por el excepcional desarrollo de la actividad financiera en los últimos tiempos, alentado por los procesos de liberalización y desregulación financiera a escala global. Este excepcional desarrollo de las finanzas no sólo ha origi-

nado un debate sobre la posible «deformación» y excesivo tamaño de las finanzas en relación con la actividad real (Turner *et al.* 2010 y Torrero Mañas 2013: 49-77), sino también sobre sus potenciales efectos desestabilizadores en el conjunto de la economía. Por otro lado, el interés por el estudio de las cuestiones financieras seguramente también obedece a la constatación de que, en contra de lo que algunos sostenían hace años, a pesar del avance en la integración económica y la liberalización financiera, los factores financieros siguen constituyendo una referencia obligada a la hora de explicar las diferencias en el crecimiento económico y las divergencias observadas en niveles de renta no sólo entre los países menos y más desarrollados, sino también entre algunos países desarrollados¹ y entre las regiones de unos y otros.

Como ya hemos señalado, este renovado interés por las cuestiones financieras ha dado pie a numerosos trabajos que, apoyándose en las contribuciones pioneras que se preocuparon por el estudio de las repercusiones regionales de la política monetaria, o los efectos espaciales de la actividad del sector bancario, han intentado analizar la relación causal entre las finanzas y el desarrollo, fundamentalmente desde un punto de vista empírico e internacional, aunque también hay ejemplos de trabajos que se han preocupado por este asunto a nivel regional. Esta «nueva» literatura parece haber silenciado aquellas voces que, hasta no hace mucho tiempo, señalaban que lo financiero era sólo un reflejo de lo real, y que los intermediarios financieros, particularmente los intermediarios bancarios, simplemente desempeñaban un papel neutral consistente en canalizar el ahorro hacia la inversión; voces silenciadas que, paradójicamente, ejercieron (y siguen ejerciendo hoy) una gran influencia sobre los responsables de la política económica que, amparándose en tales argumentos, (des)regulan en «lo financiero» sin tener presente sus potenciales repercusiones sobre «lo real».

Sin embargo, la profunda crisis económica que se desató a finales de 2007, y cuya propagación internacional fue rápidamente favorecida por la globalización financiera que caracteriza a las relaciones financieras internacionales, ha obligado a muchos teóricos de la economía y responsables de la política económica a reconsiderar el papel que desempeña el sistema financiero (y particularmente el sector bancario) en el crecimiento económico. Así, en la actualidad no resulta nada difícil encontrar opiniones de reputados «expertos» económicos y destacados «responsables» de la política económica que reclaman al sistema bancario, entre otras cosas, que contribuya más decididamente a la salida de la crisis con un cambio en su política crediticia. ¡Qué paradoja! Se le reclama «al neutral» que desempeñe un papel «activo» en la salida de la crisis. En el cajón de los olvidos parece que se han archivado los tiempos en los que se consideraba que los mercados (también los de crédito) eran «sabios y soberanos», y que los bancos simplemente debían intermediar entre

¹ Véase, por ejemplo, los signos evidentes de fragmentación en los mercados bancarios de la eurozona, o la extrema variabilidad entre los propios países desarrollados en los resultados empíricos que tratan de verificar la relación positiva entre *finance-growth*.

ahorradores e inversores concediendo tantos créditos como su «encaje bancario» les permitiera, asignando simple y pasivamente los recursos crediticios a los proyectos más rentables y solventes, y actuando con los mayores niveles de eficiencia y menores márgenes de intermediación posibles para así garantizar la máxima ratio de transformación del ahorro en inversión. Hoy en día, sin embargo, parece generalizada la opinión y creencia, ya señalada por otros autores mucho antes, de que «los mercados de capital no son como los de mesas y sillas» (Stiglitz 1989: 61), o que la oferta de crédito no sólo viene determinada, pasivamente, por la cantidad de recursos que captan las entidades de depósito entre sus clientes, así como de aquellos otros que obtienen de los mercados interbancarios y de las operaciones de intervención del banco central, sino también por sus estrategias comerciales, su propio nivel de desarrollo y los cambios en su preferencia por la liquidez (Chick y Dow 1988). Parece, pues, que para analizar la disponibilidad de crédito bancario ya no basta con mirar al tamaño de los balances bancarios ni a los ratios de eficiencia financiera de cada entidad a título individual; también parece imprescindible analizar con detalle su «estrategia o comportamiento», en relación con la provisión de crédito; y si una amplia mayoría coincide en que el crédito constituye un factor clave en el crecimiento económico, resulta obvio que desde el punto de vista regional convendría estudiar no sólo si existen estrategias de comportamiento espacialmente diferenciadas de las entidades, sino también aquellos elementos de la estructura bancaria (dimensión relativa, concentración, marco regulatorio, segmentación institucional, ...) y financiera (mercados frente a instituciones, por ejemplo) que podrían explicar esos comportamientos bancarios diferenciales.

Con este escenario de fondo, en este trabajo se ofrece una síntesis de los trabajos que se han interesado por el estudio de las repercusiones regionales derivadas del funcionamiento del sistema bancario, incluyendo las contribuciones más recientes que se han ocupado del estudio de la relación *finance-growth*. El objetivo es el de resaltar el papel central y no neutral que desempeñan las entidades bancarias en el crecimiento económico regional, y no sólo por la supuesta existencia de asimetrías de información y fallos de mercado que segmentan los mercados regionales de crédito, sino también por la existencia de diferencias espaciales/regionales en las estrategias crediticias de las entidades, lo cual influye en la oferta y disponibilidad de crédito regional. Tenemos la pretensión de que el análisis que presentamos en nuestro trabajo resulte de interés para afrontar el monumental reto que está suponiendo conciliar el objetivo de la reestructuración del sector bancario con el de la recuperación económica. La crisis económica desatada a finales de 2007 ha ocasionado una transformación radical del sector bancario en España que ha casi finiquitado el segmento de la banca regional que mayoritariamente representaban las cajas de ahorros. También sabemos que, aunque uno de los objetivos que persigue la reestructuración bancaria en España es el del relanzamiento del flujo de crédito hacia la economía real, éste aún no se ha conseguido. Pues bien, teniendo en cuenta la práctica desaparición del segmento de la banca regional, creemos que resulta legítimo y oportuno preguntarse

si la recuperación del crédito, cuando suceda, vendrá acompañada de patrones regionales diferenciados, con consecuencias relevantes para el crecimiento económico regional a medio y largo plazo.

Con la finalidad de abordar las cuestiones enunciadas, el trabajo se estructura en tres apartados, entre los que contamos esta introducción. En el segundo apartado se ofrece una revisión de la literatura interesada en analizar la influencia del sistema financiero sobre el crecimiento económico regional. Se divide en dos secciones que se centrarán, respectivamente, en el estudio los trabajos que analizan la relación entre el sistema bancario y el crecimiento económico, y otra en la que se analizan las contribuciones más recientes centradas en la relación finanzas-crecimiento desde la óptica regional. En tercer apartado del trabajo será dedicado a ofrecer algunas valoraciones sobre las aportaciones realizadas hasta la fecha, así como indicar algunas cuestiones abiertas que podrían servir de orientación para la investigación en este campo.

2. EL SISTEMA FINANCIERO Y EL CRECIMIENTO ECONÓMICO (REGIONAL): UN REPASO DE LA LITERATURA

En general, el interés prestado a las cuestiones monetarias y financieras en el plano regional ha sido escaso, tanto desde el punto de vista del análisis regional como del análisis macroeconómico. Sin embargo, hay que señalar que esta escasa consideración de los aspectos financieros es el resultado del modo de pensamiento que predomina en ambas áreas científicas que, al asumir el principio de neutralidad monetaria, excluyen al dinero y a los factores monetarios y financieros como factores explicativos en las diferencias interregionales en los niveles de renta. Por este motivo, los economistas regionales no han mostrado un gran interés por la inclusión de las variables monetarias y financieras en sus análisis a la hora de identificar y estimar los determinantes del crecimiento regional, y cuando lo han hecho, por efecto imitación de lo observado en la teoría del crecimiento, rápidamente las han excluido al considerar que la perfecta movilidad del capital a escala interregional, o la ausencia de instrumentos monetarios y financieros propios en el nivel regional, invalidarían los resultados y conclusiones obtenidas en el plano nacional o internacional. Por lo tanto, desde esta perspectiva, los flujos monetarios o financieros interregionales, o la actuación de los intermediarios bancarios, siempre se han considerado un reflejo de las diferencias en renta interregionales, y no como un elemento más entre los diversos que podrían explicar la aparición o perpetuación de tales diferencias. Este tipo de planteamiento es el que se observa, por ejemplo, en trabajos como los de Borts (1968), Keleher (1979) Moore y Nagurney (1989) y Hugues (1991 y 1992), que al considerar explícitamente la perfecta movilidad del capital y la no existencia de costes de transacción, predicen la equiparación de las condiciones financieras y monetarias entre las distintas regio-

nes que componen una economía nacional. Por lo tanto, la conclusión en estos trabajos es siempre que, en ausencia de factores que impidan la libre circulación de factores y el funcionamiento de las fuerzas del mercado, los factores financieros también constituyen un factor neutral, un velo, para el crecimiento regional.

Dow y Rodríguez Fuentes (1997) distinguen dos grupos de trabajos en la literatura financiera regional. Uno de estos grupos, de carácter más homogéneo, se centra en el estudio de los efectos regionales de la política monetaria. El segundo, de carácter más heterogéneo, contempla distintos aspectos relacionados con los mercados financieros regionales, como son las variaciones en los multiplicadores monetarios, la descripción y cuantificación de los flujos financieros interregionales, y el análisis de los mercados regionales de crédito (tipos de interés, volumen y condiciones crediticias).

