

# **La relación banca-industria en España (1950-2015): una revisión desde la manufactura**, por José Luis García Ruiz (Universidad Complutense de Madrid)

## **1. Introducción**

Al finalizar la Segunda Guerra Mundial, se extendió la idea de que una forma de evitar nuevas catástrofes bélicas sería llevar el desarrollo económico a todos los rincones del planeta. Era preciso romper con la división internacional del trabajo que concentraba la industria en unos pocos países, mientras el resto parecía obligado a articular sus economías en torno a la producción de materias primas y alimentos. Todo el mundo identificaba países desarrollados con países industrializados y, por tanto, el reto era llevar la industria a los países intermedios y también al “Tercer Mundo” (Sauvy, 1952), es decir, a los países subdesarrollados que estaban naciendo al calor de los procesos de descolonización.

Las mejores universidades unieron sus fuerzas con los nuevos organismos internacionales para encontrar la forma de extender la industrialización. La Historia Económica tuvo mucho que decir porque se entendió que buena parte de las respuestas se encontrarían analizando la Revolución Industrial en los países occidentales. En esta línea de investigación tendría mucha repercusión el libro que Alexander Gerschenkron, profesor de origen ucraniano de la Universidad de Harvard, publicaría en 1962 titulado *Economic Backwardness in Historical Perspective*. En este libro, Gerschenkron propuso con claridad que las instituciones financieras (no los mercados financieros) desempeñan un papel fundamental en la industrialización, como había probado el caso alemán.

La tesis de Gerschenkron fue contestada por Raymond Goldsmith, el autor de *Financial Structure and Development* (1969), donde se proponía no dejar fuera del análisis a los mercados financieros, que también formaban parte de la “estructura financiera” (sistema financiero) y podían contribuir al desarrollo económico, entendido como algo más amplio que la industrialización. El planteamiento de Goldsmith no tuvo tanto éxito como el de Gerschenkron, que encajaba bien con la orientación de los gobiernos de la *Golden Age* (1945-1975), dispuestos a poner la banca (tanto la pública como la privada) al servicio de las políticas industrialistas.

Del debate Gerschenkron-Goldsmith nació una línea de investigación que se centró en identificar los sistemas financieros de los países como orientados hacia la banca u orientados hacia los mercados (Bordo & Sylla, 1995; Allen & Gale, 2000), poniendo el acento en las diferencias entre ellos. Caroline Fohlin creyó estar ante una falsa polémica y, en los primeros años del siglo XXI, dio argumentos de tipo histórico para una visión escéptica sobre la cuestión (Fohlin, 2012, 2016). Por su parte, Ross Levine quiso abordar la cuestión desde una óptica cuantitativa, tratando de responder a una pregunta muy simple: ¿qué sistema contribuye más al desarrollo económico? (Levine & Zervos, 1998). Levine consiguió implicar al Banco Mundial en sus investigaciones y promovió la creación de la Global Financial Development Database (GFDD) (Beck, Demirgüç-Kunt & Levine, 2000), cuya explotación está permitiendo explorar mejor la complejidad de la relación planteada en el decenio de 1960 por Gerschenkron y Goldsmith.

El propósito de este trabajo es hacer una revisión, dentro del marco conceptual expuesto, de la evolución en 1950-2015 de la relación banca-industria en España, centrándonos en la industria manufacturera.

## 2. La relación banca-industria

En la Europa del siglo XIX, Gerschenkron (1962) distinguía entre países “avanzados” (Inglaterra), “moderadamente atrasados” (Alemania, Italia) y “muy atrasados” (Rusia). Como pionera, Inglaterra había autofinanciado su despegue industrial, pero para buscar la convergencia Alemania e Italia habían tenido que acudir a la banca universal y Rusia, primero, al Estado y, luego, a la banca. Solo en etapas avanzadas del desarrollo se podía pensar en la existencia de una industria independiente de la banca, que siempre sería superior a los mercados como fuente de financiación. Los datos de Naciones Unidas dejaban claro en la época de Gerschenkron que el desarrollo iba unido a un mayor peso de la industria en el PIB. En 1960, dejando fuera los casos extremos, el peso del VAB de la industria en el PIB rondaba el 20 por 100 en los países de renta media baja y el 40 por 100 en los países de renta media alta (véase UNdata).

