

UN MARCO TEÓRICO PARA EL ANÁLISIS DEL IMPACTO REGIONAL DE LA POLÍTICA MONETARIA

Carlos Javier Rodríguez Fuentes

Universidad de La Laguna

En este trabajo se presenta un marco teórico para la evaluación del potencial impacto regional de la política monetaria. En dicho marco se distinguen dos escenarios. En el primero, en el que la oferta monetaria es considerada exógena, el impacto regional de la política monetaria se identifica con la existencia de diferencias regionales estructurales, es decir, lo que en el texto hemos denominado *efecto estructural*. Sin embargo, en el segundo se sostiene que el mencionado *efecto estructural* resulta insuficiente para cuantificar el impacto regional de la política monetaria ya que éste no recoge todas las vías a través de las cuales la política monetaria puede incidir sobre el sistema económico. Y ello es así porque en este segundo escenario lo oferta monetaria fue considerada endógena al propio sistema económico, es decir, conducida por el crédito y parcialmente determinada por su demanda. Es por esto último que se señala que para analizar adecuadamente el impacto regional de la política monetaria nacional se deben considerar dos efectos: el efecto estructural (que opera a través de las diferencias regionales estructurales) y el efecto de comportamiento (que opera a través de las diferencias regionales en términos de las respuestas dadas por los diferentes agentes económicos ante cambios monetarios exógenos).

Palabras clave: política monetaria, impacto regional, teoría monetaria postkeynesiana.

1. INTRODUCCIÓN

El objetivo del presente trabajo es analizar los efectos que la política monetaria nacional puede producir sobre las diferentes economías regionales que componen una economía nacional; es decir, estudiar el impacto regional de la política monetaria.

La cuestión del impacto regional de la política monetaria ha sido estudiada, casi exclusivamente, en algunos países del mundo anglosajón (EE.UU., Canadá, Australia y Escocia, fundamentalmente). En unos casos, porque la existencia de una peculiar estructura financiera federal ha permitido producir una

base estadística lo suficientemente amplia como para abordar cuestiones de este tipo. En otras ocasiones, el interés académico por esta cuestión ha venido a remolque de discusiones político-regionales en torno a determinadas reivindicaciones nacionalistas.

En España, por el contrario, la cuestión del impacto regional de la política monetaria no ha recibido demasiada atención. Es cierto que desde la perspectiva reivindicativa regional hemos oído, ocasionalmente, algunas voces reclamando lo que los escoceses calificarían como *devolución de poderes monetarios*. No obstante, es significativo el hecho de que estas reivindicaciones no hayan tenido apenas eco sobre los intereses académico-investigadores. Y ello resulta paradójico si tenemos en cuenta el elevado protagonismo que ha tenido la política monetaria en el conjunto de la política económica española reciente.

En nuestra opinión, este escaso interés por el estudio de las cuestiones monetarias a nivel regional se podría explicar por el supuesto de neutralidad monetaria implícito en la teoría monetaria ortodoxa. Quizá esto mismo podría explicar por qué la mayor parte de la investigación monetaria aplicada en España se ha orientado hacia el estudio de cuestiones de carácter *más técnico que real*; como por ejemplo, las cuestiones referidas a la estabilidad de la demanda de ALPs, o a la incidencia que sobre ésta hayan podido tener los fenómenos de innovación financiera.

Cierto es que también ha habido algunas contribuciones que no han coincidido con esta tendencia general. Así, por ejemplo, Torrero (1990, 1992 y 1994) ha señalado, en repetidas ocasiones, el abusivo recurso por parte de los dirigentes de la política económica española a lo que él ha calificado como *palanca monetaria*, así como sus potenciales efectos discriminatorios sobre determinados sectores productivos. De igual modo, Martínez y Pedreño (1990), Pedreño y Pardo (1990) y Martínez (1994), se han ocupado de evidenciar las implicaciones regionales de la política monetaria española reciente y, en particular, las que ésta podría haber generado sobre economías que, como la valenciana, son muy abiertas al exterior, se encuentran especializadas en la exportación de producciones sensibles a las variaciones de sus precios, y que disponen de una estructura empresarial con predominio de pequeñas y medianas empresas. No obstante, no parece que los dos ejemplos antes mencionados constituyan la regla seguida por la investigación monetaria en España, sino que más bien constituyen la excepción.

El presente trabajo se podría encuadrar en la línea de investigación antes mencionada, y en él se presenta un marco teórico a través del cual consideramos se puede analizar el impacto regional de la política monetaria. Dos situaciones se distinguirán dentro de este marco. En la primera, y como consecuencia de la existencia de un sistema bancario poco desarrollado, la oferta monetaria es considerada exógena. En la segunda, por el contrario, se considera que la oferta monetaria es endógena al sistema.

En el primer caso, cuando la oferta monetaria es considerada exógena, el impacto regional de la política monetaria se identificará con la existencia de diferencias regionales estructurales que podrían provocar que algunas economías regionales sufrieran en mayor medida los efectos de las fluctuaciones de la economía nacional, o bien que las modificaciones en determinadas variables financieras nacionales (tipos de interés, tipo de cambio, volumen de

crédito, etc.) generasen un mayor impacto negativo sobre algunas regiones. Estas diferencias regionales estructurales determinan lo que hemos calificado de *efecto estructural* de la política monetaria.

Por el contrario, en el segundo caso que se distingue en nuestro marco teórico, el que considera que la oferta monetaria es endógena, sostendrá que el *efecto estructural* resulta insuficiente para cuantificar el impacto regional de la política monetaria. Y ello es así porque cuando la oferta monetaria es endógena, el crecimiento de la liquidez del sistema, que podrá influir sobre el nivel de actividad económica regional, dependerá más del comportamiento de los agentes financieros privados regionales que de las decisiones unilaterales tomadas por el banco central. Por lo tanto, ahora ya no bastará con cuantificar el efecto que la política monetaria podría tener sobre los diferentes sectores productivos y componentes de la demanda agregada regional, sino que también habría que estudiar la influencia que podría ejercer sobre los factores que determinan la disponibilidad de crédito a nivel regional. Es decir, factores tales como el grado de desarrollo del sistema bancario regional y la preferencia por la liquidez de los prestamistas y prestatarios regionales.

2. ANTECEDENTES

Resulta muy significativo que la mayor parte de las contribuciones que se han ocupado del análisis del impacto regional de la política monetaria no hayan atribuido al dinero un papel relevante en la determinación del output regional real, sino que más bien le han considerado responsable de sus fluctuaciones nominales. Ello podría explicar por qué el impacto regional de la política monetaria se ha tendido a identificar con la desigual incidencia regional de las fluctuaciones económicas nacionales; fluctuaciones que, a su vez, se consideran fruto de intervenciones monetarias desestabilizadoras. Este fue, por ejemplo, el argumento esgrimido en el trabajo de Beare (1976), en el que se justificó la desigual incidencia regional de la política monetaria canadiense sobre la base de la existencia de diferencias regionales en términos de las elasticidades-renta de la demanda de los productos de cada una de las regiones canadienses estudiadas. Similar argumento fue el que se esgrimió en otro pionero en este campo, el de Fishkind (1977). Para Fishkind eran las *diferencias en la composición de la actividad económica entre los estados (regiones estadounidenses) lo que explicaría la mayor sensibilidad de determinados estados a los ciclos económicos nacionales*; ciclos que, en su opinión, y coincidiendo en este punto con Beare (1976), eran *causados por las políticas monetarias y fiscales nacionales en sus intentos de combatir la inflación* (Fishkind, 1977, p. 78).

Aunque con ciertas diferencias¹, la misma línea argumental de Beare (1976) y Fishkind (1977) también ha sido desarrollada en posteriores traba-

(1) Diferencias que tienen que ver, por ejemplo, con la discusión en torno a la idoneidad del uso de modelos en forma reducida en el ámbito regional (véase Mathur y Stein 1980, 1982 y 1983), frente a otros modelos alternativos (modelos macroeconómicos regionales). En otras ocasiones, las diferencias y puntos de discordancia entre los trabajos se han justificado sobre la base de la mala elección de las variables, o de los períodos muestrales (véase, por ejemplo, Garrison y Kort 1983). Para un mayor detalle sobre estas cuestiones metodológicas puede consultarse el capítulo 3 de Rodríguez Fuentes (1985a).

jos, entre los que podríamos destacar los de Toal (1977), Mathur y Stein (1980, 1982 y 1983), Garrison y Kort (1983), Miller (1978), Garrison y Chang (1979), Chase Econometrics (1981) y, más recientemente, el de Blake (1995).

En otros trabajos, por el contrario, el impacto regional de la política monetaria no ha sido justificado por la existencia de diferencias económicas estructurales entre las regiones que componen una economía nacional, sino sobre la base de la existencia de *fallos de mercado* que impedirían una eficiente asignación espacial de los recursos financieros nacionales. Este es el caso de Roberts y Fishkind (1979), Moore y Hill (1982), Harrigan y McGregor (1987), así como algunas otras contribuciones más recientes efectuadas desde el ámbito neokeynesiano, como las de Greenwald et al. (1993), Faini et al. (1993) y Samolyk (1994).