La literatura pionera que se ocupó del estudio de los efectos regionales de la política monetaria ha tenido continuidad en otra línea más reciente que, al plantearse la creación de una unión monetaria entre los países de la Unión Europea, empieza a preocuparse por las previsible asimetrías regionales ocasionadas por la futura política monetaria única de la eurozona.² Sin embargo, no ha ocurrido lo mismo con aquellas contribuciones pioneras que abordaron el estudio de la influencia del sector financiero sobre el crecimiento regional, que quizá perdieron el interés de buena parte de los investigadores por el convencimiento, o presunción, de que el prolongado período de crecimiento económico vivido desde mediados de los noventa, que vino acompañado de una excepcional expansión de la actividad financiera, era un signo evidente de que las medidas de liberalización y desregulación financiera habían logrado eliminar los factores que, de acuerdo con algunas contribuciones, podrían hacer que la actuación del sistema bancario pudiera no ser neutral en el crecimiento regional. Hoy sabemos, porque la crisis financiera internacional que se desató a finales de 2007 nos lo recuerda aún hoy (¡seis años más tarde de su eclosión!), que aún nos queda mucho por aprender: 1) acerca de la influencia del sistema bancario y las finanzas en el crecimiento económico, 2) sobre el papel del sistema financiero en la generación de desequilibrios macroeconómicos, y 3) sobre el aumento de la inestabilidad y vulnerabilidad financiera. Y precisamente por eso, conviene recordar lo aprendido hasta la fecha, con el ánimo de seguir progresando mediante la incorporación al acervo científico de nuevas ideas y la experiencia adquirida durante esta crisis. Pasemos, pues, a resumir las principales ideas acerca de la relación entre sistema bancario y crecimiento regional, para posteriormente dar cuenta de otras contribuciones más recientes que han retomado esta cuestión. Las profundas transformaciones que ha ocasionado la crisis reciente en los sistemas bancarios de muchos países avanzados, ha avivado el

² Véase Rodríguez Fuentes y Dow (2003) y el trabajo Rodríguez Fuentes *et al.* (2013), publicado en este mismo número de la revista.

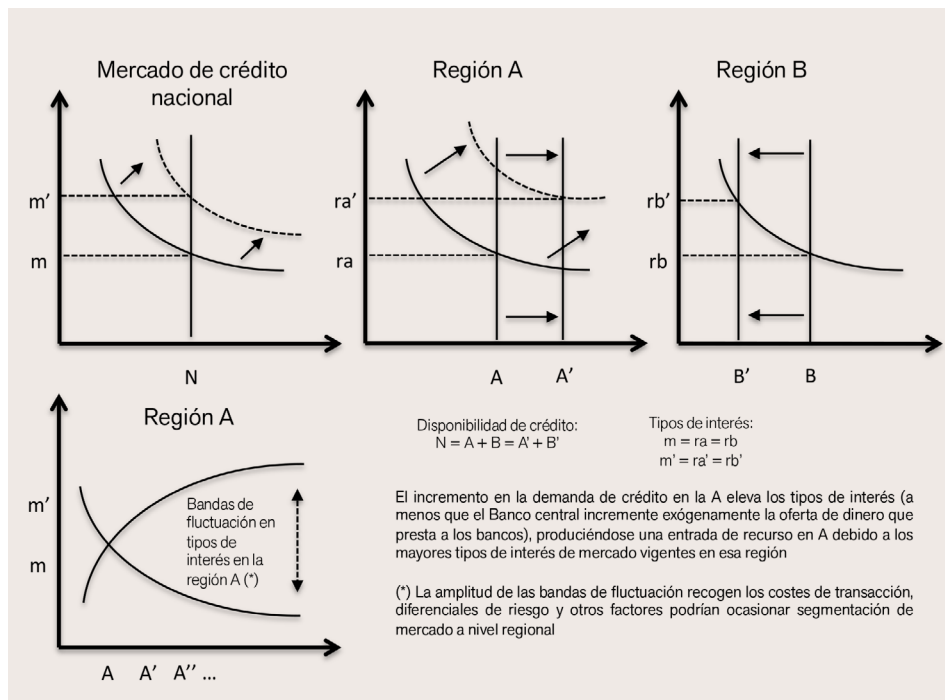
debate sobre la influencia del sistema bancario y las finanzas sobre el crecimiento económico, la proliferación de desequilibrios macroeconómicos y el aumento de la inestabilidad y vulnerabilidad financiera.

2.1. Banca y desarrollo regional

Aunque pueda resultar paradójico, en la mayor parte de los trabajos que estudian la influencia del sector bancario en el crecimiento económico regional se asume que esta influencia es, en el mejor de los casos, neutral, pudiendo ser incluso negativa cuando concurren una serie de circunstancias que, al segmentar los mercados, ocasiona una asignación ineficiente del crédito. Sin embargo, en ausencia de tales circunstancias, el sistema bancario desempeñaría un papel neutral, limitado a la redistribución del crédito entre los distintos mercados regionales atendiendo a la rentabilidad de cada proyecto de inversión, y a la demanda relativa en cada región. De esta forma, las regiones con excedentes de ahorro (sobre sus posibilidades de inversión) se convertirían en exportadoras netas de recursos hacia las que se encuentran en una posición inversa. Huelga decir que este argumento, por supuesto, sólo es válido en un modelo en el que se asume, explícitamente, que el crecimiento económico sólo depende de factores reales (neutralidad monetaria³), y que la inversión siempre está limitada por el nivel de ahorro preexistente. Por lo tanto, desde esta perspectiva teórica se concluye que el sistema bancario es un simple agente asignador de recursos escasos (el ahorro que se transforma en crédito) que tiene por misión dirigir los recursos disponibles desde las regiones más deprimidas económicamente hacia las más dinámicas. De esta forma, la actuación del sistema bancario estaría contribuyendo a una mejor asignación de los recursos, canalizando el ahorro (una vez transformado en créditos) desde las regiones en donde hay menores oportunidades de inversión hacia aquellas en donde hay proyectos que ofrecen una mayor rentabilidad (véase gráfico nº 1). Este enfoque de neutralidad es propio de los modelos de equilibrio general competitivo, en los que se asume que los flujos financieros interregionales son un simple reflejo de las diferencias reales ya existentes entre las economías regionales que componen una economía nacional, y nunca una causa explicativa de ellas.

³ Para una definición formal sobre lo que se entiende por neutralidad monetaria véase Patinkin (1987). Por su parte, los trabajos de Friedman (1969) y Lucas (1972) representan dos claros ejemplos sobre el carácter neutral atribuido por la teoría monetaria ortodoxa al dinero.

Gráfico nº 1. **TEORÍA CONVENCIONAL SOBRE FLUJOS FINANCIEROS INTERREGIONALES**



Fuente: Rodríguez Fuentes (1997: 155).

Flujos financieros y mercados regionales de crédito

Muchos autores, sin embargo, han cuestionado este enfoque de equilibrio competitivo; y no sólo porque hayan advertido que los flujos financieros interregionales pueden perpetuar (o ampliar) las diferencias interregionales en renta, en la medida en que las regiones exportadoras de ahorro verían reducido el volumen de fondos prestables para financiar sus proyectos de inversión y, además, incrementada su dependencia financiera respecto de las regiones más desarrolladas (Myrdal, 1957), sino también por la existencia de factores que interfieren en el arbitraje interregional de fondos (Roberts y Fishkind, 1979; Moore y Hill, 1982 y Dow, 1987c).

Así, por ejemplo, Roberts y Fishkind (1979) identifican tres factores que impiden la existencia de un arbitraje interregional perfecto. El primero de ellos es la disponibilidad y calidad de información sobre las condiciones financieras prevalecientes en cada mercado, lo cual ocasiona una segmentación de los mercados regionales, e impide una asignación eficiente de los recursos. Un segundo elemento es la existencia de activos financieros no homogéneos entre las regiones, lo cual reduce la

sustituibilidad entre ellos, y refuerza la segmentación de los mercados. El tercer elemento es la preferencia por la liquidez, que al variar regionalmente afecta a la sensibilidad de la oferta y demandas regionales de crédito. Al combinar estos tres elementos, los autores concluyen su análisis señalando estos cinco elementos de los mercados regionales de crédito: 1) los tipos de interés regionales pueden diferir de los nacionales, 2) además, pueden fluctuar alrededor de los nacionales entre dos bandas que incluirían las diferencias regionales en costes de transacción, 3) cuanto más aislada se encuentre una región, más amplias serán sus bandas de fluctuación y, por lo tanto, mayor puede ser la variabilidad de sus tipos de interés, al ocasionar mayores costes de transacción y disponer de menos información (y de menor calidad) sobre las condiciones en los mercados de crédito nacionales y mayores costes para obtener esa información, 4) cuanto más aislada se encuentre una región, más inelástica serán la oferta y la demanda de activos regionales, lo cual refleja una mayor dependencia por parte de los prestatarios locales de los recursos bancarios, ya sea porque se trata de demandas de pequeñas empresas, familias o por el mayor aislamiento de los mercados centrales. Por su parte, la mayor inelasticidad de la oferta podría reflejar el mayor riesgo regional percibido por los bancos, así como los mayores costes y dificultades inherentes al proceso de estudio de la calidad crediticia que se registra en los mercados periféricos (menos conocidos por los bancos nacionales). Y, por último, 5) las diferencias regionales en términos de las elasticidades de las curvas IS y LM podrían causar diferentes impactos regionales de la política monetaria nacional (Roberts y Fishkind 1979: 20-2).