La tesis de Gerschenkron fue contrastada a nivel mundial por historiadores económicos como Rondo Cameron y sus discípulos (entre los que se contaría Gabriel Tortella para España) con resultados positivos (Cameron, 1967 y 1972). La difusión del pensamiento de Gerschenkron fuera de Estados Unidos fue de tal dimensión que, desde 1998, la Economic History Association otorga un Premio Alexander Gerschenkron a la mejor tesis doctoral sobre Historia Económica que investigue sobre un área geográfica situada allende las fronteras de Norteamérica (Estados Unidos y Canadá).

Sin embargo, surgió una corriente crítica con Gerschenkron a partir de la publicación de *Financial Structure and Development* (1969), donde Raymond Goldsmith consideraba un error centrar la discusión sobre finanzas y desarrollo en la relación banca-industria, dejando fuera a los mercados financieros y al resto de los sectores de la economía real. Hoy día, en un mundo financiero muy complejo, se ha impuesto esta visión de Goldsmith sobre la de Gerschenkron, y análisis ambiciosos sobre el papel de lo financiero en el desarrollo económico, como los de Demirgüç-Kunt & Levine (2004), no dudan en incluir el conjunto del sistema financiero: bancos y bolsas, pero también compañías de seguros, fondos de inversión y de pensiones y todo tipo de *finance companies* (financieras).

En el mundo de la Historia Económica, el análisis más crítico con las tesis de Gerschenkron ha sido el de Caroline Fohlin, para quien “*setting up banks and markets as opposites misses the fundamental complementarities between them and ignores their complexity and heterogeneity*” (2012, p. 151). Con todo, para Fohlin sigue teniendo sentido analizar el problema en base a tres dicotomías: 1) Banca universal *versus* Banca especializada; 2) Banca relacional *versus* Banca de plena competencia; y 3) Sistemas basados en la banca *versus* Sistemas basados en el mercado. Dicotomías que suelen reducirse a dos: Banca universal + Banca relacional + Sistemas basados en la banca *versus* Banca especializada + Banca de plena competencia + Sistemas basados en el mercado. Los resultados de la investigaciones de Fohlin durante dos décadas la han llevado a concluir que: 1) cada país tiene su sistema financiero, que es muy dependiente de la trayectoria política, legal y de valores sociales compartidos; 2) los sistemas financieros no desencadenan el desarrollo económico, pero una vez puesto en marcha lo alimentan; y 3) ningún modelo de sistema financiero puede considerarse superior, pues lo importante es tener un sistema complejo, estable y que evolucione según las necesidades (Fohlin, 2016).

Una aportación muy reciente a este debate es la de Michelangelo Vasta *et al.* (2017) donde se concluye que, en 1913-1936, “*the centrality of the universal banks in*

*Italian corporate system varied over time. It increased from 1913 to 1927, but it decreased sharply in 1936, as a consequence of the Great depression*” (Vasta et al., 2017, p. 202). Lo que se habría mantenido incólume habría sido un sistema de redes más ligeras en torno a los bancos locales, en línea con lo que había encontrado Fohlin (2007) para Alemania. Por otra parte, el compromiso de la banca con la industria intensiva en capital, que tanto apoyó Gerschenkron, no parece exclusivo de los bancos universales. En resumen, “*this paper finds support for Gerschenkron’s view that large German-style universal banks were linked principally to larger firms in Italy. On the other hand, it shows that Gerschenkron failed to grasp that the creation of interlocking directorates was not limited to a few large banks, but was a common practice (at least in Lombardy and some other areas of the North) that involved many local banks which in turn developed a dense web of ties with industrial firms. Only a minority of such local banks were linked to a large a universal bank, whereas most of them seem rather part of systems of interlocks that existed independently on the one centered on the larger universal banks*” (Vasta et al., 2017, p. 202). Más razones para orientar nuestro estudio hacia el conjunto del sistema financiero.