En nuestra opinión, esta forma de proceder en el análisis del impacto regional de la política monetaria no resulta satisfactoria por cuanto en ella se suele asumir que el dinero es neutral en la determinación del output a nivel nacional, y a partir de ahí se intenta contrastar su no neutralidad en el plano regional sobre la base de la existencia de diferencias estructurales regionales o imperfecciones en los mercados financieros regionales. Sin embargo, nosotros creemos que el análisis del impacto regional de la política monetaria debería comenzar, en primer lugar, cuestionando el propio supuesto de neutralidad monetaria, y no asumiéndolo sin apenas discusión.

Llegados a este punto habría que decir también que no siempre ha sido esta la vía elegida para analizar el impacto regional de la política monetaria. En este sentido se podría mencionar el trabajo de Dow (1987c), en el que asume explícitamente el carácter no neutral del dinero en la determinación del output, ya sea a nivel nacional o regional. No obstante, la tendencia general seguida en el análisis monetario regional ha sido la de infravalorar el papel del dinero en la determinación del output regional, ya sea porque se ha asumido el supuesto de neutralidad monetaria implícito en la teoría monetaria ortodoxa, o porque se ha considerado que, dadas las características estructurales e institucionales de las economías regionales², *la consideración explícita de la dimensión regional beneficiaría muy poco al análisis monetario* (Richardson, 1973, págs. 12-3). Ambos factores han conducido a que la mayor parte de los estudios que se han ocupado del análisis del impacto regional de la política monetaria se han aproximado al problema desde la óptica de la economía monetaria, y no desde la del análisis regional.

En el cuadro 1 se recogen algunas contribuciones que se han ocupado del impacto regional de la política monetaria de forma exclusiva³.

(2) Entre otras, su extrema apertura y reducido tamaño, así como el hecho de que no dispongan de instrumentos monetarios propios.

(3) Aunque no de forma exclusiva, en otros trabajos también se aborda esta cuestión [Deiss (1978), Moore, Karaska y Hill (1985), Dow (1987b, 1990 y 1992), Chick y Dow (1988), Goodhart (1989), McKillop y Hutchinson (1990), Bias (1992), Amos y Wingender (1993) y Porteous (1993)].

Cuadro 1
LITERATURA SOBRE EL IMPACTO REGIONAL
DE LA POLÍTICA MONETARIA

Modelos en forma reducida	Beare (1976), Cohen y Maeshiro (1977), Toal (1977), Mathur y Stein (1980, 1982, 1983), Garrison y Kort (1983) y Kozlowski (1991).
Modelos macroeconómicos regionales	Fishkind (1977), Miller (1978), Garrison y Chang (1979), Chase Econometric (1981) y Blake (1995).
Difusión regional de las operaciones de mercado abierto	Scott (1955), Lawrence (1963), Bryan (1967), Ruffin (1968), Barth et al. (1975), Thurston (1976) y McPheters (1976).

El análisis del impacto regional de la política monetaria ha sido abordado desde tres diferentes ópticas, fundamentalmente. Por un lado, algunos autores lo han hecho a través de la estimación de algún modelo en forma reducida en el que se suele relacionar alguna variable representativa del nivel de producción o renta regional con algunos indicadores de la política monetaria y fiscal nacional. Otros, por el contrario, han preferido especificar un modelo macroeconómico regional. Por último, cabría destacar aquellos que se han aproximado a la cuestión por medio de la estimación de los retardos regionales en la transmisión de las operaciones de mercado abierto desde el mercado central de intervención hasta cada uno de los mercados financieros regionales.

3. UNA APROXIMACIÓN A LA EVALUACIÓN DEL IMPACTO REGIONAL DE LA POLÍTICA MONETARIA: EL EFECTO ESTRUCTURAL Y EL EFECTO DE COMPORTAMIENTO

Al contrario que en la mayoría de los trabajos que se han ocupado del análisis del impacto regional de la política monetaria, que suelen considerar a la oferta monetaria exógena a nivel nacional y endógena a nivel regional, en este trabajo distinguiremos dos situaciones. Una primera en la que la oferta monetaria será considerada exógena y otra en la que se considerará endógena, tanto a nivel nacional como regional. Como se intentará demostrar, la introducción del carácter endógeno de la oferta monetaria modificará sustancialmente el análisis de la cuantificación del impacto regional de la política monetaria, por cuanto ya no bastará con estudiar los efectos que las variables monetarias nacionales pueden tener sobre las economías regionales que muestren diferencias estructurales entre sí (*efecto estructural*), sino que, además, también deberá analizarse el efecto que tales variables pudieran ejercer sobre el comportamiento de los agentes financieros regionales (*efecto de comportamiento*).

3.1. El impacto regional de la política monetaria cuando la oferta monetaria es exógena: el efecto estructural

La mayor parte de los trabajos que se han ocupado de la cuantificación del impacto regional de la política monetaria podrían ser agrupados en alguna

de las siguientes corrientes de pensamiento monetario: la monetarista, la neoclásica-keynesiana o la neokeynesiana. Aquellos que han elegido la *opción monetarista* suelen identificar el impacto regional de la política monetaria con las distintas sensibilidades regionales ante las fluctuaciones de la economía nacional; fluctuaciones que, a su vez, son explicadas por shocks monetarios exógenos⁴.

Sin embargo, los autores keynesianos suelen señalar que el impacto regional de la política monetaria se debe a las diferencias regionales en términos de las elasticidades-tipo de interés de las funciones de gasto, o por la desigual incidencia regional que las variaciones en los tipos de cambios podrían tener sobre las exportaciones e importaciones regionales⁵. Los autores neokeynesianos, por el contrario, justifican el impacto regional de la política monetaria nacional sobre la base de la existencia de segmentación en los mercados regionales de crédito.

Sea como fuere, el hecho es que el impacto regional de la política monetaria ha sido mayoritariamente explicado sobre la base de la existencia de: (i) diferencias regionales en términos de sensibilidades a los ciclos económicos nacionales; o (ii) diferencias regionales en términos de las sensibilidades regionales de los distintos componentes de la demanda agregada regional (consumo, inversión, exportaciones e importaciones) ante variaciones en los tipos de interés, tipos de cambio, etc.

El argumento implícito en este razonamiento, por tanto, ha sido que son las regiones estructuralmente más diferentes con respecto a la media nacional las que sufren los efectos diferenciales de la política monetaria⁶. En líneas generales, el argumento podría resumirse en estos tres puntos:

(i) Existen diferencias regionales, tanto en términos sectoriales como en la composición de las demandas regionales; es decir, existen diferencias regionales en términos de la importancia relativa regional de los distintos sectores económicos, demandas de consumo, inversión, etc.

(ii) Es evidente que también existen diferencias sustanciales entre los distintos sectores económicos y componentes de la demanda agregada (consumo, inversión, exportaciones e importaciones) en términos de sus sensibilidades con respecto a los ciclos económicos, a las variaciones en los tipos de interés, tipos de cambio, etc.

(iii) Asumiendo que la autoridad monetaria controla la oferta monetaria de forma unilateral y exógena, y dado que para los monetaristas el dinero es el factor más importante en la explicación de los ciclos económicos, y que para

(4) El ejemplo más claro de este tipo de contribuciones lo constituye el trabajo de Beare (1976).

(5) Sobre este particular, véanse los trabajos de Jones (1985) y Carlino, Cody y Voith (1990). En lo que respecta al caso español, véanse los trabajos de Martínez y Pedreño (1990), Pedreño y Pardo (1990) y Martínez (1994).

(6) De forma análoga, algunos autores han sostenido que la Unión Monetaria Europea (UME) también producirá diferentes impactos sobre aquellas regiones que sean estructuralmente más diferentes a la media europea, donde por región aquí se entiende Estados Miembros de la Unión (véanse, Doyle, 1988, 1991 y 1992).

los keynesianos la política monetaria es la que determina los niveles de tipos de interés, los autores keynesianos sostienen que la política monetaria nacional tendrá efectos regionales diferentes cuando, debido a las diferencias estructurales arriba mencionadas, las elevaciones de los tipos de interés afecten más a unas regiones que a otras. Sin embargo, para los autores monetaristas, el efecto regional de la política monetaria sería explicado por el hecho de que la política monetaria causa ciclos más acusados en determinadas regiones que en otras.

Desde la óptica anterior, la política monetaria nacional sólo podría ser neutral desde el punto de vista regional cuando las diferentes economías regionales que constituyen una economía nacional fuesen idénticas, en términos estructurales, entre sí, pues sólo así se podría asegurar que los cambios en la política monetaria nacional afectarían a cada una de las regiones por igual.