Moore y Hill (1982) añaden a los argumentos anteriormente señalados que el arbitraje interregional no es ni automático ni perfecto, máxime cuando existen diferencias importantes en el tamaño tanto de los demandantes (tejido empresarial) como de los oferentes de crédito (entidades bancarias), que hace que los elevados costes de transacción y las distintas posibilidades de acceso a los mercados financieros extraregionales juegue en contra de los intermediarios e inversores locales de menor dimensión. Así, los elevados costes de transacción encarecerían (o incluso impedirían) las operaciones de endeudamiento de menor cuantía en algunas regiones, al sufrir un encarecimiento relativo muy superior (por los costes de transacción) al que sufren las operaciones de mayor cuantía, mientras que las mayores dificultades de acceso a los mercados extraregionales por parte de algunos intermediarios bancarios locales limitaría la oferta regional de crédito, lo cual ocasionaría un mayor aislamiento o segmentación en determinados mercados regionales de crédito.

Una de las aportaciones más originales y relevantes realizada por Dow (1987c) fue la de advertir que, incluso existiendo un sistema bancario integrado nacionalmente, no es probable que todas las regiones se enfrenten a una oferta perfectamente elástica de crédito, ya que si los bancos presentasen una elevada preferencia por la liquidez en esos mercados, no concederían créditos independientemente de que dispusieran de una base regional de depósitos amplia, o que pudieran obtener más fon-

dos para prestar desde su central (en otra región) o acudiendo a otros mercados (interbancario). Por lo tanto, la relevancia de la aportación de Dow (1987c) reside en que reconoce, expresamente, no sólo un factor de oferta muy relevante (la preferencia por la liquidez) que puede limitar la disponibilidad de crédito en una región, sino que además, al reconocer el carácter endógeno de la oferta monetaria, invierte la relación de causalidad entre créditos y depósitos que hasta ese momento se asumía en los análisis realizados. De esta forma, en lugar de considerar que los cambios en la renta regional generan cambios en los depósitos y en los créditos regionales, Dow (1987c) también consideró la posibilidad de que los cambios en la preferencia por la liquidez regional (debidos a una mayor o menor confianza en la economía regional) condujeran a cambios endógenos en la cantidad de crédito regional y, por último, que estos generasen cambios en el ingreso regional. Otra de las aportaciones relevantes realizadas por Dow (1987c) fue la consideración de la estructura del sistema bancario, al incorporar la distinción entre segmentación de mercado e institucional. En su trabajo, Dow se plantea explícitamente si la existencia de un sistema bancario integrado nacional (*branch banking system*) podría alterar las conclusiones alcanzadas en su análisis. Con este planteamiento, esta autora pretendía cuestionar el supuesto de que las regiones se enfrentan a una oferta monetaria horizontal en tipos de interés ya que las sucursales regionales de un banco nacional pueden prestar más de lo que su base regional de depósitos les permite contablemente, al poder siempre obtener recursos desde su sede central. Esto significaría que, en el contexto de no segmentación institucional de mercado, la disponibilidad de crédito no sería un problema regional ya que su oferta sería perfectamente elástica. Sin embargo, Dow sugirió que incluso existiendo un sistema bancario integrado nacionalmente, no es probable que todas las regiones se enfrenten a una oferta perfectamente elástica de fondos, ya que si los bancos presentasen una elevada preferencia por la liquidez en esos mercados, no concederían créditos independientemente de que dispusieran de una base regional de depósitos amplia o que pudiesen solicitar más recursos a su sede central. Desde esta perspectiva, será la preferencia por la liquidez el factor que explique el crecimiento del crédito en la región y no la base de depósitos o reservas. Por lo tanto, y a pesar de considerar a la oferta monetaria como endógena al sistema, la disponibilidad de crédito podría todavía constituir un problema regional.

La teoría neokeynesiana

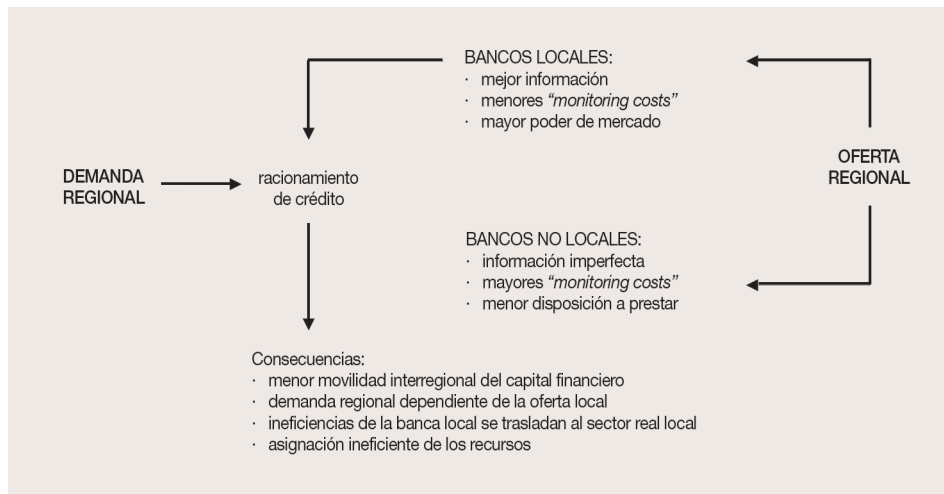
Algunos autores han estudiado el papel del sistema bancario en el desarrollo regional a partir de la teoría neokeynesiana sobre el racionamiento del crédito, con la finalidad de identificar los factores que podrían ocasionar la segmentación de los mercados regionales de crédito. Al contrario de lo que se asume en los modelos de equilibrio general, que parten del supuesto de existencia de una perfecta movilidad interregional del capital, la literatura neokeynesiana se centra en el análisis de cómo la existencia de información asimétrica e imperfecta podría generar una baja movili-

dad del capital y, también, conducir a una asignación ineficiente de los recursos financieros, al dar origen a situaciones de racionamiento en los mercados de crédito regionales.

La literatura neokeynesiana señala que la existencia de segmentación en los mercados financieros regionales hace que los bancos locales tengan un poder de mercado superior al que tendrían de no existir tal segmentación (véase, por ejemplo, Samolyk 1989, 1991 y 1994, Greenwald *et al.*, 1993 y Faini *et al.*, 1993). De esta forma, la creación y extensión del crédito en una región depende, en gran medida, de los bancos locales, y fundamentalmente de la composición de sus balances y cuentas de resultados. Además, el mayor poder de las entidades locales no puede ser contrarrestado por los bancos nacionales, ya que los primeros disponen de información de mayor calidad de la que disponen las instituciones financieras de fuera (*outsiders*). Esta información superior les permite no sólo identificar las mejores oportunidades de negocio, sino ejercer una mejor supervisión (*monitoring costs*) de la marcha de las mismas a un menor coste que los bancos no locales. Todo ello convierte a los demandantes regionales de crédito en más dependientes de los bancos locales, reduciéndose así las opciones financieras realmente disponibles para los pequeños inversores locales. Por todo ello, los bancos locales desempeñan un papel central en el suministro de crédito a la región, ya que si estos fallan en su función de proveedores de crédito, no podrán ser sustituidos por otras instituciones de fuera debido a la existencia de información incompleta en el mercado.

Varios trabajos empíricos, que han aplicado la teoría neokeynesiana de racionamiento del crédito a escala regional, han aportado pruebas sobre la influencia (negativa) del sistema bancario en el desarrollo regional (Samolyk 1991 y 1994 y Faini *et al.* 2003). Por ejemplo, Samolyk (1991 y 1994) estudió la relación entre el crecimiento regional y algunas variables crediticias regionales, entre las que se incluyen algunos ratios bancarios, con el objeto de determinar si los bancos locales influyen en la evolución del crédito regional y en la marcha de la economía. En concreto, la hipótesis objeto de contrastación en el trabajo de Samolyk fue que la existencia de costes de información podría conducir a un cierto grado de racionamiento en los mercados de crédito regionales en regiones que sufrían problemas financieros, mientras que esta situación no era probable que se registrase en regiones que no presentaban tales problemas. Las conclusiones de este trabajo fueron que «las condiciones de la banca local explicaban más el crecimiento del ingreso real en estados donde la calidad de los créditos bancarios ha sido muy baja, que en aquellos en donde las condiciones bancarias eran relativamente mejores» (Samolyk 1994: 259), lo cual fue interpretado como una prueba del poder de la banca local para influir en la economía regional, en este caso de forma negativa.

Gráfico nº 2. **TEORÍA NEOKEYNESIANA SOBRE EL RACIONAMIENTO DE CRÉDITO EN LOS MERCADOS FINANCIEROS REGIONALES**



Fuente: Rodríguez Fuentes (1997: 138).

Faini *et al.* (1993) y Messori (1993) también han analizado la relación entre, por una parte, el poder de monopolio de los bancos locales y su grado de eficiencia y, por otro, el atraso económico de la regiones del Sur de Italia. En su análisis, Faini *et al.* (1993) concluyen que la baja productividad de las regiones del sur de Italia se explica por las ineficiencias del sector financiero en esa región, así como por la existencia de asimetrías en la información y segmentación de los mercados financieros regionales. En este mismo sentido, Messori (1993) también concluye que la ineficiencia de los bancos del Sur de Italia es uno de los factores que explica los diferenciales de interés existentes entre el norte y el sur del país.

El estudio de la segmentación de los mercados financieros regionales ha sido también abordado desde el punto de vista empírico por McKillop y Hutchinson (1990), Hutchinson y McKillop (1990), Bias (1992) y Amos (1992), entre otros. McKillop y Hutchinson (1990) y Hutchinson y McKillop (1990) analizaron la segmentación de los mercados financieros en el Reino Unido; en concreto, estos trabajos se proponen responder a la pregunta de si existen diferencias en el coste de financiación entre las distintas regiones del Reino Unido y, en segundo lugar, si los bancos del norte (Irlanda del Norte) tenían una base de depósitos proporcionalmente más reducida y una mayor preferencia por la liquidez en las etapas de recesión. Estos autores concluyen que existe evidencia de diferencias regionales en términos del coste real de endeudamiento (McKillop y Hutchinson 1990: 29-31) aunque no sobre la existencia de un límite global en la oferta regional de crédito en Irlanda del Norte como consecuencia de estas diferencias (Hutchinson y McKillop 1990: 428-30).

