

Los sistemas financieros de la periferia: una comparación entre Escandinavia y el sur de Europa en el siglo XIX¹

Jaime Reis

Instituto de Ciências Sociais
Rua Miguel Lupi, 18 r/c
1200 Lisboa
Portugal
jaime.reis@ics.ul.pt

RESUMEN

Este artículo evalúa el papel de las finanzas en el crecimiento económico dentro de una comparación entre dos zonas europeas, Escandinavia y el sur de Europa, en la segunda mitad del siglo XIX. Esta comparación muestra que el desarrollo económico fue mucho mayor en la primera región. Esto es así porque las instituciones financieras escandinavas eran mejores, no sólo movilizand los ahorros de los clientes, sino también transformándolos en créditos disponibles para los sectores privados no financieros de la economía. A través de los ahorros, los diferentes niveles de renta per cápita influyeron en estas diferencias. Sin embargo parece que los factores exógenos procedentes de la política, la sociedad y la cultura han sido aún más importantes.

¹ El autor quiere dar las gracias por su inestimable ayuda a Andrés Hoyo Aparicio, Sverre Knutsen, Daniel Waldenstrom, Per H. Hansen, Peter Hertner, Luis Cañeda, Pedro Tedde de Lorca, Håkan Lindgen, Hans Sjögren, Dermot O'Brien, Anders Sjölander, Duncan Ross, Gjis Kessler, Giuseppe Conti y Luciano Amaral. Está especialmente agradecido por la oportunidad que tuvo de disfrutar de una estancia en el Departamento de Investigación del Banco de Portugal, en donde escribió este artículo, que se ha presentado en encuentros en la Universidad de Barcelona, la Universidad de Umea, la Universidad de Porto, la Universidad de Madeira, la Universidad de Murcia y la Sociedad Europea de Historia Económica.

1. Introducción

Una de las ideas más arraigadas que circula en relación con el crecimiento económico atribuye un importante papel a la intermediación financiera a la hora de determinar la actuación macroeconómica a largo plazo. Estudios comparativos recientes han demostrado que el aumento del PIB real per cápita desde 1960 está altamente relacionado con el tamaño, la estructura y posibilidades del sistema financiero de cada país (King y Levine, 1993; Levine, 1997 y 2004). De forma más general, según Sylla (2002: 280), "las diferencias pasadas y las actuales en el desarrollo del mundo se pueden explicar mediante las diferencias históricas en el desarrollo de los sistemas financieros modernos". Las razones de este hecho han sido claras durante mucho tiempo. Las instituciones financieras proporcionan dinero como respuesta a la creciente demanda de saldo en efectivo en términos reales y por lo tanto, ayudan a reducir los costes de las transacciones. Ofrecen mejores iniciativas para las empresas, lo que permite que éstas usen mejor los recursos financieros, contribuyendo así a aumentar la productividad total. Recopilando información de los clientes, proyectos y tecnologías de forma más barata, mediante las economías de escala y de alcance, pueden reducir riesgos, atraer más ahorros y combinarlos con préstamos de una escala que va más allá del alcance de los actores no institucionales. Su capacidad para controlar a los prestatarios a lo largo del tiempo permite invertir en proyectos que den mayor rendimiento (y riesgos). Todo esto implica disponer de una gran cantidad de fondos a un precio relativamente bajo y una mejor distribución de los recursos. Aunque forman parte de una larga tradición, los estudios históricos de este tipo no son frecuentes y se han basado principalmente en países de forma individualizada (Cameron, 1967). Cuando se han comparado, han tendido a centrarse en los aspectos normativos e institucionales de los problemas, planteando cuestiones como el impacto de estos aspectos en la eficacia con la que los sistemas bancarios reparten recursos con fines competitivos. El elemento principal de estas cuestiones es la hasta ahora clásica dicotomía entre dos distribuciones opuestas: el sistema continental, universal, orientado a los bancos y el sistema anglosajón, especializado funcionalmente y orientado al mercado (Ziegler, 1998). A pesar de que estos estudios se han centrado esencialmente en la influencia que estos modelos tuvieron en el crecimiento, sólo unos pocos han demostrado cuantitativamente esa relación, y el debate sobre los respectivos méritos que cada uno de estos sistemas se merece

aún continúa (Kennedy, 1987; Calomiris, 1995; Collins, 1998; Fohlin, 1999)². En un nuevo enfoque partiendo de esta visión, unos cuantos estudios se han centrado simplemente en una verificación más rigurosa de la relación generalmente asumida entre las finanzas y el crecimiento económico. Estos artículos han mostrado, econométricamente, que a mediados del siglo XIX, existieron relaciones estructurales a largo plazo entre las dos variables. También han demostrado, en algunos casos, la exogeneidad de la variable financiera y el crecimiento económico según la causalidad de Granger (Hansson y Jonung, 1997; Wachtel y Rousseau, 1995 y 1998; Rousseau y Sylla, 2003).

Aunque representan una mejora diferente, estos análisis aún plantean dos problemas importantes. Uno de ellos es factual. Obviamente, una investigación de este tipo exige una cantidad considerable de compilación de estadísticas financieras históricas. La mayor parte de la literatura histórica ha prestado relativamente poca atención a cuantificar la evolución de la escala y la estructura de los sistemas financieros nacionales a largo plazo, mientras a la vez, ha hecho que los resultados fueran verdaderamente comparables más allá de las fronteras. Como resultado, la "variable financiera", que se utiliza en estos modelos por lo general, da resultados poco satisfactorios porque sólo incluye partes de un todo. Ej. Se ha usado la banca comercial e, incluso en algunos casos, un indicador monetario en lugar de medir los bienes financieros (Rousseau y Sylla, 2003). Por lo tanto, no se puede captar toda la dimensión de la intermediación financiera, dado que los componentes institucionales importantes del sistema financiero, como las cajas de ahorros y los mercados de valores, no aparecen en los estudios.³ La situación empeoró, al menos en el siglo XIX, por la existencia de sectores financieros enormes pero de nuevo informales y sin medición alguna, algo que tampoco aparece en los estudios.⁴ No resulta sorprendente que cuando se utilizó más información de la habitual recientemente en encuestas para cuatro países (Suecia, Dinamarca, Italia y España) sobre datos de antes de 1914, se encontró que, al contrario de

² "Ni los sistemas basados en bancos ni los basados en mercados están íntimamente relacionados con el crecimiento económico", según una investigación empírica utilizando una amplia base de datos en el ámbito nacional. Véase Demirgüç-Kunt y Levine (2001).

³ Un ejemplo típico y reciente de esos defectos lo vemos en Rajan y Zingales (2003), quienes consideran como posibles indicadores de desarrollo financiero bien los depósitos de los bancos comerciales y de las cajas de ahorros o bien el tamaño del mercado de valores, pero no tiene en cuenta la posibilidad de unirlos. Desde una aproximación histórica, los estudios de Raymond Goldsmith (1969; 1985) son una excepción positiva, pero en el caso de muchos países en el período anterior a 1914, los datos contienen errores considerables.

⁴ Para conocer ejemplos sorprendentes sobre la importancia de este sector informal, véase García López (1989) para el caso de España, y Lindgren (2002) para Suecia.

lo que se había encontrado en investigaciones anteriores, no había "pruebas fehacientes para una relación a largo plazo" entre las finanzas y el crecimiento.⁵

La segunda preocupación que surge de este tipo de literatura es que se concentra totalmente en la capacidad de los sistemas financieros para recolectar recursos, dejando de lado las diferencias de eficacia "transformando" estos recursos en fondos para invertir en los sectores no financieros de la economía. Resulta una limitación analítica bastante significativa cuando se considera que fueron estos tipos de créditos, y no los bienes del sistema, los que potenciaron el proceso de crecimiento a largo plazo. En este artículo echamos un vistazo a estos temas desde un nuevo punto de vista. Nuestro primer objetivo es revisar los datos disponibles sobre el desarrollo financiero de ciertas economías europeas y relacionarlas con el crecimiento de esos países antes de la Primera Guerra Mundial. El segundo objetivo es intentar explicar porqué estos sistemas financieros nacionales se comportaron de formas tan dispares y, especialmente, el papel de estos sistemas con respecto a los factores exógenos. El marco para este estudio es una comparación entre Escandinavia y el sur de Europa durante el período de 1850 a 1914.

La "larga segunda mitad del siglo XIX" es interesante por el proceso de convergencia y de altas tasas de crecimiento sostenido que se experimentó en Occidente. También fue una época de rápido desarrollo financiero por toda Europa. Según Goldsmith (1985, p.2), "la creación de una superestructura financiera moderna [...] se completó básicamente en la mayoría de los países desarrollados a finales del siglo XIX o llegando a la Primera Guerra Mundial". En ambos casos, también fue una época durante la cual surgieron diferencias significativas entre los dos grupos de países que hemos seleccionado- Escandinavia (Dinamarca, Suecia y Noruega) y el sur de Europa (Italia, Portugal y España). Estas naciones, que eran igualmente pobres a mediados de siglo, separaron sus caminos, y las economías escandinavas alcanzaron niveles de crecimiento por encima de la media, mientras que sus homólogos del sur quedaban una y otra vez por detrás de la media europea. En 1913, según los datos de Prados (2000), el PIB per cápita de Dinamarca, Suecia y Noruega era un 30% superior al de Italia, España y Portugal. Se ha realizado una comparación parecida, teniendo en cuenta el desarrollo financiero de estos países. Los

⁵ O'Brien (2002:cap. 1). Cabe destacar que en el caso de Suecia, dicha relación sí existe durante el período 1918-80, y se sugiere que durante esos años el índice financiero finalmente alcanza "toda la extensión del desarrollo de la intermediación financiera" (p.2).

países escandinavos se perciben como los de "economías sofisticadas", especialmente Suecia, debido a una abundancia inusual de instituciones e instrumentos financieros, mientras que los países del sur de Europa se representan como lentos y retrasados en su desarrollo en este aspecto.

Un cometido esencial de este artículo es establecer, con la máxima rigurosidad que sea posible, lo grande que fue, de hecho, la diferencia económica entre el sur de Europa y Escandinavia durante ese período. Dado que los sistemas financieros nacionales pueden ser muy idiosincrásicos, esto significa que tendremos que sortear las variadas formas y apariencias que estos adquieren, centrándonos en un objetivo que pongamos como criterio, que se pueda aplicar a todas las economías y que sea relevante para el problema del crecimiento a largo plazo. De acuerdo con la literatura reciente, hemos adoptado el volumen de crédito per cápita que proporcionan todos los componentes del sistema financiero para la inversión productiva.⁶ No queremos medir el impacto exacto de esta variable en el crecimiento de las economías, una tarea importante pero para la que aún no disponemos de datos macroeconómicos adecuados. Nuestro objetivo es simplemente determinar si el volumen de crédito podría haber influido en el crecimiento y cómo lo habría hecho.

En este escrito nos vamos a guiar por dos principios metodológicos. Uno es que sólo hay un marco adecuado para este tipo de estudio, el sistema financiero como conjunto. Dicho de otra forma, se debe tener en cuenta todo tipo de institución, mercado e instrumento, en lugar de contar sólo con unos pocos. Debemos reconocer que en distintos países hay instituciones similares que quizá no desempeñen las mismas funciones, del mismo modo que instituciones diferentes pueden haber desempeñado funciones similares (Nordvik, 1993; Eichengreen, 1998). El segundo principio es que aunque instituciones individuales pueden ser formalmente idénticas, aún pueden diferenciarse mucho en lo que se refiere al éxito que tienen desempeñando los papeles que se les han asignado en la economía. Las diferencias pueden depender de multitud de factores, incluyendo los normativos, políticos, culturales, e incluso el tiempo que tardan en desarrollarse (Guinnane y Henriksen, 1998).

⁶ En contra de la tendencia de la literatura actual que considera los fondos del estado como irrelevantes en el crecimiento, este estudio sí incluye fondos pertenecientes a programas de inversión del estado, que son importantes y forman parte de las infraestructuras de la actuación económica.

Como ha mostrado Rene Stulz, "no hay una relación directa entre el desarrollo económico y la estructura financiera" (en Demirguç-Kunt y Levine, 2001: 147).

Este artículo se divide en cuatro partes. La primera, después de la introducción, destaca el tamaño y la estructura de los seis países que estamos observando y compara sus respectivos grados de "sofisticación financiera", midiéndola mediante el total de pasivos financieros. Estos datos se presentan en términos per cápita, en intervalos de diez años, y todos aparecen en una divisa común, la libra esterlina. La segunda parte analiza, otra vez de forma comparativa, hasta qué punto estos recursos se transformaron en créditos y estuvieron a disposición de la economía. En este caso la distinción crucial se da entre los créditos que provenían del sector productivo y los que no, que adsorbía el Estado, sencillamente se los quedaba el sistema financiero que no pertenecía al Estado o se utilizaban para operaciones extranjeras. La tercera y cuarta parte del artículo adelantan razones para las diferencias entre los países que nos hemos ido encontrando en las dos secciones anteriores y finalmente se presenta una conclusión.