La teoría financiera también proporciona elementos que debemos tener en cuenta para nuestra investigación. El punto de partida es el famoso teorema Modigliani & Miller (1958) que afirma: “*the type of instrument to finance an investment is irrelevant to the question of whether or not the investment is worth while*” (p. 292), lo que se ha interpretado como que da igual si las inversiones se financian con capital o deuda, como si ambas opciones estuvieran disponibles en todo momento para todo el mundo. Ciertamente, los autores estaban pensando en un mundo ideal, sin problemas institucionales. Sin duda, hoy día, tiene más aceptación el llamado *Pecking Order Model* (Myers, 1984): como en el mundo de las aves, comen o “pican” primero los que están más altos en la escala social, lo que, en asuntos financieros, significa que las empresas, en general, tengan que autofinanciarse antes de acudir, primero, a la banca y, finalmente, a la bolsa. Baskin & Miranti (1997) escribieron una historia de la financiación de la empresa apoyada en el *Pecking Order Model*. A nuestros efectos, lo que se deriva de todo ello es que, conforme aumenta la renta por habitante, los sistemas financieros suelen estar más basados en los mercados y menos en las instituciones.

Si nos referimos a instrumentos de financiación, hay que distinguir con claridad capital y deuda, pudiéndose obtener ambos de mercados o de instituciones. Así, el capital puede ser público (obtenido en bolsa) o privado (el *private equity* que ofrecen algunas instituciones) y la deuda también puede ser pública (bonos negociados en bolsa) y privada (crédito bancario). A principios del siglo XXI, la desregulación de los sistemas financieros propició una aproximación entre instituciones y mercados financieros que llevó a pensar que las antiguas divisorias habían quedado obsoletas (Ragan & Zingales, 2003). Sin embargo, los últimos análisis detectan la persistencia de importantes diferencias entre los sistemas financieros (Gambacorta, Yang & Tsatsaronis, 2014):

1) entre países, que han sido explicadas por la literatura sobre “*Varieties of Capitalism*” (capitalismo liberal *versus* capitalismo coordinado) y sobre “*Law & Finance*” (*common law versus civil law*);

2) por tamaño empresarial, pues a las pequeñas y medianas empresas les cuesta más acceder a la financiación externa y esta suele reducirse al crédito bancario.

3) por sectores económicos, ya que para obtener crédito ayuda contar con una garantía real que ofrecer, lo que favorece a la industria y la construcción. Además, hay

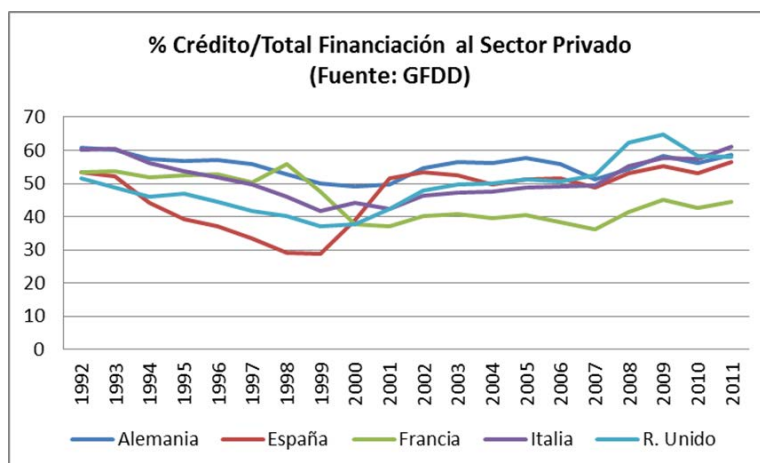
sectores, como la industria, que necesitan operar con mentalidad de largo plazo, lo que no es posible con la alta volatilidad de los mercados financieros.

Un elemento añadido en tiempos recientes es el problema de la “financiarización” de la economía, es decir, el exceso de dinero que termina por hacerlo redundante. Una literatura reciente ha encontrado que, a partir de un cierto nivel, deja de existir una relación directa entre financiación y desarrollo económico (Law & Singh, 2014).

Queda claro que necesitamos acudir a la GFDD si queremos plantear la relación entre financiación y desarrollo económico de una forma moderna. La GFDD contiene datos sobre instituciones financieras desde el decenio de 1960 y sobre mercados financieros desde el decenio de 1990. Aunque de forma desigual, se ofrecen datos sobre 206 países, de los que seleccionaremos España y los cuatro países con los que se puede comparar de manera más apropiada: Alemania, Francia, Italia y Reino Unido.