Por el contrario, Bias (1992) sí encontró confirmaciones empíricas que sugerían la existencia de segmentación en los mercados financieros regionales en EE.UU., al encontrar diferencias regionales significativas en términos de la sensibilidad al tipo de interés nacional de algunas variables regionales.

Amos (1992) también interpreta la correlación entre las quiebras bancarias regionales en EE.UU. y algunas variables representativas de la estructura económica sectorial de las regiones norteamericanas como una prueba de la existencia de segmentación en los mercados bancarios regionales; conclusión que se repite en un estudio posterior (Amos y Wingender 1993), que revela una estrecha correlación entre el crédito y el nivel de renta regional en EE.UU.

La teoría postkeynesiana

Mientras que para los autores neokeynesianos la existencia de información imperfecta y asimétrica es el factor explicativo del racionamiento en los mercados crediticios regionales, al impedir una redistribución eficiente del crédito entre las regiones, e incluso ocasionar un racionamiento del mismo al otorgar poder de mercado a las entidades locales e impedir la competencia perfecta con las entidades no locales (véase gráfico nº 2), los economistas postkeynesianos insisten en la relevancia de los factores que determinan la creación de crédito, y no sólo su redistribución regional. Por lo tanto, desde la perspectiva postkeynesiana, la cuestión relevante a abordar no es la de analizar por qué algunas regiones atraen más crédito que otras (el reparto del crédito), sino por qué los oferentes (bancos) y demandantes de crédito (inversores) de determinadas regiones no están dispuestos a prestar y endeudarse, respectivamente (la creación de crédito). Para desarrollar su argumento, los autores postkeynesianos se apoyan en dos elementos innovadores, no contemplados en la literatura neokeynesiana: (1) el nivel de desarrollo financiero, que es abordado por medio del modelo de las etapas de desarrollo bancario formulado por Chick (1986 y 1988), y (2) los cambios en la preferencia por la liquidez de todos los agentes implicados en el proceso de creación de crédito, a saber, los ahorradores, los oferentes de crédito (entidades bancarias) y los demandantes (inversores).⁴

Aunque existen algunos paralelismos o puntos comunes entre las teorías neokeynesiana y postkeynesiana, sin embargo, una inspección más detallada de ambas corrientes dejaría al descubierto grandes puntos de discrepancia entre las mismas. Así, por ejemplo, una característica de la teoría postkeynesiana es que no restringe su análisis a la oferta de crédito (el papel de los bancos locales), ya que considera que la oferta y la demanda de crédito son interdependientes puesto que la

⁴ En Chick y Dow (1988) y Dow (1987a y 1988) se ofrece el marco teórico en el que se ha desarrollado la mayor parte del análisis postkeynesiano referido al crédito regional, mientras que en Dow (1987b) se aplica tal esquema a las economías abiertas, y en Dow (1990a y 1992d) y Chick (1993a) se analizan las experiencias de Canadá, Escocia y la Unión Europea, respectivamente.

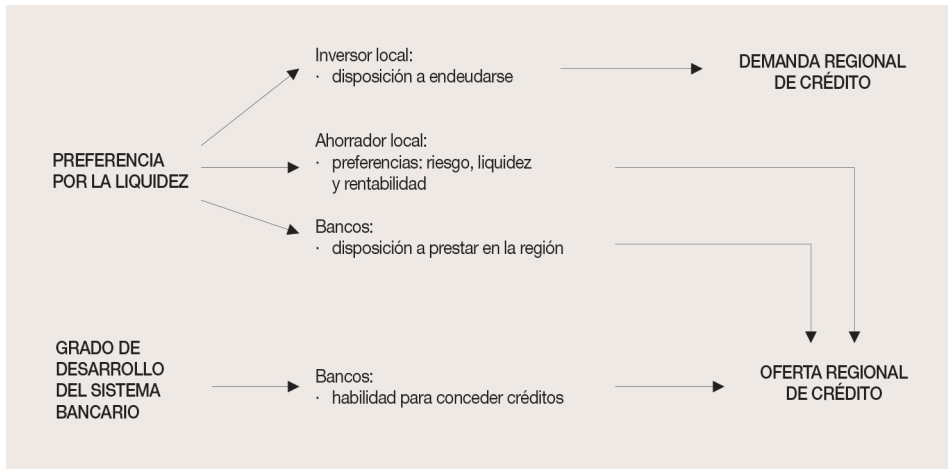
primera está parcialmente determinada por la segunda. Sin embargo, y como ya se señaló con anterioridad, la literatura neokeynesiana se ha concentrado, principalmente, en las consecuencias de la existencia de información incompleta en los mercados regionales de crédito sobre la oferta de crédito. Para los autores neokeynesianos el débil crecimiento del crédito regional se explica por la baja disposición de los bancos (locales y no locales) a suministrar crédito; se trata, pues, exclusivamente de un problema de oferta ocasionado por un fallo del mercado.

Sin embargo, para los autores postkeynesianos el débil crecimiento del crédito en una región también podría ser explicado por factores que operan desde el lado de la demanda; por ejemplo, por la existencia de una elevada preferencia por la liquidez de los inversores regionales, lo que les conduciría a no invertir, no endeudarse, no demandar créditos. Por lo tanto, desde la óptica postkeynesiana, no es posible llegar a obtener un conocimiento pleno del proceso de creación de crédito a escala regional si sólo nos detuviéramos en uno de los factores que operan sobre él (la oferta); sería necesario analizar tanto el comportamiento de los oferentes como de los demandantes, pues es la interacción entre ambos lo que determina la cantidad de crédito finalmente creada en la región. De este modo, una situación de débil crecimiento del crédito en una región no tendría por qué ser siempre interpretada como un tratamiento discriminatorio por parte de los bancos hacia esa región, ya que esta situación podría ser también explicada por un débil comportamiento de la demanda de crédito en la región. De hecho, los bancos conceden crédito porque alguien lo solicita. En este sentido, es evidente, pues, que ningún banco puede prestar más si ningún inversor está dispuesto a endeudarse en la región. Es por esto que Dow (1992d) ha señalado que el bajo crecimiento del crédito en determinadas regiones es probable que sea explicado por lo que ella ha denominado como «comportamiento financiero defensivo» (*defensive financial behaviour*) del conjunto de agentes regionales, más que por un trato discriminatorio concedido por el sistema bancario a determinadas regiones. Este tipo de comportamiento se corresponde con la existencia de una elevada preferencia por la liquidez, que conduce a una baja disposición por parte de los oferentes (bancos) y demandantes de crédito (inversores) a prestar y endeudarse, respectivamente (véase gráfico n° 3).

En el gráfico n° 3 se muestran los distintos elementos que, de acuerdo con la teoría postkeynesiana, resultan determinantes a la hora de analizar los mercados regionales de crédito. Del análisis de los elementos recogidos en el gráfico se desprenden dos conclusiones importantes. Primero, que el análisis de la disponibilidad de crédito regional exige tener en cuenta tanto a los factores que afectan a la oferta como a la demanda regional de crédito. Segundo, la existencia de una interrelación entre la oferta y la demanda de crédito, al estar ambas influidas por la variable preferencia por la liquidez. Por su parte, desde el lado de la oferta deben considerarse dos variables: la preferencia por la liquidez regional y el nivel de desarrollo bancario. Este último determina, como se sabe, la habilidad de los bancos para extender el cré-

dito, independientemente de su base de depósitos a escala regional o nacional. Así, cuanto más bajo sea el nivel de desarrollo del sistema bancario regional, más dependerá el crecimiento del crédito regional de las reservas bancarias regionales. Esto implica que el crecimiento del crédito en economías regionales que presentan sistemas bancarios poco desarrollados puede estar constreñido por la existencia de un nivel reducido de depósitos, o ahorro. Sin embargo, desde el momento en que el sistema bancario se desarrolla, lo anterior ya no es aplicable, pues ahora el crecimiento del crédito depende más del comportamiento de los bancos y de los demandantes de crédito que de las manipulaciones exógenas de la oferta monetaria por parte del banco central.

Gráfico n° 3. UN ESQUEMA DE LA TEORÍA POSTKEYNESIANA SOBRE LA DISPONIBILIDAD DE CRÉDITO REGIONAL



Fuente: Rodríguez Fuentes (1997: 141).

En lo que respecta a la preferencia por la liquidez, su influencia sobre el comportamiento del crédito bancario se manifiesta tanto a través de la oferta (bancos o prestamistas) como de la demanda (inversores o prestatarios). Desde el lado de la oferta, la preferencia por la liquidez afectará a la disposición de los bancos a prestar cuando el riesgo percibido en la región es elevado, o es muy difícil de cuantificar de forma precisa y objetiva.⁵ Una cuestión relacionada con esta última es la de si los bancos siempre pueden medir el riesgo crediticio regional o si, por el contrario, existen situaciones en las que éste no puede ser cuantificado de forma objetiva como consecuencia de la existencia de incertidumbre. Por otra parte, hay que tener en cuenta que la preferencia por la liquidez de los bancos no sólo viene determinada

⁵ Este argumento coincide con el principio nekeynesiano de información imperfecta y asimétrica.

por factores tales como las expectativas de crecimiento regional, el grado de inestabilidad mostrado históricamente por la región, etc., sino que puede ser influida por las condiciones monetarias, financieras y crediticias creadas por el banco central en los mercados nacionales.