2. Sistemas financieros: tamaño y estructura

Durante la segunda mitad del siglo XIX existía una gran variedad de agentes financieros activos en cada país europeo con el objetivo de movilizar ahorros para que otros pudieran usarlos. Estos fondos estaban muy presentes en distintos tipos de instituciones cuyos esfuerzos tenían una profunda influencia en la forma que adquirirían los sistemas financieros que estaban surgiendo (Forsyth y Verdier, 2003). Analíticamente, deberíamos distinguir tres grupos de actores, según su naturaleza institucional, los instrumentos que utilizaban y cómo aplicaban los recursos. Estos grupos son el sector financiero empresarial, en el sentido más amplio; el mercado de valores, en donde se invertían y negociaban los títulos del sector no financiero de la economía; y el estado. El objetivo de esta sección es medir cada uno de estos grupos para estimar, finalmente, el tamaño total del sistema financiero. En este punto, no distinguimos quién aportó los fondos ni si eran de origen nacional o extranjero. La primera forma de medir la eficacia del sistema en la que estamos interesados es examinar la capacidad de convencer al público para aceptar las reivindicaciones que se exponían.

Una de las características principales del desarrollo económico del siglo XIX es que Europa era una miríada de tipos de instituciones financieras empresariales en el campo de las finanzas. Estas instituciones diferían de la forma legal y de propiedad, de los tipos de garantías que ofrecían a los impositores y a los accionistas (en caso de que los hubiera), de las operaciones que se les permitía realizar y de si su fin era rentable o no. La tabla 1 presenta datos entre 1860 y 1910 sobre el total de pasivos de todas las instituciones financieras empresariales en los países de nuestro estudio.

Hemos incluido todos los tipos de instituciones financieras empresariales que existían en aquel momento: bancos comerciales, cajas de ahorros, cooperativas, cajas postales de ahorros, entidades de préstamo, bancos para obreros y artesanos, bancos hipotecarios, asociaciones crediticias, etc. No queremos mostrar la evolución exacta de estos sistemas a lo largo del tiempo, sino simplemente ofrecer una serie de referencias que nos permitan ver en líneas generales cómo se comportaron a lo largo de este período de cambios trascendentales. Para facilitar la comparación los datos están expresado en términos per cápita y se han pasado a libras esterlinas. Esta última elección se justifica basándose en que estos recursos tenían un alto grado de movilidad internacional y en que en ese período hubo estabilidad en los tipos de cambio. Las diferencias entre esta opción y la que utiliza paridades de poder de compra no son importantes para lo que aquí se presenta.⁷

Tabla 1

Pasivos de todas las instituciones financieras empresariales (en libras esterlinas per cápita)

	<u>1860</u>	<u>1870</u>	<u>1880</u>	<u>1890</u>	<u>1900</u>	<u>1910</u>
Dinamarca	6.9	9.1	20.0	32.7	43.2	71.8
Noruega	2.4	4.4	13.2	14.4	25.5	36.3
Suecia	5.3	6.8	12.9	16.4	25.7	40.5

⁷ Los datos de la Tabla 1 varían de los de Goldsmith (1969) en varios aspectos. Los últimos sólo proporcionan información de 1880, 1900 y 1913 y no incluyen datos de España, de Portugal y faltan los datos de algunos años de Suecia. También contiene importantes sobrestimaciones y subestimaciones. Por ejemplo, el error en el caso de Dinamarca es del 11% en 1880 y del 49% en 1913, mientras que en Italia es del 25 y del 22% en los mismos años.

Italia	1.4	3.4	5.4	9.8	10.8	17.5
Portugal*	1.4	3.3	5.5	6.5	6.8	6.9
España	2.0**	2.2##	2.5	4.8	8.4	7.7

Nota: * aproximación al total de activos dados por una suma de capital y depósitos

**** 1864; ## 1873.**

Lo primero que tenemos que destacar es que en la fecha más temprana, ya existía una diferencia considerable que separaba a Escandinavia de los países del sur de Europa. Incluso a pesar de que Noruega estaba por detrás de Dinamarca y de Suecia, sus instituciones financieras aún podían doblar los esfuerzos de Portugal y de Italia, aunque no los de España, que en aquellos momentos experimentaba un boom bancario excepcional que acabaría pronto. En esta tabla queda claro que podríamos denominar al primer grupo como "los sofisticados financieros" frente a los otros, especialmente si tenemos en cuenta que los niveles de PIB per cápita no eran tan diferentes.⁸ Ni el paso del tiempo ni el proceso de crecimiento económico a largo plazo erosionaron esta superioridad. En lo que se refiere a las medias de grupo, la media entre los pasivos de las instituciones financieras empresariales per cápita de las dos regiones aumentó del 3 al 5.1 entre 1860 y 1910. Con relación al PIB frente a la población, los países del sur de Europa retrocedieron aún más. En este caso, la diferencia entre las regiones aumentó en un 100%.⁹ En los dos grupos, las diferencias per cápita también cambiaron en cierto modo. Italia se distanció significativamente de España y Portugal, mientras que Dinamarca se alejaba de Suecia, y Noruega se acercaba a éstos dos.

Al igual que en las naciones más industrializadas, el período también fue testigo de una importante expansión de los mercados en estos seis países y, por tanto, encontraron nuevas formas de movilizar los recursos financieros para la inversión productiva. Incluso fuera de Europa, importantes cantidades de empresas no financieras emitieron activos y los pusieron

⁸ En este caso, era Dinamarca la primera en "sofisticación financiera", no Suecia, la clásica aspirante al título (Sandberg, 1979; Fisher y Thurman, 1989).

⁹ Los cálculos hechos con el PIB per cápita están tomados de datos de Maddison (2001).

en manos del público a través de éstos mercados. En 1900 había unas 200 entidades de este tipo en Dinamarca, de las cuales, un quinto eran bancos (Neymark, 1903:190), mientras que en Suecia estas cifras eran de 165 y 66 respectivamente.¹⁰ En el mismo año, Portugal tenía 22 compañías no financieras en el mercado de valores (Diário do Governo, 1900), mientras que España tenía 54 empresas de este tipo cotizando en Madrid (Boletín de Cotización Oficial, 1900). Entretanto, en Italia, en la Bolsa de Milán cotizaban 57 empresas en total (Curioni, 1995).¹¹ Resulta difícil obtener datos globales consistentes y fiables sobre los resultados de esta actividad y se deben manejar con cuidado los que presentamos en la tabla 2. La cuadrícula expone el valor nominal total de los bonos y acciones emitidas por todas las empresas no financieras que cotizaban en sus respectivos mercados nacionales de valores. Los precios de emisión se han utilizado para valorar las acciones, dada la dificultad de recoger información sobre los precios de todo el mercado en un momento exacto y a lo largo del período. Hemos excluido los bonos con garantía hipotecaria, para evitar hacer un doble recuento, ya que sí que los hemos incluido en los pasivos de los emisores empresariales de la tabla 1.¹²

Tabla 2

**Bonos de empresa y acciones emitidas
(valoradas por el precio de emisión, en libras esterlinas per
cápita)**

	<u>1860</u>	<u>1870</u>	<u>1880</u>	<u>1890</u>	<u>1900</u>	<u>1910</u>
Dinamarca	1.3	2.6	5.8	7.5	9.5	20.4
Noruega	---	---	---	---	10.8	17.5
Suecia	---	---	2.5	---	6.5	18.6**
Italia	3.0	3.6	2.5	4.7	5.5	7.1
Portugal	0.3	1.1	2.0	3.7	7.6	---

¹⁰ El Dr. Daniel Waldenstrom nos ha proporcionado amablemente estos datos bursátiles.

¹¹ Sólo para 1913, Rajan y Zingales (2003) ofrecen datos de algunos países de nuestro estudio que difieren bastante de los nuestros. Ellos tampoco distinguen entre emisiones de entidades financieras y del resto.

¹² Las cifras de la tabla 2 son diferentes de las que hemos citado en numerosas ocasiones de Goldsmith (1985). Éste obtuvo los datos mediante una interferencia basada en proporciones fijas con respecto a otras variables financieras, o incluso las presenta como "estimaciones aproximadas", sin dar justificaciones claras.

España	1.9	3.7*	---	---	(7.0)	6.1
---------------	------------	-------------	------------	------------	--------------	------------

Nota: los datos no incluyen emisiones de los sectores estatales ni financieros, ni bonos con garantía hipotecaria; * 1866; ** 1913.

La principal conclusión que podemos extraer es que en este caso también aparece la capacidad superior que demostraron las entidades financieras escandinavas para atraer ahorros. Por otro lado, el contraste no es tan grande como en la tabla 1, y sólo aparece claramente hacia finales de siglo. Antes de eso Suecia y Noruega apenas superaban a las economías del sur de Europa. Entre los países escandinavos, sólo Dinamarca se distanció de sus vecinos a en la década de 1880. También cabe destacar que en el sur "menos sofisticado", los bonos y las acciones ayudaron a movilizar un volumen mayor de recursos financieros relacionados con el sector bancario que en el norte de Europa. Hasta comienzos del siglo XX, los pasivos financieros que se registraban en los mercados bursátiles de España y Portugal eran casi iguales que los de las entidades financieras (tabla 1), mientras que en Italia eran la mitad. En Escandinavia, estas proporciones variaban entre un séptimo y un medio.

Durante este período, la única y más importante fuente de activos en el mercado de valores Europeo era el estado. En la tabla 3 podemos ver, en distintos países, hasta qué punto estaban a disposición de los ahorradores los instrumentos de deuda pública que buscaban una aplicación financiera. En este caso, las cifras que presentamos no se basan en el valor nominal de los bonos en cuestión, sino en su valor actual de mercado. En el caso de Escandinavia estos instrumentos tenían poca importancia, ya que su valor era normalmente cercano al valor nominal. Sin embargo, no podemos decir lo mismo del margen del sur de Europa, en donde los precios de los bonos públicos estaban generalmente sujetos a cuantiosos descuentos en su emisión, y oscilaban bastante, aunque generalmente por debajo de la media, lo que demostraba la falta de confianza de los inversores, incluso en los casos que llamaban "de oro", en los que se cotizaba en el extranjero. El resultado fue una fuerte tendencia a la baja de los datos nominales españoles y portugueses en ese período y de los de Italia durante sus primeras décadas.

Tabla 3
Deuda pública
(valorada con precios de mercado, en libras esterlinas per
cápita)

	<u>1860</u>	<u>1870</u>	<u>1880</u>	<u>1890</u>	<u>1900</u>	<u>1910</u>
Dinamarca	7.6	5.1	5.6	4.7	4.8	6.0
Noruega	1.0	0.9	3.1	3.2	5.0	7.6
Suecia*	0.6	1.6	3.8	5.7	9.1	10.9
Italia	3.4	4.5	14.0	15.4	15.7	19.0#
Portugal	3.7	4.7	11.5	15.7	7.3	18.0
España	3.9	4.6	7.0	11.8	20.0	19.1

Nota: los totales incluyen tanto la deuda externa como interna; * también incluye la deuda local; # corresponde a 1913.

Una conclusión inesperada es que antes de 1880, a pesar de su reputación de despilfarradores, la deuda pública de los países del sur de Europa no adsorbió los recursos reales del mismo modo que lo hizo Dinamarca, a pesar de que ésta iba claramente por delante de Noruega y Suecia. Sin embargo, tras la década de 1870, la situación cambió radicalmente y la actividad del estado como actor financiero llegó a ser tan intensa en Portugal, España e Italia que consiguió atraer, a través del mercado, un volumen de ahorros dos o tres veces mayor que el que conseguía el sector financiero empresarial. En Escandinavia ocurrió todo lo contrario. Tras 1870, las instituciones bancarias consiguieron recursos que, en total, eran muy superiores que los que el estado gestionaba para colocar entre el público.

La tabla 4 reúne la información de las tablas 1 y 3 y nos ofrece una imagen de los sistemas financieros de los seis países, conforme evolucionaban a lo largo del tiempo. Lo que vemos

es que a pesar de que las economías escandinavas iban por delante de las del sur, eran menos "sofisticadas financieramente" de lo que podemos pensar, simplemente juzgando los niveles de actividad empresarial.¹³ Mientras que la proporción norte/sur de la tabla 1 llega a ritmo constante hasta la segunda mitad del siglo XIX y alcanza 5:1 en 1910, la proporción de la tabla 4 permanece relativamente estable a un nivel bastante menor, alrededor de 2:1. teniendo en cuenta que las medias per cápita del PIB regional correspondiente nunca superaron el 1.5:1, parece un resultado razonable. De hecho, hubiera sido una sorpresa si hubiéramos tenido que concluir diciendo que las economías escandinavas tuvieron éxito movilizand o cuatro o cinco veces más recursos financieros y que sólo consiguieron crecer a largo plazo medio punto porcentual más al año.

Tabla 4
Total de pasivos de los sistemas
financieros
(en libras esterlinas per cápita)

	<u>1860</u>	<u>1870</u>	<u>1880</u>	<u>1890</u>	<u>1900</u>	<u>1910</u>
Dinamarca	15.8	16.8	31.4	44.9	57.5	98.2
Noruega	---	---	---	---	41.3	61.4
Suecia	---	---	19.2	---	42.0	70.0
Italia	7.8	11.5	21.9	29.9	31.8	44.6
Portugal	5.4	9.1	19.0	25.9	28.8	(32.5)
España	7.8	10.5	---	---	---	32.9

Nota: incluye los pasivos del sector empresarial, del mercado y del estado.