Ahora bien, nosotros observamos algunos inconvenientes en el razonamiento anterior, es decir, en el efecto estructural. Uno de ellos es que no creemos que sea ésta la única vía a través de la cual la política monetaria puede afectar al sistema económico. De hecho, en nuestro análisis se reconoce la posibilidad de que las vías de influencia de la política monetaria sobre la liquidez del sistema varíen a medida que el sistema bancario se desarrolla, tal y como han sugerido otros autores (véase, por ejemplo, los diferentes estadios de desarrollo señalados por Chick (1986 y 1988)). Si aceptamos por válido que los canales de transmisión de la política monetaria sobre la actividad económica son más indirectos a medida que el sistema bancario de una economía se desarrolla, es evidente que este aspecto debería ser incluido cuando se intenta analizar el potencial impacto regional de la política monetaria nacional. Por lo tanto, en presencia de un sistema bancario desarrollado, el impacto de la política monetaria no puede resumirse al que ésta podría tener a través de las alteraciones en, por ejemplo, los tipos de interés; sino que también debería incluir los efectos indirectos que podría ocasionar a través de su influencia sobre el comportamiento financiero de los oferentes y demandantes de fondos a nivel regional. Y es precisamente este efecto el que no se incorpora en el *efecto estructural*.

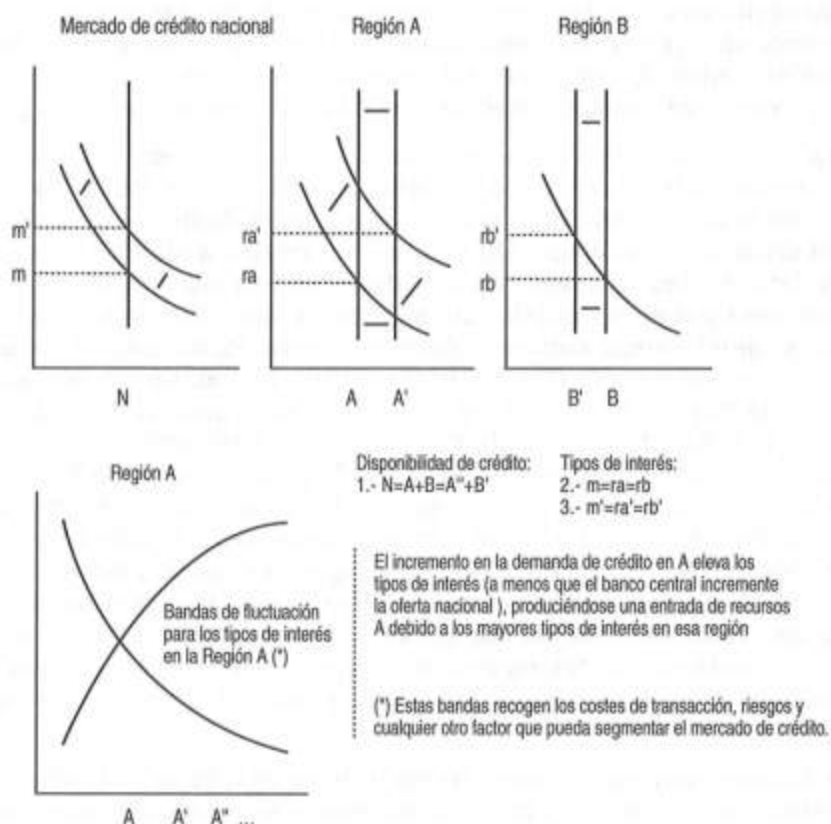
Será precisamente en el próximo epígrafe en el que se intentará incorporar este efecto indirecto de la política monetaria sobre el comportamiento de los agentes financieros a la hora de evaluar su potencial impacto regional.

3.2. El impacto regional de la política monetaria cuando la oferta monetaria es endógena: efecto estructural y efecto de comportamiento

Como ya hemos señalado con anterioridad, la mayor parte de los análisis sobre el impacto regional de la política monetaria han asumido que la oferta monetaria es exógena a nivel nacional y endógena a nivel regional. Exógena a nivel nacional pues se considera que los bancos centrales pueden ejercer un control estricto sobre la oferta monetaria nacional. Endógena a nivel regional pues se supone que el libre juego de las *fuerzas del mercado* conducirán los recursos financieros hacia el *mejor lugar* (región) en el que podrían ser gastados (prestados). De este modo cada región se enfrentará a una oferta totalmente elástica en tipos de interés (oferta monetaria horizontal). El argumento anterior explica por qué se ha concluido que ninguna región se enfrentará a

problemas financieros en la medida en que el arbitraje regional conducirá los recursos hacia aquellas regiones en las que son más demandados. Este es, sin duda, el razonamiento implícito en la versión abierta del modelo ISLM, que es precisamente el modelo que suele aplicarse a escala regional para estudiar los flujos financieros interregionales⁷, y que queda representado en el gráfico 1.

Gráfico 1
REDISTRIBUCIÓN REGIONAL DE LOS RECURSOS FINANCIEROS



Sin embargo, el concepto de oferta monetaria endógena que se usa en este trabajo difiere notablemente del descrito anteriormente. En nuestro trabajo por dinero endógeno se entiende que la oferta monetaria, más que determinada de forma exógena por las autoridades monetarias a través de sus operaciones de intervención en los mercados monetarios, es determinada por el comportamiento de la oferta y demanda de crédito. Además, y a pesar de considerar que el dinero es endógeno al sistema económico, en nuestro trabajo no se asume que su oferta deba ser, necesariamente, horizontal en tipos de interés, ya que esto último dependería de otros factores tales como el grado

(7) Véanse los trabajos de Roberts y Fishkind (1979), Moore y Hill (1982) y Harrigan y McGregor (1987).

de desarrollo del sistema bancario y el estado de la preferencia por la liquidez de los oferentes y demandantes de crédito. Nuestra visión sobre este aspecto se resumen en el cuadro 2.

Cuadro 2
ENDOGENEIDAD DEL DINERO Y EXPANSIÓN DE LA LIQUIDEZ

Oferta monetaria	Política monetaria	Desarrollo bancario	Preferencia liquidez		Oferta monetaria
			Oferta	Demanda	
Exógena	restrictiva	bajo	indiferente	indiferente	inalástica
Exógena	laxa	bajo	bajo	bajo	elástica
Exógena	laxa	bajo	alto	bajo	inelástica (a)
Exógena	laxa	bajo	bajo	alto	inelástica (b)
Exógena	laxa	bajo	alto	alto	inelástica (c)
Endógena	indiferente (d)	alto	bajo	bajo	elástica
Endógena	indiferente (d)	alto	alto	bajo	inelástica (a)
Endógena	indiferente (d)	alto	bajo	alto	inelástica (b)
Endógena	indiferente (d)	alto	alto	alto	inelástica (c)

Notas al cuadro:

- (a) Los bancos podrían decidir no prestar a pesar de tener fondos disponibles a causa de la alta preferencia por la liquidez mostrada por ellos. Por ello prefieren inversiones (financiar actividades) no arriesgadas tales como la adquisición de bonos emitidos por parte del sector público, operaciones con grandes empresas más que con pequeñas, en la medida en que las primeras pueden ofrecer mayores garantías reales que las segundas. En estas circunstancias podría aparecer cierto racionamiento en el mercado de crédito.
- (b) A pesar de que los bancos podrían estar dispuestos a prestar, los inversores no están dispuestos a endeudarse debido a que prefieren mantenerse en una posición más líquida. La elevada inestabilidad económica, baja rentabilidad esperada, elevados riesgos, etc., podrían inhibir al inversor, el cual mostraría un comportamiento financiero muy conservador (posición líquida y poco, o nada, arriesgada).
- (c) En este caso, tanto los prestamistas como prestatarios no se muestran muy dispuestos a prestar y a endeudarse, registrándose un desplazamiento tanto de la oferta como de la demanda de crédito. Esta situación coincidiría con lo que Dow (1992) ha denominado como comportamiento financiero defensivo (*defensive financial behaviour*); una situación donde la reducida disponibilidad de crédito se explica por la existencia de una débil oferta y demanda de crédito.
- (d) Una vez que el sistema bancario alcanza determinados niveles de desarrollo, las autoridades monetarias pierden gran parte del control que en etapas inferiores tenían sobre la liquidez existente en el sistema económico. Sin embargo, las autoridades monetarias pueden todavía ejercer cierta influencia, nada despreciable, sobre la cantidad de dinero en circulación, influyendo sobre el comportamiento de los oferentes (bancos) y demandantes (inversores) de crédito. Por lo tanto, la política monetaria y de regulación financiera puede jugar un cierto papel en el proceso de creación de liquidez del sistema, aunque no tan determinista como el que tiene en etapas inferiores de desarrollo bancario.

En este cuadro se presenta la relación que existe entre el carácter endógeno/exógeno de la oferta monetaria y su grado de elasticidad, en relación al signo de la política monetaria, el nivel de desarrollo del sistema bancario y el estado de la preferencia por la liquidez, tanto de los oferentes como de los demandantes de crédito. Varias conclusiones se pueden extraer de la in-

formación presentada en el cuadro 2. En primer lugar, que el signo de la política monetaria no siempre determina el grado de elasticidad de la oferta monetaria. Así, por ejemplo, se da la circunstancia de que éste resulta irrelevante para niveles de desarrollo bancario elevados. En segundo lugar, que el carácter endógeno o exógeno de la oferta monetaria viene determinado por el nivel de desarrollo del sistema bancario, y no por si las autoridades monetarias siguen una política de control de cantidades o de precios en el mercado de dinero. En tercer lugar, que la mayor o menor elasticidad de la oferta monetaria depende, fundamentalmente, de la preferencia por la liquidez de los oferentes y demandantes de crédito, y no tanto de si la oferta monetaria es endógena o exógena, o de si la política monetaria es restrictiva o no.