También se sugirió con anterioridad que los cambios en la preferencia por la liquidez podían ejercer un efecto sobre la demanda de crédito (inversores y ahorradores regionales). Por ejemplo, una mayor preferencia por la liquidez puede generar un cambio en las carteras de los ahorradores hacia posiciones más seguras y líquidas. Si estos activos menos arriesgados y líquidos no pueden ser adquiridos en los mercados regionales porque no existen agentes que los suministren, el cambio hacia posiciones más seguras podría generar salidas de recursos financieros desde estas regiones hacia otras en las que sí estuvieran disponibles tal tipo de activos. El hecho de que ese flujo de salida de fondos hacia otras regiones reduzca la cantidad de fondos prestables en la región, o no, dependerá de dos factores: a) del grado de desarrollo del sistema bancario regional, y b) del propio efecto que tal salida de fondos pueda tener sobre la preferencia por la liquidez de los bancos regionales.

Asimismo, un deterioro de las expectativas de crecimiento de la economía regional (mayor preferencia por la liquidez) podría reducir la demanda regional de crédito en la medida en que estas peores expectativas podrían ralentizar o posponer en el tiempo las inversiones previstas en la región. Sin embargo, un mayor optimismo podría elevar la demanda regional de crédito y, en la medida en que el sistema bancario también sea cómplice de tal optimismo y pueda responder al incremento en la demanda, se daría lugar a un incremento en la cantidad de crédito regional.

Dado que tanto la función de demanda como la de oferta de crédito dependen de la preferencia por la liquidez, ambas funciones son interdependientes. Además, esta interdependencia hace muy difícil identificar si existe racionamiento en el mercado de crédito regional. Algunos autores han intentado analizar esta cuestión contrastando si algunas regiones exhiben participaciones decrecientes a largo plazo en el total de crédito bancario nacional, y no han encontrado confirmación empírica en este sentido. Porteous (1995), por ejemplo, ha aportado alguna prueba empírica de la experiencia australiana y canadiense entre los años 1950-84 y 1975-90, respectivamente, concluyendo que, en su conjunto, «existe muy poco apoyo empírico concluyente acerca de la discriminación sistemática por parte de los bancos nacionales en el sentido de participaciones decrecientes en el crédito a largo plazo [para algunas regiones] o en términos de racionamiento».

Sin embargo, la teoría postkeynesiana no predice una tendencia decreciente a largo plazo en las participaciones crediticias de las regiones periféricas, sino que sostiene que el comportamiento del crédito en estas regiones presenta un patrón más inestable que el que se registra en las regiones centrales y más desarrolladas. Esta inestabilidad se traduce en mayores crecimientos y decrecimientos en el crédito ban-

cario en estas regiones durante las fases expansivas y recesivas del ciclo económico, respectivamente.⁶

Por lo tanto, y en la medida en que en una economía desarrollada el volumen de crédito bancario pudiera no estar limitado por las reservas bancarias, la cuestión a considerar no es la de cómo se reparte regionalmente una cantidad fija de crédito nacional, sino cómo se crea o se destruye el crédito en cada región. Por lo tanto, la cuestión empírica no puede limitarse a la comparación entre las cifras de créditos y depósitos regionales, sino al análisis de los factores que determinan la decisión de ofrecer y demandar crédito. Además, la comparación de las cifras regionales de créditos y depósitos podría ser confusa ya que su relación no tiene por qué ser constante. Por ejemplo, se podría esperar que el crédito crezca durante las expansiones debido a la menor preferencia por la liquidez de los prestamistas (bancos) y prestatarios (inversores). Sin embargo, lo que ocurra con las cifras de depósitos regionales dependerá de si los flujos de crédito se desvían hacia la financiación de gastos fuera de la región (importaciones, inversiones en activos financieros e inmobiliarios de otras regiones, etc.). Por lo tanto, un elevado ratio créditos/depósitos regionales podría darse durante los períodos expansivos en la regiones periféricas o menos desarrolladas, ya que el crecimiento de éstas es probable que se filtre hacia el exterior a través del incremento de sus importaciones.

No obstante, lo que ocurre en las recesiones es más difícil de prever. Durante una recesión se espera que tanto la demanda como la oferta de crédito decrezcan como consecuencia de la mayor preferencia por la liquidez de los inversores y los bancos. Por lo tanto, es difícil determinar si el menor crecimiento del crédito durante las recesiones es una prueba de la existencia de cierto racionamiento en el mercado regional, pues tanto la oferta como la demanda se han desplazado en el mismo sentido. Sin embargo, podría existir algún racionamiento de la demanda de crédito en la medida en que ciertas demandas de crédito, las ligadas a los procesos productivos no especulativos, no descenderán. Al mismo tiempo, la mayor preferencia por la liquidez también podría exacerbar la salida de fondos en manos de los ahorradores locales hacia otros mercados más seguros y líquidos (regiones centrales), pues en ellos sí que se ofrecen títulos con unas combinaciones riesgo-liquidez más adecuadas a las preferencias de aquellos ahorradores que manifiestan aversión al riesgo (como los títulos ofertados por las grandes empresas y el sector público). No obstante, si el ratio crédito/depósito crece o decrece durante la recesión, dependerá de la magnitud de los factores mencionados (descenso de la demanda y oferta de crédito y salida de recursos financieros hacia otros mercados). Ninguna relación determinística puede ser establecida a priori, ya que algunas de las variables incluidas en el

⁶ En Dow (1993a: 38-40) se ofrece una descripción más detallada al respecto. Por su parte, los capítulos 2 y 5 de Minsky (1982) ofrecen una completa descripción de la relación entre la creación/destrucción de crédito y las fases del ciclo económico.

análisis son difíciles de cuantificar y prever, como puede ser el caso de los cambios en la preferencia por la liquidez de los agentes financieros regionales.

2.2. Finanzas y desarrollo regional

A partir del trabajo pionero de King y Levine (1993a) se ha consolidado una línea de investigación que, bajo el rótulo «*finance-growth nexus*», y haciéndose eco de las observaciones hechas antes por autores como Walter Bagehot, Josep Schumpeter, Raymond Goldsmith, Ronald McKinnon (1973) y Edward Shaw, por ejemplo, respecto del papel del sistema financiero en el crecimiento económico⁷, se ha propuesto analizar la relación entre las finanzas y el desarrollo económico.⁸

Aunque tanto en el campo de la teoría del crecimiento (Lucas, 1988) como del desarrollo (Stern, 1989) se han obviado los elementos financieros, tanto la investigación empírica como los desarrollos teóricos recientes alcanzados por esta nueva corriente sugieren la existencia de una relación positiva entre el desarrollo financiero y el crecimiento económico (Levine, 1997: 688). En concreto, Levine resalta que los resultados empíricos alcanzados en esta línea de investigación confirman que el nivel de desarrollo financiero constituye un buen predictor de las futuras tasas de crecimiento económico, de acumulación de capital y de cambio tecnológico; y que también los estudios de corte transversal y los casos de estudio (ámbito de empresa o industria) muestran que el desarrollo financiero afecta a la velocidad y al patrón de crecimiento. Todos estos resultados vendrían a demostrar la existencia de un nexo entre las finanzas y el desarrollo.

Al contrario de lo que se sostiene en los modelos de crecimiento económico de corte neoclásico (Lucas, 1988), o en los modelos de financiación empresarial de la supuesta irrelevancia de la elección de las fuentes de financiación (Modigliani y Miller, 1958), que no reconocen ninguna relevancia a los aspectos financieros en el crecimiento, en la literatura «*finance-growth*» se reconoce expresamente la influencia del sector financiero sobre el crecimiento a través de tres vías: (1) el aumento de la tasa de ahorro, que permitiría aumentar la oferta de recursos prestables; (2) el aumento de la eficiencia bancaria, que al permitir reducir los costes de intermediación garantizaría una menor «pérdida» de recursos en la labor de transformación de activos que realizan los intermediarios bancarios; y (3) un aumento en la productividad del capital, al mejorar la asignación del capital y dirigir la financiación hacia los pro-

⁷ Véase, por ejemplo, las referencias que se hacen a tales autores en Pagano (1993: 613), Jayaratne y Strahan (1996: 639-40), Levine (1997: 688), Rajan y Zingales (2001: 468) y Arestis (2005: 1-3).

⁸ Una buena muestra de la rápida consolidación de esta línea de investigación es, además de las innumerables contribuciones publicadas desde entonces, la publicación del artículo de Ross Levine en el destacado *Journal of Economic Literature*, así como los artículos de Maxwell Fry, Ajit Singh, Philip Arestis y Panicos Demetriades en la sección «*controversy*» del número 107 del *Economic Journal*, todos publicados en el año 1997.

yectos económicamente más rentables (Pagano, 1993: 614-5). De entre estos tres argumentos, es el último –el que insiste en los efectos de la mejora de la eficiencia del sector bancario sobre la productividad del capital– el que se considera más importante, tanto teórica como empíricamente. Sin ir más lejos, en un reciente trabajo (Barajas *et al.*, 2013) se concluye que la contribución del sector financiero al crecimiento se consigue mediante la reducción del «*output-gap*» entre el nivel de eficiencia potencial, que los autores del trabajo calculan para distintos grupos de países mediante la estimación de una «frontera de posibilidades financieras», y el nivel real de eficiencia calculado a partir de distintos ratios bancarios. Con veinte años de antelación a la publicación de este último trabajo, otros autores que analizaban la contribución del sistema financiero al desarrollo regional en Italia concluían lo siguiente: «las instituciones financieras del Sur han contribuido, junto con otros muchos factores, al menor desarrollo de Italia porque no han tenido éxito en su función de canalizar los recursos financieros a las empresas y proyectos con mayores tasas de rentabilidad social» (Faini *et al.*, 1993: 161). En concreto, para Faini *et al.* (1993) el menor desarrollo económico del Sur era resultado de un «*efficiency-gap*» en la industria financiera que erosionaba la rentabilidad del factor capital en esa región de Italia, y que se traducían en la existencia de mayores costes operativos, una menor calidad de los préstamos bancarios (mayor morosidad), un menor desarrollo de productos y servicios financieros y mayores tipos de interés aplicados en los préstamos concedidos.