Los contenidos de la Tabla 4 sugieren tres comentarios más. El primero afecta a la amplia superioridad del estado en los países del sur de Europa, que conseguía fondos a través del mercado, lo que compensaba mucho el atraso de los otros dos sectores y hacía que estos

¹³ Lo que nos permite evitar la exagerada reclamación de Sandberg (1978) de la superioridad sueca, basándose sólo en los niveles de actividad bancaria, sin tener en cuenta los ahorros y otras instituciones sin ánimo de lucro, así como el mercado de valores y la deuda pública.

países fueran en conjunto mucho más "sofisticados financieramente" que si no hubiéramos tenido en cuenta esta dimensión. Esto era así porque en Italia, España y Portugal, el estado daba a los inversores una mayor garantía, las rentas públicas, y no ponían límites al precio de la oferta, que solía rondar el 6% o más. Por otro lado, esto confirma la presencia de un serio problema de "desplazamiento" del sector privado hacia el público en estos países.¹⁴ El segundo comentario es la especulación que los intermediarios privados de los países del sur de Europa podrían haber hecho mejor si sus respectivas deudas públicas hubieran sido más parecidas a las de sus vecinos del norte. Sin suponer que tanto los bancos como el estado obtuvieron fondos de los mismos ahorros, algo que por ejemplo Verdier (1997) no acepta, obtenemos un interesante resultado. En 1910, si España hubiera tenido el nivel de deuda pública de Escandinavia y hubiera desviado los fondos obtenidos al sector financiero empresarial, sin duda alguna, los pasivos hubieran sido tres veces mayores. En Italia, casi habrían duplicado la cantidad que en realidad alcanzaron. Ese era el precio que pagaban por el subdesarrollo de la banca comercial antes de la Primera Guerra Mundial, dado el excepcional poder financiero del estado.

La tercera reflexión está relacionada con el mecanismo de retroalimentación que generalmente se dice que existe desde el crecimiento de una economía hasta la expansión de su sistema financiero. Teniendo en cuenta esta suposición, habríamos predicho el crecimiento relativamente menor del PIB per cápita en Italia, España y Portugal, que se uniría con una expansión más lenta de sus sistemas financieros, pero a pesar de eso, la tabla 4 muestra lo contrario. A largo plazo, en términos financieros quizá no coincidieran, pero tampoco se distanciaron mucho de los países escandinavos. A pesar de un débil comienzo en la tabla de la liga financiera, el crecimiento financiero del sur de Europa superó el que habríamos supuesto para países en donde la economía, que dirigía el desarrollo financiero, avanzaba más despacio que en el norte de Europa.

3. Reciclando pasivos en créditos

El tamaño del sistema financiero de un país nos dice cual es su capacidad para producir recursos, pero sólo nos ayuda a determinar su contribución al crecimiento económico hasta

¹⁴ Esta tesis es ampliamente aceptada. Véase Comin (1988), por ejemplo. Para un análisis discordante y para la reflexión, en el caso de Portugal, véase Esteves (2002).

cierto punto. Un sistema financiero puede tener grandes cantidades de pasivos, pero se le puede haber dado un débil impulso al crecimiento, y viceversa. Esto depende en gran medida de qué parte de los fondos se pone a disposición de los agentes económicos, mediante intermediarios, en los sectores productivos de la economía para formar capital y desarrollo tecnológico. Estas proporciones podrían variar bastante entre las partes que forman cada sistema y para cada sistema en sí, a lo largo del tiempo y del espacio. Una razón es que "instituciones aparentemente parecidas pueden producir distintos resultados económicos dependiendo del contexto en el que se desarrollen" (Fohlin, 1999: 142). En segundo lugar, los sistemas financieros nacionales raramente se han estructurado de formas parecidas. En algunos países, las cajas de ahorros eran más importantes que en otros, en donde predominaban los bancos comerciales, mientras que en otros países era su banco central el que ejercía una mayor influencia. La razón para esta diversidad dependía en primer lugar de la historia de cada país, pero no únicamente. También venía definida por las leyes y la política, por la demanda de un perfil a los usuarios de créditos, por la estructura subyacente de la economía, por la cultura y la cantidad de capital humano presente en la sociedad.

Por lo tanto, en cada país, la proporción total de pasivos financieros que se convirtieron en créditos dependió de la estructura de su sistema financiero y de la eficacia con la que sus distintos componentes reciclaban los recursos financieros en créditos. Para no sobrecargar este estudio, centraremos nuestra atención en la situación de los seis países sólo en 1900. Comenzamos por el segmento financiero empresarial. Suecia nos proporciona un buen ejemplo de lo que se podía encontrar en los países escandinavos. Entre los bancos comerciales, la proporción total de créditos de todos los bienes (a los sectores no bancarios) se situaba en un 76% (Statistik Årsborg for Sverige, 1900). El resto de bienes se destinaba a reservas de capital, operaciones extranjeras, "otros bienes", que incluían "ladrillos y cemento", y bonos y acciones, que excluimos de este análisis para no tener que hacer un doble recuento. El Riksbank, por entonces aún un banco central comercial, sólo reciclaba un 59% de sus bienes, principalmente por las altas reservas que necesitaban para emitir moneda. Por otro lado, los bancos hipotecarios aportaban el 92% de sus bienes en forma de créditos, mientras que las cajas de ahorros llegaban al 87% en esta escala.¹⁵ La alta tasa de

¹⁵ La caja de ahorros de Nyköping prestaba por lo general más del 90% entre 1835 y 1875 (Petterson, 2000).

transformación era posible finalmente por las instituciones sin ánimo de lucro, que tenían pequeñas reservas de dinero y necesidad de capital fijo, mientras que las operaciones con el extranjero no solían formar parte de su negocio central. Las inversiones en bonos y acciones también se redujeron.

En el sur de Europa, la magnitud relativa de estas proporciones era similar, pero en cada segmento el nivel de eficacia financiera era menor. En España, por ejemplo, los bancos comerciales prestaban un 40% de sus bienes a sectores no pertenecientes a la banca ni al estado, pero el Banco de España sólo podía prestar un 15% en 1900 (Tortella, 1974). Este último caso era excepcional, dado que el banco poseía una cantidad poco habitual de deuda pública asociada con la Guerra de Cuba, pero en un año "normal" las cifras se situaban entre el 20 y el 25%. En el caso de las cajas de ahorros, aunque sus reservas eran pequeñas, invertían la mayoría de sus fondos en bonos del estado y en bonos y acciones ferroviarios. Con el cambio de siglo, sus créditos privados adsorbieron un 30% de los depósitos totales. (Nadal y Sudriá, 1983; Martínez Soto, 2000).¹⁶ Finalmente, el sector hipotecario aportaba el 59% de sus bienes al mercado crediticio.

En lo que respecta a la estructura interna de los sectores financieros empresariales, la tabla 5 muestra la considerable variedad de situaciones que se podían dar en 1900 en las seis economías que estamos estudiando. En España y Portugal, los bancos comerciales, (incluyendo los bancos emisores) tenían una importancia muchísimo mayor si los comparamos con el resto; Suecia también pertenecía a este grupo, aunque la tendencia era menos pronunciada. Por otro lado, en Italia y Noruega se daba un mayor equilibrio entre instituciones con y sin ánimo de lucro, como cajas de ahorros y cooperativas, mientras que en Dinamarca dominaba el segundo tipo. En la columna 1 de la tabla 6 se muestra el resultado de combinar las acciones de este sector con las correspondientes "ratios de transformación", lo que nos da, para cada año que tomamos como referencia, la "ratio de transformación" global para el sector empresarial de cada país. Lo que debemos destacar es que, a finales del siglo XIX, las instituciones financieras empresariales escandinavas eran mejores movilizandando los ahorros de los clientes que sus vecinos del sur, como ya hemos

¹⁶ Se trata de una sobrestimación, ya que una amplia parte de estos créditos privados eran pequeños de tipo pignoraticio por la dureza de las condiciones de la época, y por lo tanto no se canalizaban con fines productivos (Titos Martínez, 1999).

visto en la sección anterior. También consiguieron convertir los pasivos en una cantidad relativamente grande de créditos para invertirlos en la parte productiva de la economía.

Tabla 5
Estructura del sistema financiero en 1900
 (% del total de pasivos en los distintos sectores)

	<u>Banco</u> <u>Central</u>	<u>Bancos</u> <u>Comerciales</u>	<u>Cajas de</u> <u>Ahorros</u>	<u>Bancos</u> <u>Hipotecarios</u>	<u>Otros</u>
Dinamarca	7	23	30	40	0
Noruega**	10	44	32	14	0
Suecia	9	58	18	12	3
Italia	41	13	29*	10	7
Portugal	50	26	13	11	0
España	63	30	3	4	0

Nota: * incluye la Casse di Risparmio, Banche Popolare y los Monti di Pietà

Tabla 6
Ratios de transformación de los sistemas financieros en 1900

	Empresas %	Mercado de valores %	Deuda Pública %	Total %	Créditos suministrados a la economía (£/ per cápita)
Dinamarca	80	100	66	82	47.2
Noruega	87	100	66	88	36.3
Suecia	82	100	66	80	33.6
Italia	32	100	33	39	12.4

Portugal	35	100	33	43	12.5
España	29	100	33	44	16.0

Nota: las cifras representan el porcentaje total de créditos concedidos a los sectores no estatales ni a los financieros según el total de pasivos.

Los datos de estas tablas son sólo una parte de la "historia eficaz" de intermediación en los sistemas financieros. Para completarlos, aún tenemos que incorporar las contribuciones de los demás componentes, es decir, aquellos que surgen de la emisión de instrumentos de crédito por parte del estado y de las entidades no bancarias. Teniendo en cuenta el flujo de fondos que originaban estas últimas, y para dar una información mejor, hemos asumido una correspondencia directa entre los créditos concedidos a los prestatarios para la inversión y los pasivos emitidos en el mercado de valores, aunque quizá pueda darse alguna sobrestimación.¹⁷ La deuda pública es más difícil de manejar, por lo difícil que es determinar qué parte de los ingresos se aplicó a la inversión productiva. Sin duda, no toda la deuda desapareció con los inútiles gastos del momento; es aquí donde aparece el concepto de "esterilización", que con tanta frecuencia se usa en este contexto (King y Levine, 1993). Una parte se usó, obviamente, para crear una elevada cantidad de capital social, lo que aumentaría el rendimiento y la producción de la economía, principalmente mediante la creación de ferrocarriles, carreteras, telégrafos y puertos. Mata (1993: 273) ha calculado que en Portugal, quizá en un caso de déficit financiero extremo, unos dos tercios de los recursos que se crearon de esta forma entre 1852 y 1914 fueron adsorbidos por el repago de la deuda ya existente y por la financiación de la deuda del momento. En el caso de España se cita un ejemplo proporcional (Comin, 1988: 637 y 652) y por eso hemos extendido esta proporción a los tres países del sur de Europa, ya que Vicarelli (1979:144-5) también sugiere una situación similar en Italia. Por el contrario, los gobiernos escandinavos prestaban pocos fondos para déficits presupuestarios, ya que eran pequeños y poco frecuentes. Por lo tanto hemos tenido en cuenta que, desde un punto de vista conservador, dos tercios de estos fondos iban dirigidos a la inversión productiva.¹⁸

¹⁷ Beck et al (2000) muestra que la capitalización del mercado de valores tuvo menos impacto en el crecimiento que la liquidez de éste. Por desgracia, no hay datos históricos para este último caso.

¹⁸ Esto se confirma, pro ejemplo, con la afirmación de Neymarck (1903:145) de que gran parte de la deuda pública de Noruega se usaba para obras públicas.

Si reunimos todos estos datos, observamos en la tabla 6 (columnas 4 y 5) el dramático contraste en la eficacia con la que desarrollaban la intermediación financiera los sistemas escandinavos y los países del sur del continente. Globalmente, la capacidad de los primeros para reciclar pasivos en créditos era del doble que la de sus vecinos. Esto, combinado con su enorme capacidad para movilizar ahorros, suponía una capacidad para ofrecer a los sectores no financieros de sus respectivas economías el triple o el cuádruple de los recursos financieros que se daban en los países del sur. En lo que se refiere al PIB, esta ventaja era casi igual de grande, ya que las economías escandinavas en aquellos momentos y por sus criterios iban a la cabeza por un tercio de diferencia.

Existen dos razones para esta gran diferencia en la capacidad de reciclaje. Debemos comenzar diciendo que cualquiera que sea la institución financiera que tengamos en cuenta, las escandinavas siempre eran más eficaces. En segundo lugar, si nos centramos en la estructura del sistema, las de los países del sur de Europa estaban influenciadas hacia los tipos de instituciones con la ratio de transformación más baja. Tenían una gran proporción de deuda pública relacionada con las finanzas empresariales y, entre otras instituciones, los bancos centrales eran los que ocupaban el primer puesto, mientras que el sector sin ánimo de lucro, que era muy eficaz, estaba menos desarrollado que el de las instituciones con fines lucrativos.

Con el cambio de siglo, los países escandinavos de habían convertido en "financieramente sofisticados", pero en el sentido más amplio que se usaba en aquel momento. Desde una perspectiva de crecimiento económico, como han demostrado algunos estudios, obtuvieron una gran ventaja por el uso de instrumentos monetarios, por una mayor cantidad de sucursales bancarias y por un volumen más importante de depósitos. Sin embargo, fue más decisiva su capacidad para inyectar una cantidad relativamente grande de recursos financieros en la economía real, algo que no aparece recogido en la literatura. De esta forma, e incluso sin asumir una estimación rigurosa de la relación finanzas-crecimiento en los seis países, es difícil no aceptar la conclusión de que lo único que podrían haber hecho las finanzas era jugar un papel importante en la divergencia de los modelos de crecimiento, lo que distinguió a las dos regiones entre 1850 y 1910. Las preguntas que nos plantea es porqué estos dos conjuntos de países se distanciaron tanto en su actuación financiera y hasta qué punto se debió a la actuación de fuerzas exógenas. La última cuestión es de un

interés particular, porque plantea la duda: ¿Podrían haber evitado estas economías atrasadas el desarrollo financiero que experimentaron? Los dos siguientes apartados intentan dar respuesta a algunos de estos problemas.