Nuestro argumento es, por tanto, que una vez que el sistema bancario ha alcanzado un nivel determinado de desarrollo, la oferta de liquidez a nivel regional es, al igual que a nivel nacional, endógena, y que su mayor o menor elasticidad dependerá del signo de la preferencia por la liquidez de los oferentes y demandantes de crédito.

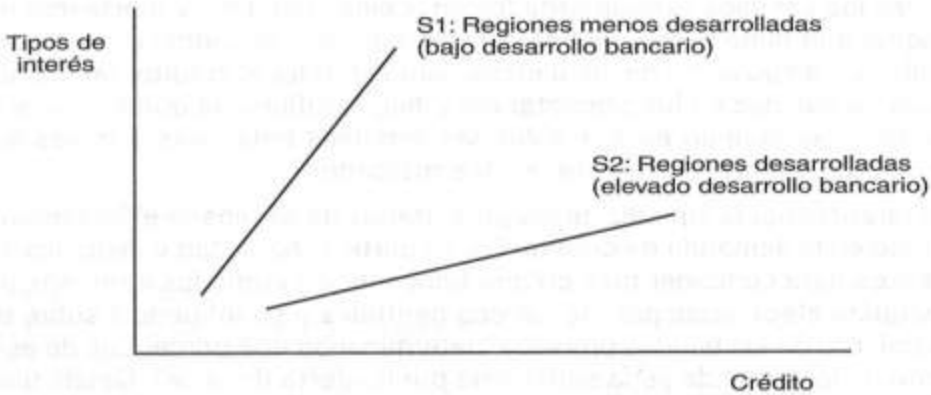
Ahora bien, en la medida en que los cambios en la preferencia por la liquidez se encuentren correlacionados con los ciclos económicos, es probable esperar que la oferta monetaria sea más elástica durante las expansiones que durante las recesiones; especialmente para aquellas regiones menos desarrolladas desde el punto de vista económico y financiero. Lo anterior implica que para las regiones que presentan menores niveles de desarrollo económico y financiero ciertos fenómenos de restricción crediticia podrían aparecer durante las fases recesivas.

Esto es así porque es en estas regiones en donde se aplicarán los mayores *cortes* en la política crediticia de las entidades financieras, puesto que en ellas se registran los mayores aumentos en la preferencia por la liquidez de todos los agentes (inversores, ahorradores y oferentes de crédito). En el gráfico 2 se resumen nuestro argumento. Al contrario que en los análisis más tradicionales, nosotros no supondremos que, debido a la existencia de un flujo perfecto de recursos financieros entre las diferentes regiones de una economía nacional, cada región se enfrenta a una oferta monetaria horizontal. Además, y en la medida en que asumimos que la oferta monetaria es endógena, tampoco consideramos que más crédito para una región implique, necesariamente, menos crédito para las restantes, ya que este razonamiento sólo es válido si consideramos que la oferta monetaria es exógena y que la cantidad de crédito disponible está limitada por esta última. Es por esto que la cuestión relevante a estudiar no es ya la del reparto regional de una cantidad fija de crédito determinada a nivel nacional, sino cómo reducir la preferencia por la liquidez de los agentes financieros regionales con el objeto de propiciar aumentos en la oferta y demanda regional de crédito. Y esta distinción es relevante pues si se diera el caso de que el *reparto* fuese la cuestión relevante a estudiar, entonces podría argumentarse que una medida de política económica que ayudaría a aumentar el crédito disponible para determinadas regiones sería la de incrementar la cantidad de crédito disponible a nivel nacional (mediante una política monetaria nacional expansiva) ya que, entonces, el *pastel* a repartir sería mayor y, por lo tanto, mayores también serían las cantidades asignadas a cada región. Sin embargo, si la cuestión relevante a considerar no fuese la del *reparto regional* del crédito, sino la de su creación, entonces la solución

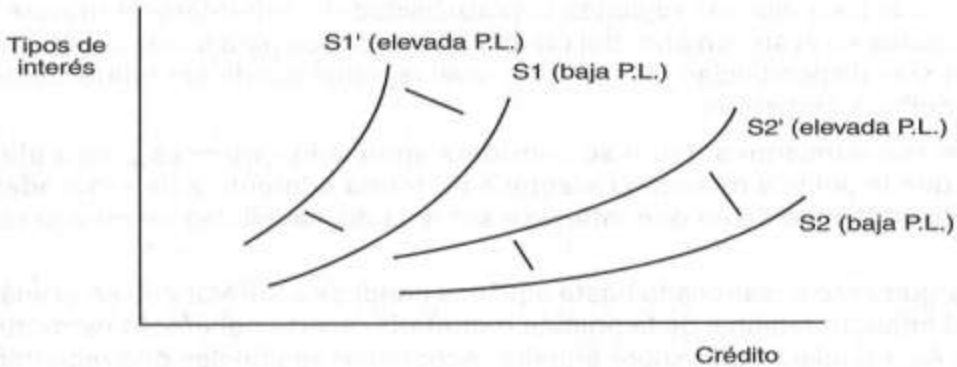
antes señalada no sería de gran utilidad por cuanto el problema del reducido crecimiento del crédito en la región vendría determinado por variables que estarían fuera del control directo de las autoridades monetarias como, por ejemplo, la preferencia por la liquidez de los demandantes y oferentes de crédito.

Gráfico 2
OFERTA Y DEMANDA REGIONAL DE CRÉDITO Y CAMBIOS EN EL NIVEL DE DESARROLLO BANCARIO Y PREFERENCIA POR LA LIQUIDEZ

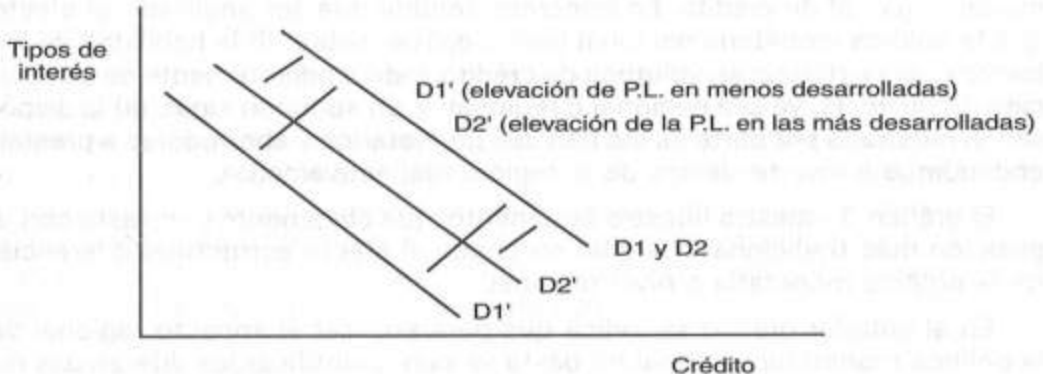
A.- Cambios en los niveles de desarrollo bancario



B.- Cambios en la preferencia por la liquidez de los bancos (P.L.)



C.- Cambios en la preferencia por la liquidez de prestatarios



Si aceptamos, pues, que a medida que una economía se desarrolla la oferta monetaria se convierte en endógena, significando ello que el sistema bancario puede crear crédito en términos netos si así lo considerase oportuno, entonces la cuestión relevante a estudiar no sería la de cómo se reparte una cantidad fija de crédito entre diferentes regiones, sino cómo se crea el crédito bancario y qué factores explican las diferencias de comportamiento entre las diferentes regiones. Es decir, la cuestión a analizar sería por qué algunas regiones se enfrentan a una oferta de crédito inelástica (región B en el gráfico 2), mientras que otras se enfrentan a una oferta elástica (región A).

Desde la óptica regional, los factores que se deberían estudiar serían los que explican los cambios experimentados en la elasticidad de la oferta monetaria regional a lo largo de las distintas fases del ciclo económico; es decir, (i) la habilidad y disposición de los bancos para extender el crédito; (ii) la preferencia por la liquidez de los prestatarios; y (iii), la influencia que las autoridades monetarias podrían ejercer sobre las variables anteriores a través de su intervención, directa e indirecta, en los mercados.

La preferencia por la liquidez de los prestatarios determinaría el incremento registrado en la demanda de crédito. Por su parte, la habilidad y disposición de los bancos para conceder más crédito bancario, así como las intervenciones monetarias efectuadas por los bancos centrales y su influencia sobre el comportamiento de los bancos privados, determinarían qué porcentaje de ese incremento de la demanda sería satisfecho por la oferta (bancos). Desde una perspectiva regional, lo que interesaría determinar es: (i) si el grado de endogeneidad y elasticidad de la oferta monetaria también varían de una región a otra; (ii) si para algunas regiones la probabilidad de enfrentarse a mayores restricciones en el crecimiento del crédito es mayor que para otras; o, por último, (iii) si la disponibilidad de crédito a nivel regional puede ser influenciada por la política monetaria.