Sin embargo, más allá de este reconocimiento de la influencia positiva que ejercen los intermediarios bancarios en el desarrollo mediante una mejora de la eficiencia de los proyectos de inversión que financian, algunos autores han reclamado también la necesidad de tener presente otros elementos igualmente relevantes que, por aplicación de determinados supuestos, normalmente se excluyen del análisis. Así, por ejemplo, Stiglitz (1989) ha advertido de la necesidad de reconocer que «la asignación del capital [recurso financiero] es una tarea mucho más compleja que lo que sugiere el paradigma simple de la oferta y la demanda», y que resulta desconcertante que los «economistas de Chicago» sigan formulando propuestas que se sostienen en tres supuestos que él considera erróneos: a) que los mercados de capitales son simplemente como los de mesas y sillas, b) que el mercado libre de restricciones, ya sea para sillas, mesas o capitales, asegura siempre la asignación Pareto-eficiente de los recursos; y c) que las políticas que pretenden empujar a la economía hacia las posiciones del libre mercado siempre logran mejorar el bienestar (Stiglitz, 1989:61). Posteriormente, y de forma explícita, Stiglitz añadía a su análisis la necesidad de tener presente que la liberalización de los mercados (o el aumento de la competencia) no sólo no siempre conduce a una mayor eficiencia en la asignación del crédito, sino que incluso puede aumentar la inestabilidad financiera y, por ende, interferir en el crecimiento (Stiglitz, 1993:348).

Por lo tanto, de las observaciones señaladas por Stiglitz (y también otros muchos autores) se podría inferir que, al estar asumiendo supuestos irreales, cuando no falsos, es muy probable que buena parte de la investigación que se ocupa del análisis de la influencia del sector financiero en el crecimiento esté omitiendo variables relevantes. Hace años, también James Tobin confesaba su escepticismo acerca de que el funcionamiento libre del mercado pudiera asegurar la eficiencia del sistema financiero, y por ello manifestó su visión contraria a las corrientes de liberalización y desregulación que se propugnaban en ese momento con el propósito de garantizar la eficiencia del sistema (Tobin, 1984: 2).

Aunque mayoritariamente la literatura «*finance-growth*» se centra en comparaciones y análisis para grupos de países a nivel internacional, también existen algunas aportaciones que se han interesado por el estudio de esta cuestión a escala regional. Un ejemplo de estas contribuciones son los trabajos de Guiso *et al.* (2004), Carbó *et al.* (2003), Carbó y Rodríguez (2004), Hasan *et al.* (2009) y Kendall (1992). Estas contribuciones, por tanto, deberían añadirse a las otras corrientes de investigación en el campo de las finanzas regionales identificadas previamente en el *survey* de la literatura que se presenta en Dow y Rodríguez Fuentes (1997).

Carbó y Rodríguez (2004) analizan la relación de causalidad entre algunas variables financieras y bancarias (regionalizadas) y el crecimiento económico regional en las 17 comunidades autónomas españolas durante el período 1993-99. Los resultados obtenidos por estos autores revelan una causalidad inversa a la obtenida en King y Levine (1993a), pues obtienen que el PIB regional predice la evolución del desarrollo financiero en la mayor parte de las regiones españolas. Sin embargo, este resultado, advierten los autores, está en la línea de lo señalado en los trabajos teóricos de Greenwood y Jovanovic (1990) y Galetovic (1996).

Hasan *et al.* (2009) analizan la relación *finance-growth* en 147 regiones (NUTS-2) de 11 países de la UE, en el período comprendido entre 1996 y 2004. Los resultados de este trabajo confirman la existencia de una relación positiva entre distintos indicadores de «calidad» bancaria (ratios de eficiencia bancaria) y el crecimiento económico regional. Entre sus conclusiones merece la pena destacar que, entre las tres vías de influencia del sistema bancario en el crecimiento regional (el aumento del volumen de crédito, el aumento de la eficiencia bancaria, y la interacción entre ambas), en las regiones más maduras el factor más decisivo es siempre el aumento de la eficiencia bancaria y los servicios prestados, y no tanto el aumento del volumen de crédito.

El trabajo de Kendall (1992) confirma la existencia de un vínculo entre el infra-desarrollo del sector bancario local y el menor ritmo de crecimiento en 209 distritos de nueve estados de la India, entre los años de 1991 y 2001. Sin embargo, en este trabajo también se concluye que esta relación positiva tiende a desvanecerse conforme

aumenta el nivel de desarrollo (medido por el nivel de capital humano de cada región).

Con carácter general, podríamos concluir este epígrafe señalando que la literatura empírica que aborda el estudio de la relación entre las finanzas y el crecimiento económico a nivel regional confirma la existencia de una relación positiva entre ambas variables. No obstante, tanto en la literatura que aborda este tema desde el plano regional, como la que lo ha hecho desde el de los países, se mencionan algunos elementos que merece la pena tener presentes para una correcta interpretación de sus resultados, y que pasamos a comentar seguidamente.

- *Causalidad, magnitud y modulación del efecto «finance-growth»*

Una de las incógnitas siempre presentes en esta literatura es la de la dirección de causalidad entre las finanzas y el crecimiento. Aunque Levine (1997) señala que la investigación empírica indica que el nivel de desarrollo financiero constituye un buen predictor del crecimiento económico, y que los numerosos estudios de corte transversal y los casos de estudio (a nivel de empresa o industria) muestran que el desarrollo financiero afecta a la velocidad y al patrón de crecimiento, este mismo autor advierte de la existencia de «terceros factores» relacionados con el marco legal e institucional de cada país que podrían influir en estos resultados (Levine, 1997: 690). Asimismo, este mismo autor advierte de la influencia que ejercen los cambios en las telecomunicaciones, la informática, las políticas dirigidas a los sectores no financieros, las instituciones y el propio nivel de desarrollo económico en la calidad de los servicios financieros y en la propia estructura del sector (Levine, 1997: 721). Por lo tanto, teniendo en cuenta todos estos elementos, así como la obvia observación de que el desarrollo económico también estará influido por la política de desarrollo que deliberadamente se impulsa (o no) en cada estado, es necesario resaltar que la causalidad estadística que revelan los trabajos empíricos debe interpretarse con mucha cautela.⁹

- *Los riesgos potenciales de la liberalización financiera*

Algunos autores advierten que, además de influir positivamente en el crecimiento, el desarrollo financiero también puede dar lugar a un aumento de la vulnerabilidad financiera (Stiglitz, 1993) y una mayor variabilidad del *output*, lo cual puede ocasionar efectos no despreciables en los países (y regiones) menos desarrolladas (Méon y Weill 2010). Por este motivo, algunos autores (Arestis, 2005 y Arestis y Demetriadis, 1997 y 1998) han advertido de los múltiples riesgos implícitos en las medidas que, buscando reforzar la relación entre las finanzas y el desarrollo mediante la eliminación de la llamada «represión financiera» (véase Greenwood y Jovanovic,

⁹ Véase, por ejemplo, FitzGerald (2007: 11-16).

1990), promueven la liberalización del sector financiero para garantizar una asignación más eficiente de los recursos financieros.

- *¿Sólo cuando hay fallos de mercado?*

Aunque los modelos de crecimiento endógeno reconocen que los factores financieros influyen en el crecimiento mejorando la eficiencia asignativa del capital financiero (Pagano, 1993), hay que tener presente que esta mejora es siempre resultado de la existencia de un fallo de mercado (asimetrías de información), que otorga a los intermediarios bancarios un papel fundamental sólo por la imposibilidad de que los mercados sean capaces de identificar los proyectos más rentables y financiarlos directamente. De este modo, tal y como se sostiene en los modelos convencionales que se construyen a partir de la teoría monetaria nekeynesiana (que fueron revisados en el apartado anterior), también en estos modelos *finance-growth* se destierra la posibilidad de que el sector bancario pueda desempeñar un papel positivo en el crecimiento en ausencia de fallos de mercado, o que incluso en presencia de estos fallos, las diferencias de comportamiento entre las entidades que componen el sector bancario puedan ocasionar resultados dispares a escala regional.¹⁰

3. CONCLUSIONES Y PERSPECTIVAS

En este trabajo hemos ofrecido una visión panorámica de la investigación centrada en el estudio de la influencia del sector financiero en el crecimiento regional. Al contrario de lo que decíamos hace no muchos años (Dow y Rodríguez Fuentes, 1997), sobre esta cuestión existe ya una literatura abundante, y constituye un tema de preocupación e interés en la agenda política (al menos cuando por «regional» entendemos países que forman parte de un área monetaria, o grupos de países que conforman un bloque relativamente homogéneo en el plano mundial).