4. Porqué los sistemas financieros escandinavos movilizaron mejor los ahorros

Dada su amplia extensión, este apartado no pretende ahondar en el tema. El objetivo es identificar las principales diferencias interregionales que puedan haber dado forma al desarrollo a largo plazo de estos seis sistemas financieros. En esta parte estudiaremos dos puntos de vista que parecen haber sido los principales. Uno es el volumen de recursos disponibles que podían movilizar estas economías. El otro es la tendencia de los ahorradores a usar estos recursos para adquirir pasivos de los sistemas financieros de sus respectivos países.

Sin embargo, antes de analizar esta relación tenemos que enfrentarnos a dos problemas potenciales. El primero está relacionado con la probabilidad de que no todos los recursos financieros tenidos en cuenta en apartados anteriores se originaron en la economía nacional. En un momento de enorme movilidad internacional de compra de deudas, una economía pobre podría haber tenido una aportación de ahorros débil para incentivar su crecimiento económico, pero con la capacidad de compensarlo atrayendo capital extranjero. Por otro lado, los sistemas financieros más desarrollados quizá reforzaran su ventaja obteniendo también importantes cantidades de capital extranjero. La tabla 7 muestra que al final de nuestro período de estudio, esas afluencias netas contribuían en gran medida al crecimiento de todos los sistemas financieros, pero mucho más en el caso de Escandinavia. La superioridad de esta región para atraer recursos domésticos se unió con una fuerza similar en el ámbito internacional, un hecho que no se había constatado antes (Rousseau y Sylla, 2001; Sylla, 2002). Sin embargo, esto no cambia la clasificación previa de nuestros países y aún queda por explicar la importante diferencia de pasivos financieros domésticos per cápita.

Tabla 7
Activos financieros en manos de ciudadanos
nacionales, 1910
(en libras esterlinas per cápita)

	1	2	3
	Activos totales del sistema financiero	capital extranjero	Activos financieros en manos de ciudadanos (1-2)
Dinamarca	98.2	20.1	78.1
Noruega	61.4	18.4	43.0
Suecia	70.0	28.2	41.8
Italia	41.9	6.8	35.0
Portugal	32.7	(13.6)	(19.1)
España	32.9	9.9	23.0

Un segundo problema es el efecto del atesoramiento en la actividad financiera. Dada la supuesta tendencia de los europeos del sur a guardar sus ahorros de esta forma, como era propio de la sociedad campesina tradicional, parece necesario preguntar qué cantidad de los débiles ahorros de la zona se guardaron mediante este sistema. Pongamos por caso que suponemos que los países escandinavos estaban demasiado avanzados, social y culturalmente, para realizar estas prácticas. Además, suponemos que en el sur de Europa esta riqueza escondida se guardaba en forma de monedas de oro, porque las de plata habrían abultado demasiado, y por lo tanto, estas reservas habrían establecido el nivel máximo de atesoramiento. A finales del siglo XIX, la cantidad se situaba entre 1.4 y 2.4 libras esterlinas per cápita, en el caso de Italia y Portugal, respectivamente, con España entre los dos extremos (Zamagni, 1993; Reis, 1992; Tortella, 1974). Incluso si aceptamos que más de la mitad de este dinero estaba guardado, esto significaría que sólo es necesaria

una pequeña corrección de las cifras de la tabla 7, en torno a una libra per cápita, dejando así intactos los resultados básicos.¹⁹

La cantidad total de ahorros que puede acumular una economía para todos sus objetivos viene dada por la relación, entre otros elementos, de los niveles de ingresos per cápita y su tasa de crecimiento (Loayza et al., 2000). Otras características como tener economías similares, más ricas y dinámicas no sólo proporciona una gran cantidad de recursos para ahorrar, sino también una fuerte tendencia al ahorro. A simple vista, durante estos años los países escandinavos parece que tenían ventaja frente a los vecinos del sur de Europa en estos dos puntos, y por tanto, supondremos que consiguieron una mayor cantidad de ahorros per cápita. De hecho, quizá sea así, pero hasta cierto punto. En primer lugar, datos publicados recientemente sobre la proporción de ahorros en varios países en relación con su PNB a finales del siglo XIX muestran que al menos Italia, Suecia, España y Dinamarca tuvieron niveles prácticamente iguales a lo largo del período desde este punto de vista (Mokyr, 2003: vol. 4: 45). Sin que exista una razón concreta por la que Portugal y Noruega tendrían distintos resultados de los ejemplos dados, asumimos un alto grado de homogeneidad en todo el grupo. En segundo lugar, las diferencias medias per cápita en la renta real fueron bastante modestas durante la mayoría del tiempo. En 1880 la diferencia entre Escandinavia y el sur de Europa se situaba alrededor del 10% y hubo que esperar hasta 1910 para llegar al 25% (Prados, 2000). Si juntamos estos dos datos llegamos a la conclusión de que la diferencia de ahorros brutos entre países podría haber sido de un orden de magnitud similar, y por lo tanto muy diferente de la obtenida de los ahorros que adsorbían los distintos sistemas financieros. Esto sugiere que, además de estos niveles de ingresos y de ahorros en el desarrollo financiero, también debió haber otros factores que tuvieron una gran importancia. Su función era hacer que los agentes económicos canalizaran básicamente distintas acciones de sus recursos sobrantes hacia los sistemas financieros de sus respectivos países.

Existen tres características de cualquier sistema financiero que pueden afectar a la tendencia de los ahorradores a entrar en relaciones duraderas y fondos de confianza con sus instituciones y mercados nacionales. Una característica es la accesibilidad para los usuarios,

¹⁹ Desconocemos la posibilidad de que también se diera un atesoramiento de billetes, si nos basamos en que los "campesinos tradicionales" habrían considerado estos instrumentos fiduciarios en papel demasiado arriesgados de guardar.

otra es la adaptación a sus necesidades específicas y la tercera es la confianza. En las siguientes líneas nos vamos a centrar en el sector financiero empresarial, porque es donde se hacen más patentes las diferencias entre los países de nuestro estudio. Si comparamos, los contrastes en relación con los mercados de valores son mucho menores. En los países escandinavos el volumen de valores privados era bastante mayor que el de bonos del estado, mientras que en España, Portugal e Italia la tendencia era al contrario. Sin embargo cuando se juntan todos estos instrumentos financieros, el volumen total per cápita es relativamente uniforme. Lo que es más, la información disponible sobre los mercados de valores muestra que las diferencias institucionales y normativas entre países no se establecieron en este momento, y donde ya existían, no supusieron una gran diferencia respecto a los resultados globales (Fohlin, 2002).²⁰

Investigaciones recientes sobre el período posterior a 1960 sostienen que "las diferencias de los sistemas legales y financieros entre países ayudan a explicar las diferencias en el desarrollo económico" (Levine et al., 2000: 31) y se han realizado reivindicaciones similares desde una perspectiva histórica más amplia (Sandberg, 1978; Sylla, Tylli y Tortella, 1999). Sin embargo, una visión general de la legislación que regula específicamente la actividad financiera empresarial no muestra que ésta fuera la causa principal de la diferencia que hemos venido estudiando. Esto no quiere decir que exista una uniformidad normativa o que el marco legal no afecte a otros aspectos de la historia financiera de los países que analizamos. Más bien, podría haber, y de hecho la hubo, cierta influencia, pero el efecto no tuvo gran importancia para el tamaño de los sistemas financieros o su impacto en el crecimiento económico. Una comparación entre Suecia y Noruega ilustra este concepto. La normativa restringía las políticas de préstamo de las cajas de ahorros de Suecia, mientras que éstas eran más liberales en Noruega. Por lo tanto, el sector de los ahorros de éste país se desarrolló e incluso llegó a tener las mismas funciones que los bancos comerciales. Por otro lado, en Suecia, este sector no tuvo la misma actuación y se vio ensombrecido por el sector comercial, que en Noruega era bastante débil (Egge, 1983; Nordvik, 1993). Sin embargo, desde una perspectiva general los dos países

²⁰ Para Portugal, véase Justino (1994); Para Italia, véase Curioni (1995) y Aleotti (1990); para Suecia, Waldenstrom (2002); para España, Hoyo Aparicio (2001) y Castañeda (2001).

consiguieron resultados muy parecidos en términos de los bienes obtenidos y puestos en manos de sus respectivos sectores financieros empresariales.

Hay varias formas en las que la normativa a lo largo del tiempo podría haber influido también en la evolución de la banca comercial, aunque en estos países nos volvemos a encontrar con un sorprendente grado de uniformidad internacional. Las barreras para entrar son una de estas formas. Tras la primera mitad del siglo XIX, muy restrictiva y dominada por bancos emisores nacionales privilegiados, en las décadas de 1850 y 1860 fue muy fácil encontrar bancos comerciales con pasivos limitados. La nueva facilidad de incorporación abrió el sistema a la competitividad, aumentó en gran medida el número de bancos y les dio total libertad para abrir sucursales, que en algunos países salieron adelante y en otros no. Un segundo campo de interés es el de los límites que se impondrían a los objetivos y los tipos de bancos comerciales. Normalmente, las normas que definían las políticas de préstamo eran pocas y por lo general, bastante liberales. En otros casos los bancos estaban regulados simplemente por la ley general de sociedades anónimas, mientras que otros se regían por una normativa específica de la banca (Grossman, 2001). Hacia finales del siglo XIX y como consecuencia de varias crisis, las normas se hicieron más estrictas en ambas regiones. Pero no está claro si esto supuso un gran cambio. La prueba es que la aplicación de la legislación bancaria, por lo general, era muy benévola, de acuerdo con las bases del liberalismo, y se solía dejar a las instituciones que evadieran estos incómodos aspectos cuando se consideraba oportuno (Fritz, 1988; Martín Aceña, 1987). La facilidad con que los bancos noruegos evadían las imposiciones de las leyes, es un buen ejemplo de la situación (Knutsen, 2003).²¹ Por último, la centralización de la emisión de monedas no parece que alterara los resultados positiva o negativamente, en lo que respecta al desarrollo financiero. A pesar de la creencia de la época de que los bancos comerciales que tenían derecho de emisión de moneda disfrutaban de ventajas económicas frente a las cajas de ahorros, encontramos ejemplos en las dos regiones que no tienen un impacto obvio en la actuación financiera global.²²

²¹ Para ver otro ejemplo escandinavo sobre cómo la legislación, que en este caso prohibía la posesión de bienes raíces o acciones, se evadía con facilidad, véase Lindgren y Sjögren (2003).

²² Italia aún tenía emisión múltiple de moneda en 1914, aunque muy restringida desde 1893. Portugal pasó a ser un monopolio en 1891, mientras que Suecia dejó la emisión múltiple en los bancos Enskilda en 1897. Tras 1874, Noruega, Dinamarca y España poseían regímenes totalmente centralizados.

Los bancos hipotecarios, que emitían bonos que producían beneficios en algunos países y en otros no, llegaron al más alto grado de variedad normativa. En España y en Portugal, se establecieron monopolios nacionales desde el principio, mientras que Italia experimentó monopolios regionales y llegó a tener uno nacional en 1890. Los tres países ofrecían grandes créditos y bonos de alto valor. Por otro lado, en Escandinavia, Suecia y Dinamarca eran muy liberales; sus bancos eran pequeños, locales y numerosos; pero Noruega tenía un gran banco hipotecario del estado. La tabla 5 nos muestra que, sin embargo, a largo plazo, estas diferencias importaban menos para las acciones de este sector de lo que se podría esperar. Relativamente, los bancos hipotecarios eran muy importantes en Dinamarca, pero Suecia se encontraba al mismo nivel que los países con monopolio, mientras que España, con normas similares, tuvo una actuación mucho peor que todos los demás, incluyendo Italia y Portugal.

En el caso de las cajas de ahorro no comerciales, es fundamental recordar que este fue un período en el que dos tipos bastantes diferentes de ahorrador proporcionaban los recursos de las instituciones financieras y constituían dos segmentos bastante separados del mercado (Verdier, 1996). En toda Europa, los ciudadanos de clase alta depositaban sus ahorros o compraban acciones en los bancos comerciales, mientras que la gente con salarios medios o bajos prefería encomendar sus ahorros a cajas de ahorros, cooperativas o instituciones similares (Vittas, 1997; Martínez Soto y Cuevas Casaña, 2004).²³ De esta forma, ambas instituciones tenían una importante presencia, como ocurrió en Escandinavia, y el sistema financiero recogía dinero de ambas, aumentando los ahorros. En España y en Portugal la debilidad del sector de los ahorros supuso que la mayoría de la población tuviera poco acceso al sistema y por lo tanto, el volumen de ahorros per cápita que se recogía era menor. La situación de Italia era mejor que la de los países ibéricos porque disponía de un importante y variado movimiento de entidades de ahorro, especialmente en la mitad norte del país, donde explotaban los ahorros de la clase baja y media, tanto en las ciudades como en las zonas rurales.