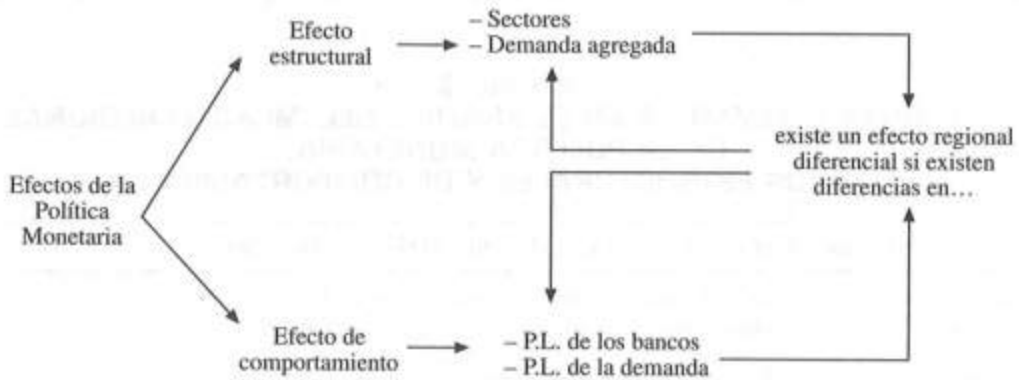
Si el razonamiento anterior se considera apropiado, entonces podría afirmarse que la política monetaria afectaría de forma diferente a determinadas regiones en la medida en que influyese sobre la disponibilidad de crédito regional.

El argumento desarrollado hasta aquí nos conduce a afirmar que en el análisis del impacto regional de la política monetaria, aparte del *efecto estructural* que ésta pudiera tener sobre aquellas economías regionales que registren diferencias estructurales con respecto a la media nacional, también debería considerarse la influencia que tal política podría tener sobre la oferta y demanda regional de crédito. En concreto, tendría que ser analizado el efecto que la política monetaria nacional podría ejercer sobre: (i) la habilidad de los bancos para extender su volumen de crédito, independientemente de su posición de reservas, ya sea nacional o regional; y, en segundo lugar, (ii) la disposición mostrada por parte de los bancos, prestatarios y ahorradores a prestar, endeudarse e invertir dentro de la región, respectivamente.

El gráfico 3 muestra nuestro argumento, que claramente contrasta con la posición más tradicional que sólo reconoce el efecto estructural diferencial de la política monetaria a nivel regional.

En el anterior gráfico se indica que para analizar el impacto regional de la política monetaria nacional no basta ya con cuantificar las diferencias re-

Gráfico 3
EFFECTO ESTRUCTURAL Y DE COMPORTAMIENTO



P.L. = preferencia por la liquidez

gionales en términos de sensibilidades sectoriales a los ciclos económicos coyunturales, ni las diferencias regionales en términos de las elasticidades precio, tipo de interés o renta de los distintos componentes de la demanda agregada regional (*efecto estructural*). Y ello es así porque la política monetaria nacional también podría influir, aunque sólo sea indirectamente, sobre los resultados económicos regionales si ésta fuese capaz de modificar la preferencia por la liquidez de los oferentes y demandantes de crédito, ya que ello afectaría al volumen de crédito disponible a nivel regional (*efecto de comportamiento*).

Son varias las implicaciones que se derivan de la inclusión de esta nueva dimensión de comportamiento en la cuantificación del impacto regional de la política monetaria.

Una primera implicación es que, lo que ahora resulta relevante es el análisis de los factores que determinan la creación de crédito a nivel regional, y no tanto los que determinan su reparto entre diferentes regiones. Y ello es así porque, cuando la oferta monetaria es endógena, más crédito para una región no implica, necesariamente, menos crédito disponible para las restantes, tal y como sugiere la literatura financiera tradicional. Por lo tanto, la cuestión empírica a analizar no es ya la del *reparto regional* de una suma fija de recursos financieros, sino la de los mecanismos que permiten *crear crédito* regional en términos netos.

Otra implicación que se deriva de todo lo anterior es que el impacto regional de la política monetaria también se podría manifestar a través de la existencia de un *patrón de disponibilidad de crédito más inestable* para determinadas regiones, y no tanto en una *tendencia decreciente a largo plazo* en sus participaciones crediticias. Además, hay que señalar que tal inestabilidad en la disponibilidad de crédito regional no se debe, exclusivamente, a la actuación en solitario de la autoridad monetaria nacional, sino que responde a lo que Dow (1992) ha calificado, e identificado para el caso escocés, como un *comportamiento financiero defensivo* del conjunto de agentes regionales, y no sólo del de la banca.

En definitiva, lo que nuestro análisis ha sugerido hasta el momento es que en la cuantificación del impacto regional de la política monetaria se deben distinguir dos dimensiones: una *estructural* y otra de *comportamiento* (cuadro 3).

Cuadro 3
VARIABLES RELEVANTES EN EL ANÁLISIS DEL IMPACTO REGIONAL
DE LA POLÍTICA MONETARIA.
EFFECTOS ESTRUCTURALES Y DE COMPORTAMIENTO

1. Efectos regionales de la política monetaria: Efectos estructurales

Sectores productivos	Sensibilidad de los sectores a los ciclos económicos: elasticidad precio, ingreso y tipos de interés.
Demanda agregada	Respuesta del consumo (duradero y no duradero) y la inversión (capital fijo, construcción, etc.) a los cambios en: tipos de interés, ingreso nacional y restricciones de crédito. Respuesta de las exportaciones e importaciones al tipo de cambio, tipo de interés y restricciones en el crédito. Interesante considerar las diferencias regionales en grados de apertura, propensiones medias y marginales a exportar e importar, especialización exportadora y composición de las importaciones.
Sector empresarial	Dimensión empresarial: diferencias en términos de fuentes de financiación, costes y disponibilidad de crédito, garantías, etc.
Grado de competencia	Grado de segmentación en el mercado financiero regional, existencia de costes (información, administrativos, evaluación de riesgos), existencia de activos e intermediarios financieros «regionales», distancia a los centros financieros, etc.

2. Efectos regionales de la política monetaria: Efectos de comportamiento

Oferta regional de crédito	Habilidad y disposición de los bancos para extender el crédito: grado de desarrollo bancario, preferencia por la liquidez de los bancos; reglas de asignación de crédito, etc. Regulación financiera; signo de la política monetaria (Banco Central). Preferencias de los ahorradores locales.
Demanda regional de crédito	Disposición a endeudarse (invertir) de los prestatarios; preferencia por la liquidez; tamaño (dependencia del sistema bancario, información disponible, poder de negociación, etc.).

Fuente: Rodríguez Fuentes (1993 y 1995a).

El efecto estructural se manifestará a través de la existencia de diferencias regionales en términos de la estructura productiva y demanda agregada regional, las características del sector empresarial y, por último, el grado de segmentación existente en los mercados financieros regionales. Lo más des-

tacable de este aspecto es que es susceptible de cuantificación a través, por ejemplo, del cálculo de algunas elasticidades regionales o de ratios tales como los que se recogen en la columna de la derecha del cuadro; por ejemplo, la sensibilidad de cada sector regional con respecto a los ciclos económicos; las elasticidades-renta y tipo de interés del consumo y la inversión regionales; las elasticidades-precio de las exportaciones e importaciones regionales; las propensiones medias y marginales a exportar e importar; etc.

Por su parte, el efecto de comportamiento se manifestará a través de la existencia de diferencias regionales en términos del nivel de desarrollo del sistema bancario y de la preferencia por la liquidez, y será tanto, o más importante, que el estructural, cuanto más desarrollado se encuentra el sistema bancario.

4. LA HABILIDAD Y DISPOSICIÓN DE LOS BANCOS PARA EXTENDER EL CRÉDITO ENDÓGENAMENTE

Como ya se destacó en el apartado anterior, a la hora de evaluar el impacto regional de la política monetaria es necesario analizar la habilidad y disposición de los bancos para incrementar la oferta de crédito regional más allá de su base de depósitos, ya que ésta determinará no sólo el grado de endogeneidad de la oferta monetaria regional, sino también el factor que potencialmente podría constreñir el crecimiento del crédito regional.

Si el grado de desarrollo del sistema bancario fuese reducido, es decir, si el banco central pudiera ejercer un control exógeno y estricto sobre la oferta monetaria, entonces el problema financiero regional se limitaría al reparto regional de la cantidad de dinero así determinada (exógenamente) por las autoridades monetarias. El análisis sobre este punto claramente coincidiría con los modelos del multiplicador monetario regional en los que se asume que la política monetaria nacional podría afectar a las regiones mediante la reducción de la cantidad de crédito disponible a nivel nacional, o incrementando su coste. De este modo, el efecto regional diferencial de la política monetaria aparecería cuando (i) la reducción registrada en el crédito bancario no se distribuyese de forma proporcional entre las diferentes regiones, es decir, cuando algunas regiones registraran reducciones superiores a otras, o (ii) cuando los mayores tipos de interés tuviesen un impacto más fuerte sobre determinadas regiones, por ejemplo, sobre aquellas con sectores económicos más sensibles a cambios en los tipos de interés.