Un primer indicador que permite construir la GFDD es la proporción del crédito bancario en la financiación total del sector privado (crédito bancario más capitalización bursátil de acciones y bonos) (Gráfico 2.1., donde ha habido que interpolar en la variable crédito para Francia en 1998-1999).

**Gráfico 2.1**



Como se puede apreciar en el gráfico, los cinco países se volvieron más pro-mercado en los años 90 y, sin embargo, esa orientación ha cambiado en el siglo XXI. El cambio es brusco en el caso español, por la existencia de un *boom* inmobiliario que se financió con abundante crédito bancario. Esta evolución nos lleva a considerar en nuestro estudio tres periodos: 1950-1975, 1975-2000 y 2000-2015. La periodización no es habitual en los estudios de Economía Aplicada, pero resulta imprescindible en Historia Económica.

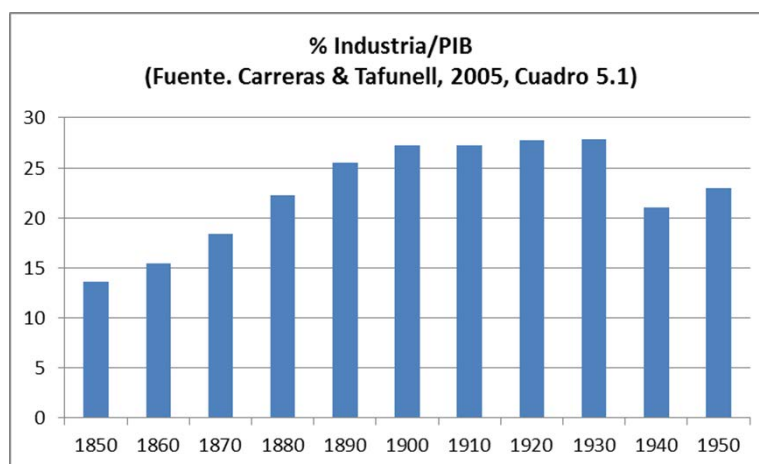
### 3. La relación banca-industria en España, 1950-1975

La España del decenio de 1950 era un país pobre, con una renta por habitante que era un 50 por 100 de la media de los otros países grandes de Europa Occidental (los datos pueden consultarse en Macrohistory.net). Entre 1960 y 1975 se produjo un crecimiento acelerado (el “milagro económico español”) que situó el indicador en el 70 por 100. Pero, luego, la crisis del petróleo supuso un retroceso, de modo que hasta 1990 no se pudo avanzar por encima del citado 70 por 100. La mayor convergencia se registró a mediados del primer decenio del siglo XXI, cuando la renta por habitante

consiguió ser algo superior al 80 por 100 de la media, pero la Gran Recesión iniciada en 2007-2008 está imponiendo un fuerte retroceso. En definitiva, puede decirse que, en el periodo estudiado, España ha pasado de ser un país atrasado a ser un país de renta alta pero todavía alejado de sus homólogos más desarrollados (Carreras & Tafunell, 2010, insisten en la importancia de esas fases de aproximación y distanciamiento para caracterizar la evolución de la economía española).

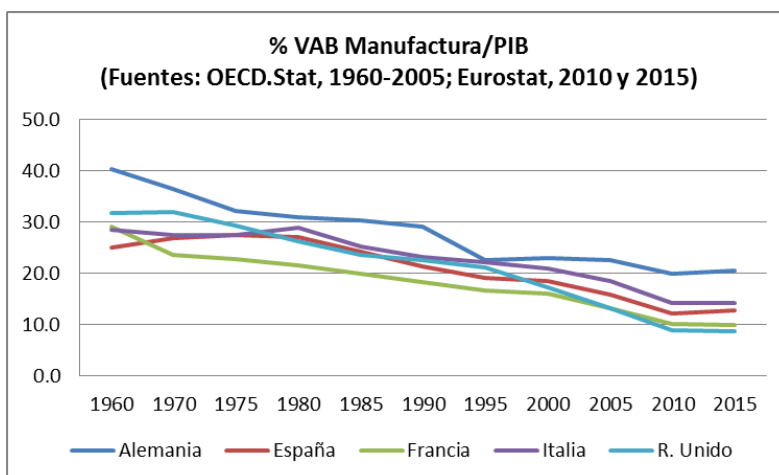
Si atendemos al peso de la industria en el PIB, en el punto de partida, 1950, España era un país que había visto frenado su prometedor proceso de industrialización por la Guerra Civil (1936-1939) (Gráfico 3.1). Esa industrialización había sido muy notable en la segunda mitad del siglo XIX, periodo para el que Gabriel Tortella, discípulo de Rondo Cameron, demostró la validez de la tesis de Gerschenkron (Tortella, 1972). En el primer tercio del siglo XX, el impulso regeneracionista de la Restauración consolidó ese modelo. Tras la crisis del decenio de 1930, la relación banca-industria se intensificaría cuando el Franquismo industrialista limitó enormemente la operatoria bursátil con la Ley de 23 de febrero de 1940 que prohibía todo tipo de “operaciones a plazo” (Hoyo, 2007).