Sin embargo no es obvio que las diferencias nacionales en el marco legislativo fueran las causantes de las diferencias en el desarrollo de los sistemas financieros. En todos los casos

²³ Totos (1992: 168) lo confirma en el caso de España. En 1900, en Madrid, el 60% de los depositarios de las cajas de ahorros locales eran de clases sociales "inferiores", ej. menores, viudas, servicio doméstico, obreros, artesanos y mujeres.

estudiados, las autoridades locales o nacionales apoyaban a las instituciones de ahorro, especialmente con avales y exenciones fiscales. El único país en donde el estado poseía directamente una caja de ahorros y por lo tanto se disfrutaba de los mayores avales era en Portugal, que, sin embargo, presentaba uno de los resultados más bajos en este campo (Lains, 2002). Por lo demás, hasta la década de 1880, la regla general para la banca sin fines lucrativos era la ausencia de legislación, facilidades de participación, multitud de acuerdos estatutarios institucionales de carácter individual y solo una leve restricción sobre los usos que se podía hacer de los ahorros. La normativa exhaustiva tuvo que esperar hasta la década de 1880, 1875 en Suecia, pero, cuando llegó, resultó tener un carácter muy moderado.²⁴ Se introdujo la supervisión, normas de contabilidad y ciertos límites en las operaciones, frente a la sólida resistencia de las propias instituciones de ahorro, pero para muchas cuentas de ahorro esto apenas influyó en el nivel de actividad del sector (Brück et al., 1995; Hansen, 2001).

Uno de los objetivos principales de la normativa era estimular la confianza en el sistema evitando irregularidades e imponiendo la transparencia en sus operaciones. Como acabamos de ver, la superioridad de Escandinavia movilizand recursos financieros no parece deberle mucho a un conjunto de normas y reglas mejores. En general, desde el punto de vista del público, un indicador más fiable de la confianza era cómo funcionaba un sistema, no sus normas, y la estabilidad de los mercados y las instituciones era un factor que afectaba mucho a la cantidad de ahorros.²⁵ Mientras que los seis países sufrían como consecuencia problemas y pérdidas, entre 1860 y la Primera Guerra Mundial, la trayectoria del sur de Europa parece que era claramente peor que la de Escandinavia. Un indicio instructivo es la tasa de mortalidad de los bancos comerciales. Sólo existen datos completos de España, Italia y Dinamarca, pero de todos modos, son muy interesantes. En España, dejando de lado la devastación que trajo la crisis de 1864-66, sólo 60 de los 117 bancos comerciales que se fundaron después de 1874 aún funcionaban en 1914 (Tortella, 1974). También fueron igual de interesantes las pérdidas de la banca comercial italiana durante los

²⁴ Guinnane y Henriksen (1998: 52) describen la ley danesa de 1880 como "una llave de una poca utilidad sorprendente" "que supone muy pocos cambios significativos", un punto de vista que recoge Sjölander (2000) en el caso de Suecia.

²⁵ Además de la inestabilidad financiera, se ha apuntado a la inestabilidad macroeconómica como una causa de subdesarrollo financiero, ya que cambia y complica la relación contractual (Boyd, Levine y Smith, 2001). En el contexto que nos ocupa, los niveles de la inflación eran también muy bajos y quizá no contemos con este punto.

tres períodos críticos: quedaron 42 bancos de los 143 que existían entre 1873-79; 21 de los 161 entre 1888-93; y 11 de 163, entre 1902-04 (Mattia, 1967). Por otro lado, en Dinamarca sólo desaparecieron 20 de los 160 bancos que se crearon entre 1845 y 1914. Un dato igualmente útil es el desacuerdo sobre la forma de medir los bienes totales. La información disponible sólo cubre los tres países que acabamos de mencionar, pero los resultados, que ahora tienen en cuenta todo tipo de institución, confirman totalmente el descubrimiento que acabamos de mostrar.²⁶ La estabilidad del sistema financiero danés era mucho mayor que la del italiano, con España aún más a la cola. Si un ambiente financiero estable significaba algo para los ahorradores, entonces Escandinavia disfrutaba de una gran ventaja desde este punto de vista.

Son varios los factores que explican esta diferencia, pero dos de ellos llaman nuestra atención especialmente. Uno es la estructura, el otro la política. En lo que respecta al primero, las economías escandinavas disfrutaban del beneficio -que en el sur de Europa tenía Italia sobre Portugal y España- de un sector financiero sin fines lucrativos bastante grande con una tendencia menor a las crisis que los bancos comerciales y por lo tanto, daba mayor estabilidad al sistema.²⁷ Esto se debía a algunas características de esas instituciones. Tenían acceso a mejor información y más barata sobre los riesgos que planteaban los clientes, costes más bajos de administración y mayor facilidad para que se realizaran los pagos. Por otro lado, tenían menos posibilidades de sufrir retiradas masivas de depósitos por parte de los ahorradores, ya que éstos eran más cercanos y se les conocía bien. Además, disfrutaban con frecuencia de algún tipo de seguro grupal de protección de los depósitos, así como de avales de los gobiernos, las autoridades locales o simplemente de grupos de gente importante de la zona. Por último, como los bancos comerciales soportaban la presión de los accionistas para producir altos dividendos, tenían que implicarse en proyectos con más beneficios pero también con más riesgos. Su imagen de conservadurismo no se

²⁶ Para esta comparación, hemos aplicado el filtro Hodrick-Prescott al logaritmo de las series y hemos calculado la desviación de las diferencias entre las series originales y las filtradas. Los resultados son de 0.024 en el caso de Dinamarca, 0.032 para Italia y 0.495 en España. Hemos excluido a los bancos nacionales emisores de estos "bienes globales", ya que suponemos que su supervivencia no estaba amenazada.

²⁷ Vittas (1997: 159) da un ejemplo de Alemania, donde entre 1895 y 1910 los bancos comerciales tenían un 33% más de fracasar que las cooperativas de crédito rural. Durante el cataclismo financiero de 1887-93, en Italia, el número de instituciones de ahorro (*banche popolari* y *casse di risparmio*) aumentó un 9% mientras que el de los bancos comerciales cayó un 12%. Los depósitos de primera categoría disminuyeron un 14% y los de segunda un 70%. Véase di Martino (2000: 197-199), Polsi (1996) y A'hearn (2000). En el caso de España, véase Titos (1992).

correspondía normalmente con la realidad, a pesar de que tenían que luchar contra la inestabilidad que suele relacionarse con una pequeña escala.²⁸

Dado lo frecuentes y graves que podían ser las crisis nacionales de inestabilidad financiera, cabe preguntarse si las políticas cíclicas nacionales habrían estado influidas positivamente por el atractivo de estos sistemas financieros. En lo que respecta a la intervención directa del gobierno, la poca prioridad que se dio en aquel momento a esas políticas excluye un papel importante para este factor. Por otro lado, los bancos nacionales emisores estaban sólo comenzando a desarrollar su función de reguladores del mercado a través del dinero, algo que sólo aparecería reflejado en sus estatutos tras la Primera Guerra Mundial. La asunción del prestamista como último recurso concuerda poco con la forma en la que estas instituciones respondían a las inestabilidades. Dinamarca y Suecia, dos sistemas muy estables, cambiaron esta actitud pronto, entre las décadas de 1860 y 1870, al igual que en Portugal e Italia, en donde la Banca Nazionale, predecesora del Banco de Italia, ya se comportaba como un "banco de banqueros" en 1860 y el Banco de Portugal hizo lo mismo en 1870 (Hansen, 1991; Lindgren y Sjøgren, 2003; Reis, 1999; Polsi, 1996). Por otro lado, Noruega y España llegaron tarde a este campo, a finales de 1890 y antes de la Guerra, respectivamente, y a pesar de eso estaban en el otro extremo del ranking de estabilidad financiera (Egge, 1983; Tortella, 1974).²⁹

Mientras que los esfuerzos del gobierno y de los bancos centrales no fueran quizá el punto clave del grado de proximidad entre los ahorradores y las instituciones, la accesibilidad sí que lo era. La facilidad con la que los agentes económicos podían acercarse al sistema importaba mucho, a la hora de establecer relaciones con él. Un aspecto de esta accesibilidad era simplemente físico: localización, distancia, facilidad de desplazamiento. Y esta, por ejemplo, fue una importante razón para el éxito de "las cajas de ahorro parroquiales" danesas.³⁰ La tabla 8 muestra la enorme diferencia que existió durante años en el número de sucursales de las que disponía cada uno de los sistemas, en este caso medido mediante el número medio de habitantes por sucursal. También muestra el parecido entre esta

²⁸ Møller y Topp (2002) lo demuestran porque en caso de una cartera de acciones muy arriesgada, el margen de los bancos comerciales era varias veces el de las asociaciones de crédito que pretendían prestar con más "seguridad".

²⁹ Esta cronología de la aparición del papel del prestamista como último recurso se aparta mucho de los que han propuesto antes Capie et al. (1994: 6) y Verdier (2003: 36).

³⁰ Véase Guinnane y Henriksen (1998) en el caso de Dinamarca y Hellgren y Lilja (2002) para Suecia.

clasificación y la de la tabla 1. Italia, que tenía una densidad de sucursales entre cinco y ocho veces superior a la de Portugal o España, pero que era cinco veces menor que la de Dinamarca, Noruega o Suecia, tenía un sistema financiero que funcionaba atrayendo el mayor volumen de ahorros para el sur de Europa. Además del número, la situación de estas oficinas también parece haber sido importante. En España, Italia y Portugal, la mayoría de las entidades financieras eran un fenómeno urbano y generalmente se concentraban en centros importantes de población. Si nos fijamos en Portugal en 1900, se señalaba que "un granjero irá a la ciudad a por todo el dinero que necesite en un momento determinado; se sentiría humillado si tuviera que ir a una entidad de crédito" (Ulrich, 1908: 65). En Escandinavia ocurría todo lo contrario, una gran proporción de sucursales financieras se encontraban en pequeños pueblos o en aldeas, como ocurría en Dinamarca, incluso con la banca comercial. En 1913, el 40% de esas oficinas se localizaban en pueblos de menos de 4000 habitantes (Johansen, 1991) e inevitablemente, esto hizo que estuvieran más cerca de los habitantes de zonas rurales, que constituían la mayoría de la población. Lo mismo ocurrió con las instituciones de ahorro, ya que eran "organizaciones locales, formadas y dirigidas por gente de la zona que iban más allá de lo que veían como objetivos locales" (Guinnane y Henricksen, 1998: 52).

Tabla 8
Densidad de sucursales
financieras, 1910
(1,000 habitantes por sucursal)

	<u>Población por sucursal</u>
Dinamarca	4
Noruega	4
Suecia	4
Italia	20
Portugal	86
España	81

Por lo tanto, lo que vemos es que la mayor diferencia en el desarrollo financiero global de estas dos regiones europeas reside en la fuerza de sus respectivos sectores de ahorro. Ya que, como hemos visto, no podemos achacar estas disparidades a grandes diferencias de ingresos, a la diversidad de normativas o al desarrollo de una banca central eficaz, sólo quedan otras dos explicaciones. El punto de vista de Verdier (1996) muestra que esta diferencia reside en una competición política que constituye el centro del problema. En Dinamarca, Suecia y Noruega, las fuerzas políticas centrífugas eran fuertes y podían bloquear los intentos del estado de centralizar la banca y adsorber así los recursos de las regiones para financiar el gasto público central. Por lo tanto, se desarrolló la banca descentralizada de ahorros. En el sur de Europa ocurrió todo lo contrario y la presión de los estados centralizados que intentaban agotar los recursos financieros regionales ahogó a la banca de fines no lucrativos.

Esto plantea dos inconvenientes. El primero es que el estado quería estos recursos para financiar la deuda pública, no el gasto público central, y de ahí que el contraste entre las dos regiones fuera tan grande. Como hemos visto antes, los países del sur de Europa eran unos voraces consumidores en este aspecto. En segundo lugar, tampoco debemos pasar por alto que la financiación de la deuda pública en estos países no venía de los propios países, ni de los bancos provinciales. Más bien tendía a solventarse de forma personal, mediante bonos, y se acumulaba en las grandes ciudades, en donde la propensión al ahorro era mayor. Esto explicaría porqué la banca comercial fue capaz de expandirse por Portugal, España e Italia durante este período, a pesar de su enorme deuda pública, pero era relativamente débil en los principales centros de población debido a la diversificación de fondos de su zona "natural" (Reis, 2003).

De este modo, una línea distinta de investigación nos lleva al campo de la causalidad exógena basada en diferencias sociales y de capital humano para intentar determinar porqué en España, Portugal y el sur de Italia, salvo una pequeña minoría de ciudadanos ricos y cultos, la mayoría de la población parecía estar tan separada de las entidades de ahorro. Para contestar a esta cuestión tenemos que buscar las condiciones sociales, económicas y culturales en la base de los impulsos más fuertes de Dinamarca, Noruega y Suecia para crear organizaciones financieras no bancarias prósperas (Guinnane, 1994; Galassi, 2001).