Sin embargo, si el sistema bancario hubiera alcanzado elevados niveles de desarrollo, el *problema financiero regional* sería muy diferente al del reparto del crédito. En este caso, el problema a analizar sería por qué la oferta y demanda de crédito registran crecimientos tan débiles en algunas regiones, originando así un crecimiento más lento del crédito en ellas. Desde la óptica individual de cada región, la cuestión a analizar no sería la de cómo incrementar el tamaño de *su porción* en el *pastel financiero nacional*, sino cómo incrementar el tamaño del pastel regional en sí mismo. En este ámbito, el juego no sería de suma cero ya que las ganancias de una región (incremento en su participación en el total de crédito nacional) no tienen por qué corresponderse con las pérdidas de otras (menores participaciones en el crédito nacio-

nal). Y ello es así porque cuando la oferta monetaria es endógena, más crédito para una región no significa, necesariamente, menos crédito disponible para las restantes. A nivel de cada región, el tamaño de su participación en el total de crédito bancario a nivel nacional no dependería solamente de (i) la base de depósitos y reservas del sistema bancario en esa región, (ii) del acceso a recursos financieros externos, ya sea de la oficina central del banco en otra región o de los mercados monetarios o interbancarios nacionales, sino que también dependería de (iii) la propia habilidad de los bancos para extender su crédito más allá de lo que su posición de reservas les permite, factor que depende del grado de desarrollo alcanzado por el sistema bancario y de las posibilidades que éste tiene para innovar y, de esta forma, crear medios de pago aceptados por el público.

Desde esta perspectiva, lo que resultaría de interés para cuantificar el impacto regional de la política monetaria sería estudiar el efecto que las intervenciones de las autoridades monetarias podrían generar sobre el comportamiento de los bancos en términos de sus políticas crediticias a nivel regional. Ya no se trata, pues, de que los bancos no presten recursos (créditos) en la región porque no disponen de recursos suficientes (reservas, depósitos). Ahora se trata también de analizar por qué los bancos deciden no prestar en algunas regiones cuando disponen de medios para captar o crear recursos, ya sean recursos procedentes de su sede central, de otros mercados financieros, o mediante operaciones de innovación financiera. Se trata, pues, de analizar las diferencias regionales en términos de preferencia por la liquidez bancaria, ya que ahora es el propio comportamiento de la institución bancaria el que impone ciertos límites al crecimiento del crédito a nivel regional.

Desde una perspectiva regional, lo que debería ser analizado es si el comportamiento de los bancos difiere sustancialmente entre diferentes regiones y por qué. Si no existiese un comportamiento diferencial en términos regionales, una elevación de la preferencia por la liquidez a nivel nacional, como consecuencia de una política monetaria y financiera más restrictiva, se traduciría en un descenso de la oferta de crédito que sería distribuido de forma homogénea entre las diferentes regiones. Si, por el contrario, existiese un comportamiento diferente entre las regiones, entonces el aumento en la preferencia por la liquidez podría traducirse en descensos de mayor cuantía en la oferta de crédito en determinadas regiones; es decir, existiría un reparto desigual de los *cortes* en la política crediticia de las instituciones en la medida en que en algunas regiones los bancos se comportasen de una forma más conservadora (mayor preferencia por la liquidez que en otras). La cuestión reside, pues, en especificar qué regiones son las que conformarían este grupo; es decir, en qué tipo de regiones los bancos procederán a reducir sus créditos de una forma más intensiva que en otras durante los períodos de elevada preferencia por la liquidez.

El problema con el que nos enfrentamos ahora es cómo medir la preferencia por la liquidez de los bancos. Para algunos economistas esta cuestión podría ser solucionada por medio de la comparación entre las cifras de créditos y depósitos regionales, ya que la diferencia entre ambas podría indicar hasta qué punto los bancos no prestan todo lo que captan en una región. Esta variable podría ser utilizada, *grosso modo*, como un indicador de la preferencia por la liquidez de los bancos en una región. De este modo, más depósitos que cré-

ditos en una región indicaría que los bancos estarían conduciendo recursos fuera de la misma, ya sea porque no existen posibilidades de inversión rentables en la región o, porque existiendo, los bancos las consideran muy arriesgadas. Sin embargo, esta interpretación y uso de las cifras de créditos y depósitos regionales sólo encajaría en un mundo de dinero exógeno que considere que los bancos tan sólo pueden prestar en una región lo que han captado previamente en forma de depósitos. No obstante, y una vez que hemos introducido el carácter endógeno de la oferta monetaria, el argumento anterior pierde su validez ya que ahora los bancos no esperan pasivamente por los depósitos para luego prestar, sino que primero prestan y luego buscan reservas necesarias para hacer frente a sus obligaciones contables con el banco central. En este sentido, si consideramos que la oferta monetaria es endógena, la relación de causalidad entre depósitos y créditos se invierte: ahora son los créditos los que generan depósitos, siempre y cuando los primeros incrementen la renta regional y tales incrementos pasen a ser depositados en el sistema bancario, y no al contrario.

Además, desde el momento en que se considere que la oferta monetaria es conducida por el crédito y parcialmente determinada por su demanda, entonces un elevado ratio depósitos/créditos regionales podría ser explicado tanto por la baja disposición de los bancos a prestar en la región, como por la de los inversores a endeudarse. Este aspecto es el que se analizará en el siguiente apartado.

5. EL COMPORTAMIENTO DE LA DEMANDA DE CRÉDITO

Aunque resulta evidente, no por ello es menos cierto: los bancos suministran crédito, pero estos sólo se conceden si realmente existen otros agentes que efectivamente los demandan. Es por ello que si se quiere comprender el proceso de creación de crédito, debemos prestar atención tanto a los factores que operan desde el lado de la demanda como a los que actúan por el lado de la oferta.

En lo que respecta al comportamiento de la demanda de crédito, lo que debería analizarse es hasta qué punto las intervenciones de las autoridades monetarias interfieren en el comportamiento de los inversores regionales. Sobre este particular se podrían distinguir dos factores.

Un primer efecto podría ser el causado por las elevaciones de los tipos de interés sobre aquellas demandas de recursos financieros que son altamente sensibles a esas variaciones, probablemente, las demandas ligadas a los proyectos de inversión que ofrecen rentabilidades reducidas en el corto plazo, pero no necesariamente en el largo. Sin embargo, hay que señalar también que las elevaciones en los tipos de interés tendrán un impacto diferente sobre las distintas clases de prestatarios; por ejemplo, entre empresas grandes y pequeñas. En este sentido se suele sostener que las empresas grandes serán menos afectadas por las elevaciones en los costes de financiación bancaria o por el racionamiento del crédito ya que (i) disponen de otras fuentes de financiación alternativas, (ii) tienen un mayor poder de negociación frente a las entidades bancarias a la hora de pactar nuevas líneas de financiación y contratar tipos preferenciales en su financiación, (iii) pueden ofrecer mayores ga-

rantías reales con las que cubrir la posibilidad de quebranto del contrato de crédito y, por último, (iv) son más fáciles y menos costosas de evaluar en términos de riesgo crediticio, ya que están en disposición de poder ofrecer más información estándar a la entidad financiera que la que podría ofrecer un pequeño empresario. Todo lo anterior apunta a que, en caso de existir algún tipo de racionamiento del crédito bancario, es más probable que éste se deje sentir antes y con mayor intensidad en el sector de pequeñas y medianas empresas. Dado que es muy probable que el tamaño medio de las empresas sea notablemente inferior en las economías regionales periféricas, ello también explicaría por qué estas últimas son las que se verán más afectadas por las situaciones de racionamiento de crédito bancario.

Pero además del tamaño empresarial, otra variable que valdría la pena considerar a la hora de analizar el impacto regional de la política monetaria es la de la especialización empresarial, ya que este factor podrá influir sobre la mayor o menor capacidad de traslación de las elevaciones en costes (financieros) hacia los precios.

Por lo que se refiere al segmento de préstamos personales (crédito familiar), lo que sería interesante analizar son los cambios registrados en el endeudamiento personal como consecuencia de cambios en las condiciones monetarias generales (tipos de interés, fundamentalmente). Un efecto potencial podría ser aquel que los mayores tipos de interés podrían tener sobre la riqueza personal y el ingreso actual y esperado⁸, ya que estos determinan la capacidad de endeudamiento personal. Otro factor a incluir en el análisis será el de los cambios originados en el comportamiento financiero de los individuos (decisión de endeudamiento) como consecuencia de la variación en las condiciones monetarias generales. Este aspecto se justifica por la existencia de diferencias individuales en términos del grado de aversión al riesgo, la preferencia por la liquidez, etc. En la medida en que existan algunas diferencias regionales en estos términos, que posiblemente se relacionen con factores demográficos, culturales y sociológicos, podremos afirmar que la política monetaria nacional ejerce efectos regionales diferenciales ya que provoca diferentes efectos sobre las demandas regionales de crédito.