Pero a pesar del incremento experimentado en los últimos lustros en el número de publicaciones al respecto, no creo que podamos decir que el radio de acción que cubre la literatura especializada se haya ampliado, sino todo lo contrario. Y esto obedece, en nuestra opinión, al hecho de que el planteamiento de las cuestiones se sigue haciendo desde el principio de la neutralidad monetaria y financiera implícito en la teoría económica convencional. Por este motivo, las consecuencias regionales derivadas de las decisiones de política monetaria o la actuación del sistema financiero siempre se identifican con la generación de fluctuaciones (inestabilidad) en el *output* (a corto plazo) o inflación (largo plazo), o el racionamiento del crédito en algunas regiones, al existir fallos de mercado (información asimétrica, elevados costes de transacción, o segmentación institucional, por ejemplo) que impiden la existen-

¹⁰ Ver, por ejemplo, las reiteradas apelaciones o críticas a la banca española para que conceda crédito.

cia de flujos financieros interregionales que garanticen una igualación de las condiciones financieras en todos los mercados regionales. Pero resulta necesario advertir, porque en ocasiones se pasa por alto, que estos resultados son inevitables en un modelo en el que el dinero (entiéndase, el crédito) constituye un elemento extraño, o ajeno al sistema, que no es considerado como un factor necesario para la producción, y sólo es visto como un elemento que facilita el intercambio. Y es importante que resaltemos esto en las conclusiones, porque si de verdad queremos avanzar, y no seguir replicando los mismos resultados, resulta más que conveniente ampliar el campo de juego, e introducir otros supuestos, siendo conscientes de que la forma en que acotamos la realidad objeto de estudio está influida por nuestro modo de pensamiento, y que el estudio de la realidad puede abordarse desde diversas ópticas que pueden aportar distinto tipo de información sobre un mismo suceso (Dow, 2012).

Cuadro n° 1. **CONOCER MÁS Y CONOCER MEJOR**

		Resultado:
Conocer más	<ul style="list-style-type: none"> • Aplicando el conocimiento existente a diferentes escenarios: espaciales o temporales 	✓ Replicación del conocimiento existente
	<ul style="list-style-type: none"> • Mejorando las técnicas y herramientas empleadas en el campo empírico 	✓ Mayor precisión y ajuste de los resultados
	<ul style="list-style-type: none"> • Mejorando la medición de las variables 	
Conocer mejor	<ul style="list-style-type: none"> • Reorientando el conocimiento actual a la luz de la nueva evidencia y experiencia 	✓ Creación de conocimiento (mayor comprensión)
	<ul style="list-style-type: none"> • Aproximándose al tema desde diversas perspectivas, aplicando un mayor pluralismo metodológico 	✓ Descubrimiento de relaciones o mecanismos antes no considerados, o reinterpretación de los existentes
	<ul style="list-style-type: none"> • Identificando nuevos enfoques, mecanismos y variables relevantes 	

Fuente: Elaboración propia.

Por supuesto, entre los trabajos que hemos revisado en este artículo hay contribuciones que se han aproximado a este campo desde un principio de no neutralidad monetaria; pero atendiendo a los números, hay que admitir que estos constituyen una minoría. No se trata de menospreciar lo hecho hasta ahora; se trata de complementar el análisis con otras perspectivas que nos ayuden a entender mejor los resultados que hemos obtenido hasta la fecha. Haciendo un balance de los trabajos publicados, podemos concluir que hoy conocemos mejor la relación entre las finanzas y

el crecimiento regional que hace veinte o treinta años, pero que, indudablemente, todavía existe margen para conocer mejor los mecanismos de interrelación.

Hoy conocemos más gracias a los innumerables trabajos empíricos que se han ocupado de aplicar teorías conocidas en distintos escenarios (entre distintos países en un mismo instante del tiempo, o entre distintos instantes del tiempo en un mismo país o grupos de países, por ejemplo) para comparar resultados y extraer conclusiones generales; o de repetir los análisis para introducir las últimas innovaciones en el campo de las herramientas analíticas. Es obvio que hoy sabemos más porque disponemos de mejores instrumentos, herramientas e información para validar o refutar hipótesis. Sin ir más lejos, Levine (1997: 703-4) señalaba hace unos años que, desde los tiempos de Goldsmith (1969), se ha avanzado mucho en la superación de los obstáculos y limitaciones de las contribuciones pioneras que resaltaban la importancia del desarrollo financiero para el crecimiento. Y es obvio que los economistas disponemos ahora de muchos más modelos sofisticados, bases de datos y medios técnicos para su procesamiento que hace cuarenta años. Pero eso no significa, necesariamente, que las conclusiones y los resultados que obtenemos hoy hayan significado un verdadero progreso en nuestro conocimiento, porque en muchas ocasiones uno tiene la impresión de que, realmente, detrás del supuesto avance sólo se esconde una mayor capacidad y nivel de destreza para disfrazar nuestra ignorancia con ropajes elegantes, de carácter técnico, que sólo persiguen elevar al rango de *relevante* lo que sólo es *elegante*, cuando no *irrelevante* o simplemente *falso*.

Por eso decimos que se echa en falta un avance de igual magnitud en otros frentes, como por ejemplo en el de la resintonización y evaluación de nuestro conocimiento a la luz de la experiencia y la nueva evidencia que nos va proporcionando el transcurso del tiempo, la incorporación de nuevos enfoques y un mayor pluralismo metodológico en los análisis.

No cabe duda de que la investigación que se ha desarrollado hasta la fecha, y que se ha revisado en este trabajo, ha mejorado sustancialmente nuestro conocimiento sobre la influencia del sistema financiero en el crecimiento. Pero lo que queremos plantear pretende suscitar una reflexión sobre si realmente estamos de acuerdo con la idea (convicción o dogma) de que existe un único modelo válido, e invariable en el tiempo, en el que se pueda estudiar la relación entre las finanzas y el desarrollo, y que las incertidumbres u *outliers* que se obtienen en la contrastación empírica son sólo resultado (todavía) de nuestra incapacidad para identificar satisfactoriamente el mecanismo subyacente, ya sea por errores formales-matemáticos, inadecuación de los datos disponibles, o por interferencias exógenas al modelo (la intervención del Estado) que impiden se produzcan los resultados previstos.

Formulamos esta reflexión porque en el contexto de la teoría ortodoxa sólo se reconoce, en el mejor de los casos, que el dinero y el sistema financiero son neutrales y que, cuando se emplean los instrumentos inadecuadamente o existen fallos de

mercado, la política monetaria y el sistema financiero se convierten en un lastre para el crecimiento, al ocasionar fluctuaciones económicas a corto plazo o inflación a largo plazo, y una ineficiente asignación del crédito. Pero si en vez de asumir el principio (o dogma) de neutralidad monetaria, que es fruto de la radical separación entre variables reales y monetarias que se formula en la teoría ortodoxa, y que en cierta medida predeterminará nuestras conclusiones, y consideráramos expresamente que es imposible modelizar determinísticamente el comportamiento de los agentes económicos debido a la naturaleza peculiar de las relaciones económicas (el *subject matter*, según expresión del propio Keynes) y su carácter cambiante en el tiempo, entonces nuestro análisis sobre las posibilidades de influencia del sector financiero en el crecimiento se ampliarían notablemente. En este nuevo escenario cobraría mucho sentido el plantearse cuestiones tan complejas como necesarias como es la de estudiar el «uso o destino final» del dinero, o del crédito, que es lo que Chick (1973:132) ha etiquetado como «la segunda mitad del cambio monetario». Entonces, lo realmente relevante ya no será estudiar *si* el aumento de la cantidad de dinero (o crédito) afecta al *output*, o no, sino que lo relevante ahora es identificar cómo se produce ese cambio monetario (Chick, 1984) y cuándo surte efecto sobre el crecimiento, para lo cual resulta muy conveniente tener presente que esta misma autora ha señalado, en su teoría sobre los estadios de desarrollo bancario (Chick, 1986), que el funcionamiento de la política monetaria y del sistema bancario se transforma con el desarrollo, y que la aplicación de esta idea en el contexto regional ofrece muchas posibilidades, como se indica en Chick y Dow (1988) o metodológico en los análisis.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- AMOS, O. M. (1992): «The Regional Distribution of Bank Closings in the United States from 1982 to 1988», *Southern Economic Journal*, 58(3): 805-815.
- AMOS, O. M. y WINGENDER, J. R. (1993): «A Model of the Interaction Between Regional Financial Markets and Regional Growth», *Regional Science and Urban Economics*, 23(1): 85-110.
- ARESTIS, P. (2005): «Financial liberalization and the relationship between finance and growth», Centre for Economic and Public Policy, Working Paper 05/2005, University of Cambridge.
- ARESTIS, P. y DEMETRIADIS, O. P. (1997): «Financial development and economic growth: assessing the evidence», *Economic Journal*, 107(442): 783-799.
- (1998): «Financial liberalization: myth or reality», en Arestis, P. (ed.): «*Method, theory and policy in Keynes: Essays in Honour of Paul Davidson*», Vol. III, chapter 11, Cheltenham: Edward Elgar.
- BAGEHOT, W. (1873): *Lombard Street: a description of the money market*, London: John Murray.
- BARAJAS, A.; BECK, T.; DABLA-NORRIS, E. y YOUSEFI, S. R. (2013): «Too cold, too hot or just right? Assessing financial sector development across the globe», IMF Working Paper 13/81.
- BIAS, P. V. (1992): «Regional Financial Segmentation in the United States», *Journal of Regional Science*, 32(3): 321-334.
- BORTS, G. H. (1968): «Regional Economic Models. Growth and Capital Movements Among US Regions in the Postwar Period», *American Economic Review*, 58(2): 155-161.
- CARBÓ, S. y RODRÍGUEZ, F. (2004): «The finance-growth nexus. A regional perspective», *European Urban and Regional Studies*, 11(4): 339-354.
- CARBÓ, S.; HUMPHREY, D. y RODRÍGUEZ, F. (2003): «Deregulation, bank competition and regional growth», *Regional Studies*, 37(3): 227-237.
- CHICK, V. (1973): «*The Theory of Monetary Policy*», Oxford: Basil Blackwell.
- (1984): «Monetary increases and their consequences: streams, backwaters and floods», en Ingham, A. y Ulph, A.M. (eds.) *Demand equilibrium and trade*, New York: St. Martin's Press.
- (1986): «The Evolution of the Banking System and the Theory of Saving, Investment and Interest», *Economies et Societes* 20, *Monnaie et Production*, 3: 111-126.
- (1988): «*The Evolution of the Banking System and the Theory of Monetary Policy*», Ponencia presentada en el Simposio «Monetary Theory and Monetary policy: New Tracks for the 1990s», Berlin. [Reimpreso en Frowen, S.F. (ed.) (1993)]
- (1993a): «Some Scenarios for Money and Banking in the EC and Their Regional Implications», en: Rima, I. H. (ed.): *The Political Economy of Global Restructuring, Volume II: Trade and Finance*. Edward Elgar, pp. 190-200.
- (1993b): «The Evolution of the Banking System and the Theory of Monetary Policy», en Frowen, S. F. (ed.): *Monetary Theory and Monetary Policy: New Tracks for the 1990s*. Macmillan: London.
- CHICK, V. y DOW, S. C. (1988): «A Post Keynesian Perspective on the Relation Between Banking and Regional Development», en Arestis, P. (ed): *Post Keynesian Monetary Economics. New Approaches to Financial Modelling*. Edward Elgar, pp. 219-50.
- DOW, S. C. (1987a): «Money and Regional Development», *Studies in Political Economy*, 23(2): 739-4.
- (1987b): «Post Keynesian Monetary Theory for an Open Economy», *Journal of Post Keynesian Economics*, 9(2): 237-257.
- (1987c): «The Treatment of Money in Regional Economics», *Journal of Regional Science*, 27(1): 132-4.
- (1988): «Incorporating Money in Regional Economic Models», en Harrigan, F. y McGregor, P. (eds): *Recent Advances in Regional Economic Modelling*. London Papers in Regional Science, 19. Pion Press, pp. 208-18.