Un ingrediente básico era los fideicomisos, una forma de capital social que implicaba la buena disposición para aceptar el control y los riesgos comunes con otros agentes económicos más allá del círculo social inmediato, lo que exigía dejar en manos de otros la supervisión y el control directo.³¹ En sociedades como la escandinava, fundadas sobre un campesinado de tamaño medio, próspero y con poder político, que experimentó positivamente la reforma agraria al final de Antiguo Régimen, y en donde cada vez había una distribución más justa de la renta, se daba el contexto para que se desarrollaran las actitudes que hemos mencionado (Sandberg, 1979). El capital social, como ya hemos visto, es más abundante en comunidades que están muy unidas y en donde la fragmentación de la riqueza y de las rentas no es extrema (Goldin y Katz, 2001). Esta unidad parecía ser mucho menor en el sur de Europa, en donde la mayoría del campo se caracterizaba por una marcada desigualdad en el acceso a las tierras y por profundas escisiones sociales y económicas. En España el lento desarrollo de las instituciones de crédito local a principios del siglo XX eran obviamente el resultado de influencias políticas y sociales negativas que estaban directamente relacionadas con circunstancias de este tipo. Esto los llevó a verse "secuestrados" por los intereses de las clases altas locales, de los políticos y de los religiosos, además de sufrir una mala gestión y, dada la falta de confianza de los ahorradores potenciales, una falta crónica de recursos (Carmona, 2003). En Portugal, en donde había incontables proyectos para crear bancos rurales locales, todos estos proyectos acababan sin llevarse a cabo, el obstáculo era que "nuestros campesinos, que son ignorantes y desconfiados [...] nunca acudirán a una institución que les exija aceptar la responsabilidad de los pasivos de otros, incluso aunque otros hagan lo mismo por ellos" (Ulrich, 1908: 532).

El capital humano es el segundo ingrediente de éste análisis. Esto ya se sugiere en la historia del comienzo de la aparición de intermediarios financieros en comunidades rurales de Escandinavia, ya en la primera mitad del siglo XIX, en donde claramente esta aparición dependía mucho del grado de desarrollo cultural de la zona. Nilsson, Pettersen y Svensson (1999) han demostrado cómo la alfabetización en las zonas rurales suecas, antes de 1850,

³¹ Un buen ejemplo lo tenemos en el poco éxito que tuvieron en el s. XIX las cooperativas de crédito irlandesas, a las que se les acusó no sólo de tener un diseño institucional débil y escasez de financiación adecuada, sino también de falta de talento de gestión y de valores sociales que habrían hecho que esta entidad funcionara. Véase Guinnane (1994), a también Galassi (2001) para un argumento similar sobre las casse rurali italianas.

estaba asociada al aumento del uso de instrumentos de crédito avanzados y quizá crearon una base fértil para la actividad de instituciones de crédito de esas zonas. Más tarde, aún en el siglo XIX, esta sofisticación cultural "se veía reflejada en el alto grado de aceptación pública de las instituciones y procedimientos modernos", algo que podemos ver en la disposición de los daneses, noruegos y suecos para aceptar el dinero acordado. Los stocks de capital humano en el sur de Europa no podían competir con los del norte, como demuestran los datos de la alfabetización, el gasto educativo y el número de alumnos escolarizados. Comparado con las cifras, casi nulas de analfabetos en Escandinavia, a principios del siglo XX, en España y en Italia estas cifras alcanzaban el 50% y en Portugal no superaban el 75% del total. Esto significaba que gran parte de la población adulta en estos tres países era incapaz, no sólo de participar en la gestión de las entidades financieras locales, sino también de controlar sus operaciones o de convertirse en prestatarios, cuando era obvio que ser ahorrador era un problema (Nuñez, 1992).

Con respecto al uso de "dinero contratado", es cierto que la proporción de billetes en las reservas de dinero no era muy diferente en estas dos regiones. Sin embargo, lo que sí es importante en esta comparación es que en Escandinavia estos hábitos surgieron de forma espontánea, bajo el régimen de patrón oro que duró hasta 1914, mientras que en el sur de Europa, los agentes económicos tenían que "forzar" el uso de las divisas en papel por lo general, debido a la persistencia de acuerdos monetarios inconvertibles en esas regiones (Martín Aceña y Reis, 2000).³²

5. Porqué los sistemas financieros escandinavos reciclaban mejor los pasivos

Si comparamos las diferencias nacionales en la intermediación financiera, la segunda pregunta esencial de este artículo está relacionada con la capacidad de cada sistema para transformar fondos en créditos para el sector privado. Desde este punto de vista, hay varias circunstancias que nos ayudan a entender las pérdidas de eficacia de los sistemas financieros del sur de Europa, que apenas llegaban a la mitad de lo que los escandinavos eran capaces de conseguir. Quizá, el más importante era la persistencia en el sur de Europa de los problemas de política fiscal, frente al saneado sistema escandinavo. Tanto para Italia

³² La inconvertibilidad de Portugal, declarada en 1891, muestra claramente el problema. Antes de esa fecha, los billetes eran convertibles, pero poco aceptados por el público. Tras esto se generalizó, pero únicamente porque no había otra alternativa. Véase Reis (1992).

como para la Península Ibérica, esta situación se percibía como la combinación de una enorme deuda pública y la escasa aplicación de los recursos para aumentar el crecimiento. En Dinamarca, Noruega y Suecia, la deuda era menor y los recursos que adsorbía también eran mejores para la inversión productiva.

Por otro lado, la enorme deuda pública también tuvo un papel negativo en la actuación del sector financiero empresarial. Una de las causas es que la deuda pública daba lugar a la creación, en Italia, España y Portugal, de enormes bancos nacionales emisores. Dada su vocación funcional, estos bancos intentaban dominar sus sectores de banca comercial, como ya vimos en el apartado 3, mientras que eran las instituciones empresariales las que reciclaban menos fondos en créditos. A la vez, los bancos comerciales, hasta cierto punto, y las cajas de ahorros, en mayor grado, se podrían haber reconducido para hacer importantes colocaciones en la deuda pública, porque era seguro y ofrecía importantes beneficios. Poco a poco, esto desviaba recursos de los créditos para la inversión productiva.

La razón por la que Italia, España y Portugal han sido sistemáticamente incapaces de cambiar la tendencia de los déficits presupuestarios y de la deuda pública piramidal es un tema muy arraigado a la historia política, social y militar de estos países durante el siglo XIX. Por desgracia, es imposible conseguir una situación justa ante un problema tan complejo. Sin embargo, hay que observar que en esta región hubo instituciones políticas inestables, una administración pública débil y un poder militar excesivo a lo largo del período que nos ocupa, al contrario de lo que ocurrió en la zona escandinava. Por lo tanto, fue complicado para los gobiernos del sur de Europa controlar el gasto, mientras que su elasticidad frente a los ingresos del PIB tendía a reducirse por la incapacidad del estado para aumentar los ingresos lo suficiente y diversificar los recursos. Una importante fuerza militar contribuyó a introducir al país en costosos conflictos ocasionales internos o con el extranjero. Éstos eran finalmente financiados de forma poco ortodoxa, y constituían un factor siempre presente de inestabilidad política. La deuda pública no era el problema en sí, ya que los escandinavos también la tenían, pero no les causaba dificultades. Lo que dañaba la situación del sur de Europa era su escala, que eclipsaba otros esfuerzos para movilizar recursos financieros, y su amplia liquidación de préstamos anteriores y el mantenimiento de la costosa y poco eficaz maquinaria del gobierno.

Los efectos estructurales en el sur de Europa no se vieron reducidos al desarrollo "excesivo" motivado políticamente por sus bancos nacionales emisores. Las razones socioculturales que explican la gran prevalencia de las entidades de ahorro en los sistemas financieros escandinavos también se puede entender al explicar sus altos niveles de transformación, como hemos visto en la tabla 6. Por otro lado, no está tan claro si estos factores también contribuyen a explicar el hecho de que esta región ayudó, sin duda alguna, al sur de Europa a reciclar sus pasivos en créditos.

Por último debemos tener en cuenta dos aspectos del *modus operandi* de estos sistemas financieros, que también contribuyeron, tanto a reforzar como a debilitar sus respectivas tendencias a convertir los fondos en préstamos. Uno de los aspectos es el ambiente de riesgo en el que trabajaban y que podemos evaluar con la tasa implícita de devoluciones de instrumentos de deuda pública, normalmente la aplicación más segura en una economía. No resulta sorprendente, que según este baremo, Escandinavia fuera la zona de menos riesgo, con un claro margen, lo que tuvo dos consecuencias para Italia y para la Península Ibérica (Hemer y Sylla, 1996; Esteves, 2002; Carreras, 1989; Spinelli y Fratianni, 1991). Una es que se creó un incentivo para que las instituciones financieras tuvieran mayor preferencia por la liquidez, y así, liberaban menos fondos para la inversión. Por otro lado aumentaron bastante los precios de los créditos que concedían y se redujo el volumen de aplicaciones de los créditos, incluso de los que ellos mismos concedían. Se dejaron de lado más recursos, mientras que las instituciones escandinavas podían inmovilizar proporciones menores de bienes totales de las reservas o intentar inmovilizar recursos mediante bonos del estado seguros.

La calidad de la gestión es la segunda consecuencia al tener en cuenta las diferencias en la proporción de bienes improductivos en las carteras de valores de las instituciones financieras empresariales. Quizá, los gestores del sur de Europa reaccionaban razonablemente ante un clima inversor más arriesgado como hemos observado, y por lo tanto, colocaban sus fondos con más prudencia y de forma más conservadora que los escandinavos. Por otro lado, existe la hipótesis (Berthelemy y Varoudakis, 1996: 301) de que "la eficacia técnica del sector financiero es una función creciente del volumen de ahorros recogidos [y] esos efectos de "aprender con la práctica" también existen en las actividades de intermediación". Desde esta perspectiva, podemos suponer que la gestión

financiera en el sur de Europa quizá haya sido menos eficaz por el tamaño medio de estos sistemas y de sus historias, aún menos dinámicas. Una gestión deficiente ha sido la característica de Portugal y de España (Reis, n.d.; Sudriá, 1994) como se ha visto en comparaciones sistemáticas y rigurosas con Escandinavia que aún tienen que acabar de realizarse, por lo tanto este es un aspecto que queda sin concluir.³³ En el caso particular de Portugal, se ha visto que, tras tener en cuenta los distintos riesgos, la parte de fondos sin usar en el balance general de los bancos comerciales era mayor de lo que se puede justificar si nos referimos a las prácticas que se desarrollaban en los grandes puntos comerciales de la época.

6. Conclusión

A lo largo "de la segunda mitad del siglo XIX", las regiones del sur y del norte de Europa siguieron un desarrollo financiero opuesto, aunque todas experimentaron un aumento de la relación capital-trabajo. Esto llevó a alcanzar resultados dispares en la aportación de créditos para la inversión productiva, lo que nos permite hablar de un tipo de sistema financiero "escandinavo" opuesto al "del sur de Europa". Una vez cuantificadas estas diferencias, este artículo defiende que las diferencias son lo bastante grandes para justificar la postura de que las finanzas contribuyeron a las divergencias del crecimiento económico entre las dos regiones.

Para estudiar las razones de la diferencia de eficacia sustancial entre ellos, era necesario dividir el artículo en las dos funciones básicas que realizan los sistemas financieros. Una es la movilización de ahorros como pasivos financieros de estos sistemas. La segunda es la conversión de estos pasivos en créditos para el sector privado no financiero. Los países del sur de Europa perdían en ambos casos. El análisis de la primera función nos ha mostrado que las instituciones escandinavas eran capaces de movilizar más recursos que sus vecinos europeos, con la excepción de los bonos del estado, en donde los países del sur tenían una clara ventaja. La segunda dimensión de este estudio ha demostrado que todos los tipos de instituciones escandinavas eran capaces de extraer mayor cantidad de créditos de sus pasivos para ponerlos a disposición de los sectores productivos de la economía.

³³ La metodología propuesta por Cuadras-Morató et al. (2002) para España durante el período 1900-14, si se aplica de forma comparativa, nos puede permitir determinar qué sistema tenía los bancos más eficaces e incluso podemos llegar a conclusiones relacionadas con la adecuación de su gestión.

Hasta cierto punto, estos contrastes estaban causados por factores endógenos. Un hecho simple que lo demuestra es que Italia, Portugal y España eran bastante más pobres y esto afectaba al volumen de sus ahorros y a la reducción de la demanda de sucursales financieras que pudieran reciclar esos fondos. Por otro lado, los factores exógenos también tenían un papel importante a la hora de ayudar a entender el proceso de desarrollo financiero en estas dos regiones. Básicamente hemos encontrado tres características. Las normativas que regulan la actividad financiera, que han aparecido en análisis de este tipo, no parece que hayan tenido un gran impacto en los resultados obtenidos, aunque quizá hayan definido algunas de las diferencias que hemos encontrado. Un caso más importante vendría definido por factores políticos, sociales y culturales que mantienen un puente de unión entre los distintos ritmos de desarrollo que hemos mencionado antes. Los dos últimos factores eran esenciales para el desarrollo del sector bancario no comercial en Escandinavia y estos, a su vez, eran responsables de la diversificación de las aportaciones en las oficinas, que atraían una gran cantidad de ahorros per cápita y aseguraban que una gran proporción de esos fondos estuviera disponible para invertirlos.

Dada su complejidad, quizá fueran los factores políticos los más importantes, principalmente porque en los países del sur convertían ahorros en grandes cantidades de pasivos emitidos por el estado que reducían la expansión de otros sectores del sistema. Del mismo modo, una vez que la política ayudó a movilizar estos fondos, los estados se responsabilizaron de su esterilización como instrumentos financieros. Si tenemos en cuenta todo esto, quizá consigamos explicar la mayor parte del sistema financiero que se divide entre nuestros dos grupos de países. Siempre podemos pensar que la política podría haber cambiado la situación, pero sostener esta afirmación significaría ignorar el hecho de que los políticos y las instituciones también tienen una larga historia y que la dependencia no sólo afecta a la preservación de los fenómenos económicos. Por lo tanto es complicado imaginar con realismo otro escenario alternativo para el desarrollo de las regiones europeas entre 1850 y 1914.