A modo de resumen se podría afirmar que el impacto regional de la política monetaria será tanto mayor cuanto mayores sean las diferencias regionales en términos de las rentabilidades reales a corto plazo de los proyectos de inversión, de la dimensión media y especialización de las empresas, del grado de aversión hacia el riesgo y de la preferencia por la liquidez de los agentes financieros.

Otra cuestión que merecería nuestra atención sería el efecto que los cambios en las condiciones monetarias podrían tener sobre el comportamiento de los ahorradores regionales y, particularmente, sobre sus carteras de inversión. Si, por ejemplo, la política monetaria influyese sobre el comportamiento de los ahorradores, en el sentido de que les condujera a adquirir activos financieros más líquidos y menos arriesgados, y que tales activos no existieran en el mercado financiero regional, el intento por parte de los ahorradores regio-

(8) Algunos de estos aspectos son analizados en los trabajos de Moore (1989b), Niggle (1989), Ash y Bell (1991) y Arestis y Howells (1994).

nales por convertir sus carteras financieras en más líquidas y seguras podría conducirles a dirigir sus inversiones hacia otros mercados en los que sí se ofreciesen estos activos financieros. La cuestión a estudiar aquí sería la composición de la cartera de inversiones financieras de los ahorradores regionales (las familias, fundamentalmente).

6. CONCLUSIONES

A lo largo del presente trabajo se ha presentado un marco teórico para el análisis del impacto regional de la política monetaria en el que se señaló la necesidad de distinguir dos efectos: el estructural y el de comportamiento. El primero de ellos, el estructural, es el que habitualmente se reconoce en la mayor parte de los trabajos de los que nosotros tenemos constancia, y se manifiesta, fundamentalmente, a través de la existencia de diferencias regionales estructurales susceptibles de cuantificación. Por su parte, el efecto de comportamiento constituye, en nuestra opinión, el aspecto más novedoso de nuestro trabajo, y se manifiesta a través de la existencia de diferencias regionales en términos del nivel de desarrollo del sistema bancario y de la preferencia por la liquidez, lo cual ocasionará diferencias en el comportamiento financiero de los oferentes y demandantes de crédito a nivel regional. Lo más relevante de este efecto, el de comportamiento, es que no es fácilmente cuantificable y que, además, será tanto más importante cuanto más desarrollado se encuentre el sistema bancario.

Una conclusión que podría derivarse del análisis desarrollado a lo largo de estas páginas es que una vez que el sistema bancario de una economía ha alcanzado elevados niveles de desarrollo, el efecto estructural resulta insuficiente para cuantificar el impacto regional de la política monetaria, ya que éste no toma en consideración el efecto que los cambios monetarios nacionales podrían tener sobre el comportamiento financiero de los agentes regionales.

Otra conclusión que se desprende del marco teórico presentado en nuestro trabajo es que a medida que el sistema bancario se desarrolla, entonces la cuestión relevante a analizar no es la del reparto regional del crédito nacional, sino la de los patrones regionales de creación (destrucción) de crédito neto a nivel regional. Con respecto a este último aspecto, nuestro análisis además indicó que los cambios regionales en la preferencia por la liquidez podrían conducir a que para algunas regiones el problema financiero consista en la existencia de *comportamientos más inestables* en la creación de crédito, más que en una *tendencia decreciente* a largo plazo en las participaciones regionales de crédito; donde por comportamientos más inestables se entiende mayores crecimientos y decrecimientos en el crédito regional durante las fases expansivas y recesivas, respectivamente. No obstante, debe tenerse en cuenta que la mayor inestabilidad en los patrones de creación de crédito regional es explicada por el comportamiento conjunto de la oferta y la demanda regional de crédito, y no sólo por el comportamiento exclusivo de los oferentes. Es por ello que no basta con analizar por qué los bancos no prestan a nivel regional, sino que también debería analizarse por qué los inversores regionales no están dispuestos a endeudarse e invertir en la región, así como por qué los ahorradores regionales deciden colocar sus recursos financieros en activos financieros menos arriesgados y más líquidos en otros mercados

regionales. Se trata, pues, de un proceso en el que el débil crecimiento del crédito a nivel regional no es sólo consecuencia del comportamiento conservador de los bancos. Y no puede ser así porque es obvio que los bancos no pueden prestar más si no existe alguien que esté dispuesto a endeudarse. Por lo tanto, el débil crecimiento del crédito en determinadas regiones no se explicará sólo por la baja disposición de los bancos a prestar, sino que también podría deberse a una baja disposición por parte de los inversores a endeudarse en la región. En definitiva, se trata, de un proceso generalizado al conjunto de los agentes regionales y que ha sido calificado por Dow (1992) como *comportamiento financiero defensivo*.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- 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*, vol. 23, n.º 1, págs. 85-110.
- Arestis, P. (1992): *The Post-Keynesian Approach to Economics: An Alternative Analysis of Economic Theory and Policy*, Aldershot, Edward Elgar.
- Arestis, P. y Howells, P. (1994): «Monetary Policy and Income Distribution in the UK», *Review of Radical Political Economics*, vol. 26, n.º 3, págs. 56-65.
- Ash, C. y Bell, D. N. F. (1991): *The Regional Impact of Changes in Interest Rates*, University of Stirling, Department of Economics.
- Barth, J.; Phaup, M. y Pierce, D. M. (1975): «Regional Impact of Open Market Operations on Member Bank Reserves», *Journal of Economics and Business*, vol. 28, n.º 1.
- Beare, J. B. (1976): «A Monetarist Model of Regional Business Cycles», *Journal of Regional Science*, vol. 16, n.º 1, págs. 57-63.
- Bias, P. V. (1992): «Regional Financial Segmentation in the United States», *Journal of Regional Science*, vol. 32, n.º 3, págs. 321-34.
- Blake, N. (1995): «The Regional Implication of Macroeconomic Policy», *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 11, n.º 2, págs. 145-64.
- Bryan, W. R. (1967): «Bank Adjustment to Monetary Policy: Alternative Estimates of the Lag», *American Economic Journal*, vol. 57, n.º 4, págs. 855-64.
- Carlino, G.; Cody, B. y Voigh, R. (1990): «Regional Impacts of Exchange Rates Movements», *Regional Science Perspectives*, vol. 20, n.º 1, págs. 89-102.
- Chasse Econometric Associates Inc. (1981): «Rural Impacts of Monetary Policy», *Agricultural Economics Research*, vol. 33, n.º 4, págs. 1-11.
- Chick, V. (1973): *The Theory of Monetary Policy*, Basil Blackwell, Oxford.
- Chick, V. (1983): *Macroeconomics After Keynes. A Reconsideration of the General Theory*, Philip Allan, Oxford.
- Chick, V. (1986): «The Evolution of the Banking System and the Theory of Saving, Investment and Interest», *Economies et Societes 20, Monnaie et Production*, vol. 3, págs. 111-26.

- Chick, V. (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», Berlín.
- 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, págs. 219-50.
- Cohen, J. y Maeshiro, A. (1977): «The Significance of Money on the State Level», *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 9, págs. 672-8.
- Davidson, P. (1978): *Money and the Real World*, McMillan.
- Davidson, P. (1994): *Post Keynesian Macroeconomic Theory. A Foundation for Successful Economic Policies for the Twenty-First Century*, Edward Elgar.
- Deiss, J. (1978): «The Regional Adjustment Process and Regional Monetary Policy», *Rivista Internazionale di Scienze Economiche e Commerciali*, vol. 25, n.º 10, págs. 858-77.
- Dow, J. C. R. y Saville, I. D. (1990): *A Critique of Monetary Policy. Theory and British Experience*, Oxford.
- Dow, S. C. (1982): «The Regional Composition of the Money Multiplier Process», *Scottish Journal of Political Economy*, vol. 29, n.º 1, págs. 22-44.
- Dow, S. C. (1987a): «Money and Regional Development», *Studies in Political Economy*, vol. 23, n.º 2, págs. 73-94.
- Dow, S. C. (1987b): «Post Keynesian Monetary Theory for a Open Economy», *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 9, n.º 2, págs. 237-57.
- Dow, S. C. (1987c): «The Treatment of Money in Regional Economics», *Journal of Regional Science*, vol. 27, n.º 1, págs. 13-24.
- Dow, S. C. (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, págs. 208-18.
- Dow, S. C. (1990): *Financial Markets and Regional Economic Development: the Canadian Experience*, Avebury, Aldershot.
- Dow, S. C. (1992): «The Regional Financial Sector: A Scottish Case Study», *Regional Studies*, vol. 26, n.º 7, págs. 619-31.
- Dow, S. C. (1993): *Money and the Economic Process*, Edward Elgar, England.
- Dow, S. C. (1994a): «Endogenous Money», en Harcourt, G. C. y Riach, P. (eds.): *The Second Edition of Keynes's General Theory*, Routledge.
- Dow, S. C. (1994b): *Horizontalism: A Critique*, University of Stirling, Department of Economics.
- Doyle, M. F. (1988): «Economic and Monetary Union: The Regional Dimension», *Bank of Ireland, Quarterly Bulletin*, Winter, págs. 44-51.
- Doyle, M. F. (1991): «European Monetary Union: The Impact on Ireland», *Central Bank of Ireland, Quarterly Bulletin*, Autumn, n.º 3, págs. 37-45.