- (1990a): *Financial Markets and Regional Economic Development: the Canadian Experience*. Avebury: Aldershot.
- (1992d): «The Regional Financial Sector: A Scottish Case Study», *Regional Studies*, 26(7): 619631.
- (1993a): *Money and the Economic Process*. Edward Elgar: England.
- (2012): *Foundations for New Economic Thinking. A Collection of Essays*. Palgrave Macmillan: Avebury: Aldershot.
- DOW, S. C. y RODRÍGUEZ FUENTES, C. J. (1997): «Regional finance: a survey», *Regional Studies*, 31(9): 903-20
- FAINI, R., GALLI, G. y GIANNINI, C. (1993): «Finance and Development: The Case of Southern Italy», en Giovannini, A. (ed.): *Finance and Development: Issues and Experience*. Cambridge University Press, pp. 158220.
- FITZGERALD, V. (2007): «Desarrollo financiero y crecimiento económico: una visión crítica», *Principios*, 7: 5-26.
- FRIEDMAN, M. (1969): *The Optimum Quantity of Money and Other Essays*. London, Mcmillan.
- GALETOVIC, S. (1996): «Specialization, intermediation and growth», *Journal of Monetary Economics*, 38: 549-59.
- GOLDSMITH, R. W. (1969): *Financial Structure and Development*. Yale university Press, New Haven.
- GREENWALD, B.C., LEVINSON, A. y STIGLITZ, J.E. (1993): «Capital Market Imperfections and Regional Economic Development», en Giovannini, A. (ed.): *Finance and Development: Issues and Experience*. Cambridge University Press, pp. 6598.
- GREENWOOD, J. y JOVANOVIC, B. (1990): «Financial development, growth and the distribution of income», *Journal of Political Economy*, 98: 1076-107.
- GUIISO, L.; SAPIENZA, P. y ZINGALES, L. (2004): «Does local financial development matter?», *Quarterly Journal of Economics*, 119: 929-969.
- GURLEY, J. G. y SHAW, E. S (1956): «Financial Intermediaries and the Saving Investment Process», *Journal of Finance*, 11: 672700.
- (1960): *Money in a Theory of Finance*. The Brookings Institution: Washington D.C.
- (1985): «Financial Aspects of the Economics Development», *American Economic Review*, 45: 515523.
- HASAN, I.; KOEZTTER, M. y WEDOW, M. (2009): «Regional growth and finance in Europe: Is there a quality effect of bank efficiency?», *Journal of Journal of Banking and Finance*, 33: 1446-1453.
- HUGHES, M. (1991): «General Equilibrium of a Regional Economy with a Financial SectorPart I: An Accounting Framework with Budget and Balance Sheet Linkages», *Journal of Regional Science*, 31(4): 385396.
- (1992): «General Equilibrium of a Regional Economy with a Financial SectorPart II: A Simple Behavioral Model», *Journal of Regional Science*, 32(1): 1937.
- HUTCHINSON, R.W. y MCKILLOP, D. G. (1990): «Regional Financial Sector Models: An Application to the NorthernIreland Financial Sector», *Regional Studies*, 24(5): 421431.
- JAYARATNE, J. y STRAHAN, P. E. (1996): «The finance-growyh nexus: evidence from bank branch deregulation», *Quarterly Journal of Economics*, 111(3): 639-670.
- KELEHER, R. E. (1979): *Regional Credit Market Integration: A Survey and Empirical Examination*. Technical Papers, Federal Reserve Bank of Atlanta, Atlanta.
- KENDALL, J. (1992): «Local financial development and growth», *Journal of Banking and Finance*, 36: 1548-1562.
- KING, R. y LEVINE, R. (1993a): «Finance and growth: Schumpeter might be right», *Quarterly Journal of Economics*, 108: 717-737.
- (1993b): «Finance, entrepreneurship and growth: theory and evidence», *Journal of Monetary Economics*, 32: 513-542.
- LEVINE, R. (1997): «Financial development and economic growth: views and agenda», *Journal of Economic Literature*, 35: 688-726.
- LUCAS, R. E. (Jr) (1972): «Expectations and the Neutrality of Money», *Journal of Economic Theory*, 4: 103124.
- (1988): «On the mechanics of economic development», *Journal of Monetary Economics*, 22(1): 3-42.
- MACESICH, G. (1964): «Liquidity Preference. A Southern Banking Tradition», en Greehut, M. L. y Whitman, W.T. (eds.): *Essays in Southern*

- Economic Development*. University of North Carolina Press, Chapel Hill, pp. 15868.
- MCKILLOP, D. G. y HUTCHINSON, R. W. (1990): *Regional Financial Sectors in the British Isles*. Avebury: Aldershot.
- MCKINNON, R. I. (1973): «*Money and capital in economic development*», Washington, Brookings Institution.
- MÉON, P. G. y WEILL, L. (2010): «Does financial intermediation matter for macroeconomic performance? *Economic Modelling*, 27: 296-303.
- MESSORI, M. (1993): *Banking and Finance in the Italian Mezzogiorno: Issues and Problems*. Ponencia Presentada en el Congreso «The European Periphery Facing the New Century. Santiago de Compostela, España, del 30 de septiembre al 2 de octubre.
- MINSKY, H. P. (1982): *Inflation, Recession and Economic Policy*. Brighton: Wheatsheaf.
- MODIGILANI, F. y MILLER, M. (1958): «The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment», *American Economic Review*, 48(3): 261-297.
- MOORE, C. L. y HILL, J. M. (1982): «Interregional Arbitrage and the Supply of Loanable Funds» *Journal of Regional Science*, 22(4): 499-512.
- MOORE, C. L. y NAGURNEY, A. (1989): «A General Equilibrium Model of Interregional Monetary Flows», *Environment and Planning A*, 21(3): 397-404.
- MYRDAL, G. (1957): «*Economic theory and under-developed regions*», Gerald Duckworth, Londres.
- PAGANO, M. (1993): «Financial markets and growth: an overview», *European Economic Review*, 37(2-3): 613-22.
- PATINKIN, D. (1987): «Neutrality of Money», en Eatwell, J. et al. (eds.): *The New Palgrave. A Dictionary of Economics*. Vol. 3, pp. 639-45. MacMillan: London.
- PORTEOUS, D. J. (1995): «*The geography of finance*», Aldershot: Edward Elgar.
- RAJAN, R. G. y ZINGALES, L. (2001): «Financial systems, industrial structure and growth», *Oxford Review of Economic Policy*, 17(4): 467-482.
- ROBERTS, R. B. y FISHKIND, H. (1979): «The Role of Monetary Forces in Regional Economic Activity: An Econometric Simulation Analysis», *Journal of Regional Science*, 19(1): 1529.
- RODRÍGUEZ FUENTES, C. J. y DOW, S. C. (2003): «EMU and the regional impact of monetary policy», *Regional Studies*, 37(9): 973-984.
- RODRÍGUEZ FUENTES, C. J.; FARIA SILVA, F. y PADRÓN MARRERO, D. (2013): «*La política monetaria única y sus efectos regionales*», *Ekonomiaz* (este mismo número).
- SAMOLYK, K. A. (1989): *The Role of Banks in Influencing Regional Flows of Funds*. Federal Reserve Bank of Cleveland, Working Paper 8914.
- (1991): «A Regional Perspective on the Credit View», *Federal Reserve Bank of Cleveland, Economic Review*, 27(2): 2738.
- (1994): «Banking Conditions and Regional Economic Performance. Evidence of a Regional Credit Channel», *Journal of Monetary Economics*, 34: 259-78.
- STERN, N. (1989): «The economics of development: a survey», *Economic Journal*, 99(397): 597-685.
- STIGLITZ, J. (1989): «Financial markets and development», *Oxford Review of Economic Policy*, 5(4): 55-68.
- (1993): «Overview», en Giovannini, A. (ed.): *Finance and development: issues and experience*, Cambridge University Press.
- TOBIN, J. (1984): «On the efficiency of the financial system», *Lloyd's Bank Review*, 151: 1-15.
- TORRERO MAÑAS, A. (2013): *Keynes y la crisis financiera actual*, Marcial Pons: Madrid.
- TURNER, A. et al. (2010): *The future of finance. The LSE Report*, The London School of Economics and Political Science: Londres.