Referencias

A'Hearn, B. (2000). Could southern Italians cooperate? Banche Popolari in the Mezzogiorno. Journal of Economic History **60**, pp. 67-93.

Aleotti, A. (1990). Borsa e Industria. 1869-1989: Cento Anni di Rapporti Difficili. Milano: Edizioni di Comunità.

Beck, T., Levine, R. and Loayza, N. (2000). Finance and the sources of growth. Journal of Financial Economics **58**, pp. 261-300.

Berthelemy, J. C. and Varoudakis, A. (1996). Economic growth, convergence clubs and the role of financial development. Oxford Economic Papers **48**, pp.300-28.

Boyd, J. H., Levine, R. and Smith, B. D. (2001), The Impact of inflation on financial sector performance. Journal of Monetary Economics. **47**, pp.221-48.

Broder, A. (1976). Les investissements étrangers en Espagne au XIXe siècle: méthodologie et quantification. Revue d'Histoire Économique et Sociale **54**, pp.29-63.

Brück, C. (ed.). (1995). Les Caisses d'Épargne en Europe. Paris: Editions de l'Épargne, 2 vols.

Calomiris, C. (1995). The Costs of Rejecting Universal Banking: American Finance in the German Mirror, 1870-1914 in N. Lamoureaux and D. M. Graff (eds), The Coordination of Activity within and between Firms (Chicago: University of Chicago Press).

Cameron, R. (1967). Banking in the Early Stages of Industrialization. New York: Oxford University Press.

Capie, F., Goodhart, C., Fischer, S. and Schnadt, N. (eds) (1994). The future of Central banking. The tercentenary symposium of the Bank of England. Cambridge: Cambridge University Press.

Carmona Pidal, J. (2003). Información y crédito en el campo español entre 1850 y 1930. Por qué los bancos rurales y las cooperativas no consiguieron extirpar la práctica de la usura? In J. Simpson and J. Carmona Pidal (eds). El laberinto de la agricultura española. Instituciones, contratos y organización entre 1850 y 1936. Zaragoza: Prensas Universitarias de Zaragoza.

Castañeda. L. (2001). La Bolsa de Barcelona entre 1849 y 1913: Un nuevo índice. In C. Sudriá and D. A. Tirado (eds) Peseta y protección. Comercio exterior, moneda y crecimiento económico en la España de la Restauración. Barcelona: Ediciones de la Universitat de Barcelona.

Castañeda, L. (2001). El Banco de España (1874-1900). La Red de Sucursales y los Nuevos Servicios Financieros. Madrid: Banco de España.

Comin y Comin, F. (1989). Hacienda y Economía en la España Contemporánea 1800-1936. Madrid: Ministerio de Economía y Hacienda, 2 vols.

Collins, M. (1998), 'English Bank Development within a European Context, 1870-1939', Economic History Review, LI, pp.1-24.

Cuadras-Morató, J., Fernández Castro, A.S. and Roses, J. R. (2002). Productividad, competência e innovación en la banca provada española (1900-1914). Revista de Historia Económica XX, pp. 543-75.

Curioni, S. B. (1995). Regolazione e competizione. Storia del mercato azionario in Italia (1808-1938). Bologna: Il Mulino.

De Cecco, M. and Toniolo, G. (2000). Storia della Cassa Deposite e Prestiti. Roma-Bari: Laterza.

Demirgüç-Kunt, A, and Levine, R. (eds) (2001). Financial Structure and Economic Growth: A Cross-Country Comparison of Banks, Market and Development. London: MIT Press.

Eichengreen, B. (1998). 'Economics and culture in the writing of financial history'. In P. Cottrell and J. Reis (eds), Finance and the Making of the Modern Capitalist World, 1750-1913. Madrid: Fundacion de la Historia Economica.

Egge, Å. (1983). Transformation of bank structures in the industrial period: the case of Norway 1830-1914. Journal of European Economic History **12**, pp. 271-94.

Esteves, R. P. (2002). Finanças Públicas e Crescimento Económico. O Crowding Out em Portugal da Regeneração ao Final da Monarquia. Lisboa: Banco de Portugal.

Fisher, D. and Thurman, W. N. (1989). Sweden's financial sophistication in the nineteenth century: an appraisal. Journal of Economic History, **49**, pp. 621-34.

Fohlin, C. (1999). Capital mobilisation and utilisation in latecomer economies: Germany and Italy compared. European Review of Economic History **3**, pp. 39-74.

Fohlin, C. (2002). Regulation, taxation and the development of the German universal banking system, 1884-1913. European Review of Economic History **6**, pp. 221-54.

Forsyth, D. J. and Verdier, D. (2003). The Origins of National Financial Systems. Alexander Gerschebkron Reconsidered. London: Routledge.

Fritz, F. (1989). Banking and bank legislation in the Scandinavian countries, 1880-1920'. In Uppsala Papers in Economic History, Working Paper #2.

Galassi, F. (2001). Measuring social capital: culture as an explanation of Italy's economic dualism. European Review of Economic History **5**, pp. 29-59.

Garcia Lopez, J. A. (1989). El sistema bancario español del siglo XIX: Una estructura dual? Nuevos planteamientos y nuevas propuestas. Revista de Historia Económica **VII**, pp.111-32.

Goldin, Claudia and Katz, Lawrence F. (2001), 'Human Capital and Social Capital: The Rise of Secondary Schooling in America, 1910-1940'. In Robert I. Rotberg (ed.) Patterns of Social Capital. Stability and Change in Historical Perspective. Cambridge: Cambridge University Press.

Goldsmith, R. W. (1969). Financial Structure and Development. New Haven and London: Yale University Press.

Goldsmith, R. G. (1985). Comparative National Balance Sheets. A Study of Twenty Countries, 1688-1978. Chicago: University of Chicago Press.

Grossman, R. S. (2001). Charters, corporations and codes: entry restrictions in modern banking law. Financial History Review **8**, pp.107-21.

Guinnane, T. (1994). A failed institutional transplant: Raiffeisen 's credit cooperatives in Ireland, 1894-1914. Explorations in Economic History, **31**, pp. 38-61.

Guinnane, T. and Henriksen, I. (1998). Why Danish credit co-operatives were so unimportant. Scandinavian Economic History Review, **46**, pp.32-54.

Hansen, P. H. (1991). From growth to crisis: the Danish banking system from 1850 to the inter-war years. Scandinavian Economic History Review **39**, pp. 20-40.

Hansen, P. H. (2001). Bank regulation in Denmark from 1880 to World War II: public interests or private interests. Business History **43**, pp.43-68.

Hansen, S. Å. (1970). Early Industrialisation in Denmark. Copenhagen: Gads Forlag.

Hansson, P. and Jonung, L. (1997). Finance and economic growth: the case of Sweden, 1834-1991 Research in Economics **51**, pp. 275-301.

Hellgren, H. and Lilja, K. (2002). 'Pioneers on the capital arena. The Swedish savings banks in the local credit market 1820-1914'. Paper presented at the XIII International Economic History Congress, Buenos Aires.

Homer, S. and Sylla, R. (1996). A history of interest rates (3rd ed. revised). New Brunswick, N. J.: Rutgers University Press.

Hoyo Aparicio, A. (2001). La evolución de la Bolsa y las fluctuaciones de la economía española en el siglo XIX. In C. Sudriá and D. A. Tirado (eds) Peseta y protección.

Comercio exterior, moneda y crecimiento económico en la España de la Restauración. Barcelona: Ediciones de la Universitat de Barcelona.

Johansen, H. C. (1991). Banking and Finance in the Danish Economy. In R. Cameron and V. I. Bovykin (eds), International Banking 1870-1914. New York: Oxford University Press.

Johansen, H. C. (1985). Dansk Økonomisk Statistik 1814-1980. Copenhagen: Gyldendals.

Justino, D. (1994). História da Bolsa de Lisboa. Lisboa: Bolsa de Valores de Lisboa.

Kennedy, W. P. (1987). Industrial Structure, Capital Markets and the Origins of British Economic Decline. Cambridge: Cambridge University Press.

King, R. G. and Levine, R. (1993). Finance and growth: Schumpeter might be right. Quarterly Journal of Economics **108**, pp. 717-37.

Knutsen, S. (2003). The development of a hybrid structure in Norway: banks and economic change in the European periphery 1870-1913. In D. Forsyth and D. Verdier. (eds), The Origins of National Financial Systems: Alexander Gerschenkron Reconsidered. London: Routledge.

Lains, P. (2002). História da Caixa Geral de Depósitos 1876-1910: Política e Finanças no Liberalismo Português. Lisboa Imprensa de Ciências Sociais.

Levine, R. (1997). Financial development and economic growth: views and agenda. Journal of Economic Literature, **XXXV**, pp. 688-726.

Levine, R. (2004), 'Finance and Growth: Theory, Evidence and Mechanisms', in P. Aghion and S. Durlauf (eds), Handbook of Economic Growth, (Amsterdam).

Levine, R., Loayza, N. and Beck, T. (2000). Financial intermediation and growth: causality and causes. Journal of Monetary Economics **46**, pp. 31-77.

Lindgren, H. (2002). The modernization of Swedish credit markets., 1840-1905: Evidence from probate inventories. Journal of Economic History **62**, pp. 810-32.

Lindgren, H. and Sjögren (2003). Banking systems as "ideal types" and as political economy. The Swedish case, 1820-1914. In D. Forsyth and D. Verdier (eds), The Origins of National Financial Systems: Alexander Gerschenkron Reconsidered. London: Routledge.

Loayza, N., Schmidt-Hebbel, K. and Servén, L. (2000). What drives private saving across the world?. Review of Economics and Statistics **LXXXII**, pp. 165-81.

Maddison, A. (2001). The World Economy. A Millennial Perspective. Paris: OECD.

Martin Aceña, P. (1987). Development and modernisation of the financial system, 1844-1935. In N. Sanchez-Albornoz (ed.), The Economic Modernisation of Spain, 1830-1930. New York: New York University Press.

Martín Aceña, P. and Pons, M. A. (1996). Estructura y rentabilidad de las empresas financieras en España, 1874- 1975. In Francisco Comín and Pablo Martín Aceña (eds), La Empresa en la Historia de España. Madrid: Editorial Civitas.

Martin Aceña, P. and Reis, J. (2000). Monetary Standards in the Periphery. Paper, Silver and Gold, 1854-1933. Houndmills, Macmillan Press.

Martín Aceña, P. and Titos Martínez, M. (eds) (1999). El sistema financiero en España. Una síntesis histórica. Granada: Universidad de Granada.

Martinez Soto, A. P. (2000). Las cajas de ahorros españolas en el siglo XIX: Entre la beneficencia y la integración en el sistema financiero, Revista de Historia Económica XVIII, pp.585-628.

Martinez Soto, A. P. and Cuevas Casaña, J. (2004). La expansión y consolidación de las Cajas de Ahorro en el sistema financiero español, 1880-1936. Revista de Historia Económica XXII, pp.65-107.

Martino, Paolo di (2000). 'Instabilità finanziaria e crisi económica in Itàlia: Il ruolo delle banche popolari e delle casse di risparmio (1887-1893)'. In Giuseppe Conti and Salvatore la Francesca (eds), Banche e reti di banche nell'Italia postunitaria (Bologna: Il Mulino).

Mata, E. (1993). As Finanças Publicas Portuguesas da Regeneração à Primeira Guerra Mundial. Lisboa: Banco de Portugal.

Mattia, R. de (1967). I Bilanci degli Istituti di Emissioni Italiani dal 1845 al 1936, altre Serie Storiche di Interessi Monetari e Fonti. Roma: Banca d'Italia.

Mokyr, J. (ed.) (2003), 'National Income Accounts'. The Oxford Encyclopedia of Economic History. Oxford: Oxford University Press, vol .4.

Møller, M. and Topp, N.-H. (2002). Danish credit associations 1840-1940: Did they really matter? Paper presented at the XIII International Economic History Congress, Buenos Aires.

Nadal, J. and Sudrià, C. (1983). Historia de la Caja de Pensiones. La 'Caixa' dentro del Sistema Financiero Catalan. Barcelona: Ediciones 62.

Neymarck, A. (several years). La Statistique Internationale des Valeurs Mobilières. Nancy: Berger-Levrault.

Nilsson, A., Pettersen, L. and Svensson, P. (1999). Agrarian transition and literacy: the case of nineteenth century Sweden. European Review of Economic History 3, pp.79-96.

Nordvik, H. (1993). The banking system, industrialization and economic growth in Norway, 1850-1914', Scandinavian Economic History Review **41**, pp. 51-72.

Nuñez, Clara Eugenia (1992). La Fuente de la Riqueza. Educacion y Desarrollo Económico en la España Comtemporanea. Madrid: Alianza Editorial.

Nygren, I. (1983). Transformation of bank structures in the industrial period: the case of Sweden 1820-1913. Journal of European Economic History **12**, pp.29-67.

O'Brien, D. (2002). Essays on financial development and banking efficiency, Ph.D. dissertation, European University Institute, Florence.

Pettersson, T. (2000). 'Playing it safe? Lending policies of the savings bank in Nyköping 1832-1875'. Uppsala Papers in Financial History, #12, Department of Economic History, University of Uppsala.