- Doyle, M. F. (1992): «European Monetary Union: An Irish Perspective», *Central Bank of Ireland, Quarterly Bulletin*, Spring, n.º 1, págs. 43-50.
- 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, págs. 158-220.
- Fishkind, H. H. (1977): «The Regional Impact of Monetary Policy: An Economic Simulation Study of Indiana 1958-1973», *Journal of Regional Science*, vol. 17, n.º 1, págs. 77-88.
- Garrison, C. B. y Chang, H. S. (1979): «The Effect of Monetary and Fiscal Policies on Regional Business Cycles», *International Regional Science Review*, vol. 4, n.º 2, págs. 167-80.
- Garrison, C. B. y Kort, J. R. (1983): «Regional Impact of Monetary and Fiscal Policy: A Comment», *Journal of Regional Science*, vol. 23, n.º 2, págs. 249-61.
- Goodhart, C. A. E. (1989): *Money, Information and Uncertainty*, Second Edition, Macmillan.
- 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, págs. 65-98.
- Harrigan, F. J. y McGregor, P. G. (1987): «Interregional Arbitrage and the Supply of Loanable Funds: A Model of Intermediate Financial Capital Mobility», *Journal of Regional Science*, vol. 27, n.º 3, págs. 357-67.
- Jones, M. E. F. (1985): «The Regional Impact of an Overvalued Pound in the 1920s», *Economic History Review*, vol. 38, n.º 3, págs. 393-401.
- Kaldor, N. (1986): *The Scourge of Monetarism*, Second Edition, Oxford University Press, Oxford.
- Kozłowski, P. J. (1991): «Integrating Money into Regional Models of Leading Indicators», *Review of Regional Studies*, vol. 21, n.º 3, págs. 235-48.
- Lawrence, R. J. (1963): *The Regional Impact of Monetary Policy*, Unpublished Ph.D. Dissertation, University of Michigan.
- Martínez Estévez, A. (1994): «Implicaciones Regionales de las Políticas Económicas», en Pulido, A. y Cabrer, B. (eds.): *Datos, técnicas y resultados del moderno análisis económico regional*, Ediciones Mundi-Prensa, págs. 309-35.
- Martínez Estévez, A. y Pedreño Muñoz, A. (1990): «Comunidad Valenciana: crecimiento y crisis exportadora», *Papeles de Economía Española*, n.º 45, págs. 379-97.
- Mathur, V. K. y Stein, S. (1980): «Regional Impact of Monetary and Fiscal Policy: An Investigation into the Reduced Form Approach», *Journal of Regional Science*, vol. 20, n.º 3, págs. 343-51.
- Mathur, V. K. y Stein, S. (1982): «The Regional Impact of Monetary and Fiscal Policy: Some Further Results», *Papers of the Regional Science Association*, vol. 50, págs. 67-74.

- Mathur, V. K. y Stein, S. (1983): «Regional Impact of Monetary and Fiscal Policy: A Reply», *Journal of Regional Science*, vol. 23, n.º 2, págs. 263-65.
- McKillop, D. G. y Hutchinson, R. W. (1990): *Regional Financial Sectors in the British Isles*, Avebury, Aldershot.
- McPheters, L. R. (1976): «Banking System Diffusion of Open Market Operations», *Southern Economic Journal*, vol. 43, n.º 2, págs. 1.009-16.
- Miller, R. J. (1978): *The Regional Impact of the Monetary Policy in the United States*, Lexington Books, Lexington.
- Moore, B. J. (1988a): *Horizontalists and Verticalists: The Macroeconomics of Credit Money*, Cambridge University Press, Cambridge.
- Moore, B. J. (1989b): «The effects of Monetary Policy on Income Distribution», en Davidson, P. y Kregel, I. (eds.): *Macroeconomic Problems and Policies of Income Distribution. Functional, Personal, International*, Edward Elgar, págs. 18-41.
- Moore, C. L. y Hill, J. M. (1982): «Interregional Arbitrage and the Supply of Loanable Funds», *Journal of Regional Science*, vol. 22, n.º 4, págs. 499-512.
- Moore, C. L.; Karaska, G. J. y Hill, J. M. (1985): «The Impact of the Banking on Regional Analyses», *Regional Studies*, vol. 19, n.º 1, págs. 29-35.
- Niggle, C. J. (1989): «Monetary Policy and Changes in Income Distribution», *Journal of Economic Issues*, vol. 23, n.º 3, págs. 809-22.
- Pedreño, A. y Pardo, G. (1990): «El sector exterior de la economía valenciana: impacto de la política monetaria», *Economistas*, vols. 45-46, págs. 178-83.
- Porteous, D. J. (1993): *The Spatial Dimensions of Intermediary Behaviour*, Unpublished Ph.D., Yale University.
- Richardson, H. W. (1973): *Regional Growth Theory*, Macmillan, London.
- Roberts, R. B. y Fishkind, H. (1979): «The Role of Monetary Forces in Regional Economic Activity: An Econometric Simulation Analysis», *Journal of Regional Science*, vol. 19, n.º 1, págs. 15-29.
- Rodríguez Fuentes, C. J. (1993): «Dinero, política monetaria y economía regional: una aproximación», *Situación*, vol. 2, págs. 27-43.
- Rodríguez Fuentes, C. J. (1995a): *Política monetaria y economía regional*, Tesis Doctoral no publicada, Departamento de Economía Aplicada, Universidad de La Laguna.
- Rodríguez Fuentes, C. J. (1995b): Recensión del libro «Money and the Economic Process, por Sheila C. Dow. Edward Elgar. 1993», *Scottish Journal of Political Economy*, vol. 42, n.º 2, págs. 239-40.
- Rodríguez Fuentes, C. J. y Godenau, D. (1993): «Regiones insulares y sistema financiero: Canarias como caso de estudio», Ponencia presentada en el Congreso Internacional *The European Periphery Facing the New Century*, Santiago de Compostela, España.
- Rousseas, S. (1986): *Post Keynesian Monetary Economics*, McMillan.

- Ruffin, R. J. (1968): «An Econometric Model of the Impact of Open Market Operation on Various Bank Classes», *Journal of Finance*, vol. 23, n.º 4, págs. 625-37.
- Samolyk, K. A. (1994): «Banking Conditions and Regional Economic Performance. Evidence of a Regional Credit Channel», *Journal of Monetary Economics*, vol. 34, págs. 259-78.
- Scott, I. O. (1955): «The Regional Impact of Monetary Policy», *Quarterly Journal of Economics*, vol. 69, n.º 2, págs. 269-84.
- Thurston, T. B. (1976): «Regional Interaction and the Reserve Adjustment Lag with the Commercial Banking Sector», *Journal of Finance*, vol. 31, n.º 5, págs. 1.443-56.
- Toal, W. D. (1977): *Regional Impacts of Monetary and Fiscal Policies in the Post War Period: Some Initial Tests*, Federal Reserve Bank of Atlanta, Technical Paper, Atlanta.
- Torrero Mañas, A. (1990): «El sector financiero: cambios y tendencias», en García Delgado, J. L. (dir.): *Economía Española de la Transición y la Democracia*, CIS, Madrid, págs. 343-55.
- Torrero Mañas, A. (1992): «El comportamiento financiero de la empresa española», Ponencia presentada en las «VII Jornadas de Alicante Sobre Economía Española», 24 de octubre, Alicante, España.
- Torrero Mañas, A. (1994): «Balance de la desregulación del sistema financiero», Ponencia presentada en las «IX Jornadas de Alicante Sobre Economía Española», 21 de octubre, Alicante, España.
- Wray, L. R. (1990): *Money and Credit in Capitalist Economies. The Endogenous Money Approach*, Edward Elgar.

ABSTRACT

In this paper a theoretical framework to analyze the regional impact of monetary policy is put forward. Two different situations were distinguished. In the first one the money supply was considered exogenous, so the regional impact of the monetary policy was identified with regional structural differences which were named *structural effect*. However, in the second case we sustained that the structural effect was unable to take into account all the effects that monetary policy may have on economy. And this is so because money supply was assumed to be endogenous to the economic system, that is to say, *credit-driven* and partially *demand-determined*. That is the reason why we've pointed out that in order to analyze the regional impact of monetary policy two different effects should be considered: an *structural effect* (which works through regional structural differences) and a *behavioural* one (which works through different behavioural responses among regions).

Key words: monetary policy, regional impact, postkeynesian monetary theory.