Polsi, A. (1996). Financial institutions in nineteenth-century Italy: the rise of a banking system. Financial History Review. **3**, pp. 117-137.

Prados de la Escosura, L. (2000). International comparisons of real product, 1820-1990: an alternative data set, Explorations in Economic History, **37**, pp. 1-41.

Rajan, R. G. and Zingales, L. (2003), The great reversals: the politics of financial development in the twentieth century, Journal of Financial Economics **69**, pp.5-50.

Reis, J. (n.d.). Os bancos portugueses, 1850-1913. In Conferência de História de Empresas 1991. Anais. Rio de Janeiro: Universidade Federal.

Reis, J. (1992). A Oferta Monetária Portuguesa, 1856-1912. Lisboa: Banco de Portugal.

Reis, J. (1999). The Bank of Portugal's first century: from 1846 to the Second World War. In C. L. Holtfrerich, J. Reis and G. Toniolo (eds), The Emergence of Modern Central Banking from 1918 to the Present. Aldershot: Ashgate.

Reis, J. (2003). Bank Structures, Gerschenkron and Portugal (pre-1914). The Origins of National Financial Systems: Alexander Gerschenkron Reconsidered. London: Routledge.

Rousseau, P. L. and Sylla, R. (2002??). Financial systems, economic growth and globalization. In Michael Bordo, Alan M. Taylor and Jeffrey G. Williamson (eds), Globalization in Historical Perspective. Chicago: Chicago University Press.

Sandberg, L. (1978). Banking and economic growth in Sweden before World War I. Journal of Economic History **38**, pp. 650-80.

Sandberg, L. (1979). The case of the impoverished sophisticate: human capital and Swedish economic growth before World War I. Journal of Economic History, **39**, pp. 225-41.

Schön, L. (1989). Kapitalimport, kreditmarknad och industrialisering 1850-1910. In E. Dahmén (ed.), Upplåning och Utveckling – Riksgäldskontoret 200 år. Stockholm: Riksgäldskontoret.

Sjölander, A. (2000). 'Att reglera eller inte reglera – En undersökning av sparbanksfrågan i riksdagen'. Uppsala Papers in Financial History, # 13, Department of Economic History, University of Uppsala.

Spinelli, F. and Fratianni, M. (1991). Storia Monetaria d'Italia. L'Evoluzione del Sistema Monetario e Bancario. Milano: Mondadori.

Sudriá, C. (1994). Desarrollo industrial y subdesarrollo bancario en Cataluña, 1844-1950. In J. Hernandez Andreu and J. L. Garcia Ruiz (eds), Lecturas de Historia Empresarial. Madrid: Editorial Civitas.

Sylla, R., Tilly, R. and Tortella, G. (eds) (1999), The State, the Financial System and Economic Modernization. Cambridge: Cambridge University Press.

Sylla, R (2002), Financial Systems and Economic Modernization', Journal of Economic History, 62, pp. 277-92.

Titos Martinez, M. (1992). Fondation et développement des caisses d'épargne en Espagne au XIXe siècle. In M. Pix and M. Pohl (eds), La Diffusion de l'Idée de Caisses d'Épargne au XIXe Siècle. Paris: Les Éditions de l'Épargne.

Titos Martinez, M. (1999). Las Cajas de Ahorro, 1853-1962. In Pablo Martin Aceña and M. Titos Martinez (eds), El Sistema Financiero en España. Una Sintesis Historica. Granada: Universidad de Granada.

Tortella Casares, G. (ed.) (1974). La banca española en la Restauracion. Madrid: Banco de España, 2 vols.

Tortella Casares, G. (1982). Los origenes del capitalismo en España. Banca, industria y ferrocarriles en el siglo XIX. Madrid: Tecnos, 2nd edn.

Verdier, D. (1996). Gerschenkron on his head: banking structures in 19th century Europe, North America and Australasia. European University Institute, Working Papers in Political and Social Sciences: SPS 96/3.

Verdier, D. (1997). The political origins of banking structures. Policy History Newsletter 3, pp. 1-6.

Verdier, D. (2003). Explaining cross-national variations in universal banking in nineteenth-century Europe, North America and Australasia. In D. Forsyth and D. Verdier. (eds), The Origins of National Financial Systems: Alexander Gerschenkron Reconsidered. London: Routledge.

Vicarelli, F. (ed.) (1979). Capitale Industriale e Capitale Finanziario: Il Caso Italiano. Bologna: Il Mulino.

Vittas, D. (1997) Thrift institutions in Europe and the United States. In G. Caprio Jr. and D. Vittas (eds), Reforming Financial Systems. Historical Implications for Policy. Cambridge: Cambridge University Press.

Ulrich, João Henrique (1908). O Crédito Agrícola em Portugal (Sua Organização). Lisboa: Ferin).

Wachtel, P. and Rousseau, P. (1995). Financial intermediation and economic growth: a historical comparison of the US, UK and Canada. In M. Bordo and R. Sylla (eds.), Anglo-American Financial Systems. New York: New York University Press.

Wachtel, P. and Rousseau, P. (1998). Financial intermediation and economic performance: historical evidence from five industrialized countries. Journal of Money, Credit and Banking **30**, pp. 657-78.

Waldenstrom, D. (2002). Taxing emerging stock markets: A beneficial policy? Evidence from the Stockholm stock exchange, Explorations in Economic History, **39**, pp. 1907-1939.

Zamagni, V. (1993) The Economic History of Italy, 1860-1990. Oxford: Clarendon Press.

Ziegler, D. (1998). 'Universal banking in continental Europe, 1830-1938'. In P. Cottrell and J. Reis (eds), Finance and the Making of the Modern Capitalist World, 1750-1913. Madrid: Fundacion de la Historia Economica.

Fuentes Estadísticas

Annaes de Estatistica. Vol.I. Serie I – Finanças. N.1 – Estatistica Bancária (1858-1892) (Lisboa, Imprensa Nacional, 1894).

Anuario Estatístico de Portugal (varios años).

Anuário Comercial de Portugal (varios años).

Anuário Financiero y de Sociedades Anonimas de España (Madrid, Sopec, 1916).

Boletín de Cotización Oficial de la Bolsa de Comercio de Madrid (varios años)

Carreras, A. (ed.) (1989). Estadísticas Historicas de España Siglos XIX-XX. Madrid: Fundación Banco Exterior.

Ciocca, P. and Biscaini Cotula, A.M. (1994). Italian Financial Structures: Long-Term Quantitative Aspects (1870-1970). In Giovanni Federico (ed.), The Economic Development of Italy since 1870. Aldershot: Edward Elgar.

Historisk Statistik för Sverige (1960) (Stockholm: Statistiska Centralbyrån).

Norge. Statistik Sentralbyra, Historisk Statistik: 1968 (Oslo, Statistik Sentralbyra, 1969).

Statistik Årsbok for Sverige Forsta Argangen 1914 Utgiven av Kungl. Statistiska Centralbyran (Stockholm, Norstedt och Soner, 1914)

Apéndice Estadístico

Las referencias siguientes han sido utilizadas para la elaboración de las tablas incluidas en el texto.

Tabla 1

Los datos de **Dinamarca** han sido recogidos en su totalidad de (1985). Para **España** se han obtenido de Tortella (1974), vol. 2 y Martín Aceña y Titos Martínez (1999), excepto para los años de 1860 y 1870, que han sido sustituidos por los de 1864 y 1873, respectivamente recogidos en Tortella (1982). Para **Italia**, Ciocca y Cotula (1994) y de Cecco y Toniolo (2000). Las cifras de **Noruega** proceden del Norwegian Statistical Yearbooks y Historisk Statistikk: 1968 (1969). Para **Suecia** Sandberg (1978), incluyendo el Riksbank, enskilda banks, bancos filiales, por acciones, y también del Historisk Statistik för Sverige (1960), para las instituciones actuales. Los datos de **Portugal** provienen del Anuário Estatístico (varios años) y de Annaes de Estatística (1894). Como no existen datos completos de los pasivos de las instituciones financieras de Portugal, se ha realizado una aproximación agregando los billetes de banco en circulación, capital y depósitos. Estas tres partidas juntas representan la mayor parte de los pasivos, aunque resulta inevitable un sesgo a la baja en la estimación.

Tabla 2

Las cifras de **España** de 1860 y 1870 provienen de Tortella (1982) y sólo incluyen industria y ferrocarriles. Las cifras de las acciones son una media de 1859 y 1861. En cuanto a los bonos ferroviarios corresponden a 1861 y están valorados al 50% tal y como sostiene Tortella (1982: 172). La cifra de 1870 de hecho corresponde a 1866 y revela el repunte del boom especulativo de la fecha. Para 1900 la fuente es Neymarck (1905). Para 1910 se han tomado referencias diversas de capitalización de acciones referentes a 1916 y procedentes del Anuário Financiero y de Sociedades Anonimas de España (1916); finalmente las cifras de bonos proceden del Boletín de Cotización Oficial (1913). Las cifras de **Portugal** proceden del Diário do Governo, con algunos huecos cubiertos por las cifras

provenientes de las Memorias anuales de algunas grandes empresas. Los datos de **Noruega** proceden de Knutsen (2003: 28). Para **Suecia** se han utilizados los datos de Waldenstrom provenientes de las series del Svenska Aktie-bolag. **Dinamarca** ha sido tomada de Neymarck (1903), excepto para 1910 (1914). Para **Italia** Ciocca y Cotula (1994) para los años 1860, 1880 y 1910. Las restantes referencias: Polsi (1996).

Tabla 3

Los precios de mercado de la deuda pública de los países escandinavos ha sido extraída de la información existente en Homer y Sylla (1996). Los totales nominales pueden ser consultados en Historisk Statistik:1968 (1969) para el caso de **Noruega**; para **Suecia**: Swedish Statistical Yearbook (1914) y Johansen (1985) para **Dinamarca**. Ambas magnitudes, precios reales y nominales, para **España** proceden de Carreras (1989); para **Italia** de Zamagni (1993). Para **Portugal**, los totales proceden de Mata (1993) y los precio de mercado en Esteves (2002).

Tabla 4

Elaboración a partir de los datos de las tablas 1-3.

Tabla 5

Idem Tabla 1.

Tabla 6

Idem Tabla 1, complementado con las fuentes siguientes: para **Dinamarca**, Hansen (1982); para **Suecia**, Nygren (1982) y para **Noruega**, Egge (1983). En el caso de **España**, la proporción de bonos y acciones se refiere a 1910 ya que no existen datos para 1900. Algunos de los datos de **Portugal** proceden de Lains (2002). Las fuentes para **Italia** son: de Mattia (1967) y de Cecco y Toniolo (2000).

Tabla 7

La columna 1 proviene de la Tabla 4. Para la elaboración de la columna 2 se han utilizado las siguientes fuentes: **Suecia**, Sandberg (1978: 655). Entre 1860 y 1914 más del 80% de la deuda pública era colocada en el exterior y en 1908 esa cifra alcanzó al 89.2%, correspondiendo a una cantidad media de 9.7& per capita. Los valores locales e hipotecarios estaban al menos en un 55% en manos de extranjeros. Para otros valores y bonos la cifra sólo alcanzaba al 13%. Sin incluir los valores municipales la media alcanzó las 14.9& per cápita en 1910. Las cifras de Schön (1989) de 28.2& procede de los datos de la balanza de pagos y es la utilizada aquí. Las cifras de **España** proceden de Broder (1976: 62) y representan el total de capital público y privado que entró en el país durante los años 1851-1913, sin incluir la deuda flotante del estado –las cifras pueden estar sobrevaloradas ya que no se incluyen los reintegros en cuenta. Para **Dinamarca** existen dos fuentes diferentes. Se ha preferido los datos de Johansen (1991) a los de Hansen (1970) ya que son

más recientes y fiables. Las estimaciones se basan en los déficits de la balanza de pagos durante el período 1870-1910 y por ello va más allá de los datos procedentes de bonos y acciones. Los datos de **Noruega** han sido tomados de Knutsen (2002) en el caso de las acciones y del Historisk Statistik: 1968 (1969) para los bonos. Para **Italia** se ha utilizado Zamagni (1993: 128 and 177). Para **Portugal**, he utilizado los datos de deuda pública en manos de extranjeros de Mata, (1993: 259) más que lo de Esteves (2002: 90), ya que éstos están extraídos con una base argumental menos consistente. El porcentaje de extranjeros con acciones y bonos se ha calculado sólo para las empresas mayores, presumiblemente las únicas con elevadas proporciones de accionistas no nacionales. En cuanto el sector financiero se comprueba que la mayor parte de los accionistas era nacional.

Tabla 8

Las cifras de **España** han sido tomadas de Martin Aceña y Pons (1996) para los bancos privados y públicos; Martínez Soto y Cuevas Casaña (2004) en cuanto las Cajas de Ahorros; para las sucursales del Banco de España, Hispano, Central, de Cartagena y Crédito Español, Castañeda (2001) y Tortella (1974). Los datos de **Italia** están tomados de Ciocca y Cotula (1994) mientras que los de **Suecia** provienen de Sandberg (1978) y Historisk Statistik för Sverige (1960). La información de **Noruega** procede del Norwegian Statistical Yearbook (varios años) y del Historisk Statistikk: 1968 (1969). En el caso de **Dinamarca** se ha recurrido a Johansen (1985). Finalmente la cifra referida a **Portugal** se ha extraído del Anuario Comercial de Portugal de 1910.