**Gráfico 3.1**



A partir de 1960, disponemos de datos homogéneos que permiten comparar los niveles de industrialización de España con los de los otros cuatro países grandes de Europa Occidental (Gráfico 3.2). Contra lo que a veces se piensa, la caída del peso de la manufactura en el PIB no es un fenómeno reciente, sino que arranca de los años 60 para los países más avanzados (Alemania, Reino Unido, Francia). En el gráfico se aprecia con claridad que en 1960 todos superaban ampliamente el umbral del 20 por 100, incluso España que estaba a la cola. Italia rozaba junto con Francia el 30 por 100, pero mientras este país siguió la pauta de desindustrialización del Reino Unido, aquel decidió mantener las inversiones en el sector y, hacia 1980, su nivel de industrialización solo era superado por Alemania.

**Gráfico 3.2**



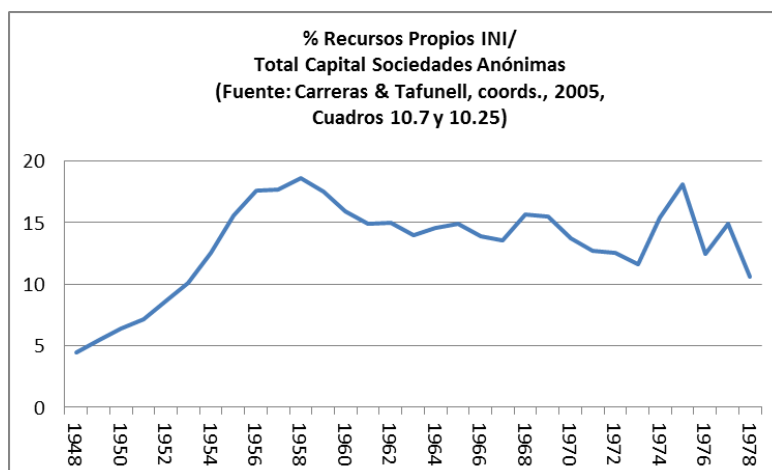
España se industrializó aceleradamente en los años previos a la crisis del petróleo, pero no pudo evitar unirse a la tendencia general a la baja en los años 80, que ya se prolongaría hasta nuestros días. El proceso de caída de la manufactura parece haberse detenido en los años de la Gran Recesión, con Alemania en cabeza, Italia y España en una posición intermedia, y Reino Unido y Francia con niveles muy bajos de industrialización.

Desde el principio, la dictadura de Franco (1939-1975) que salió de la Guerra Civil buscó un modelo de crecimiento desequilibrado favorable a la industrialización. La Ley de 30 de septiembre de 1941 que creó el Instituto Nacional de Industria (INI) hablaba de la industrialización como forma de “vigorizar” la economía, romper la dependencia exterior y atender los “imperativos de la defensa nacional”. La banca privada no sería capaz de apoyar la industrialización, decía la Ley de 1941, porque “el margen de beneficios resulta tan moderado que no ofrece incentivo a los organismos financieros” y, además, “las actuales Sociedades de crédito, por su constitución y especialización en el crédito a corto plazo, no son las indicadas para realizar estos fines”. Esto suponía desconocer todo lo que la banca universal nacida con el siglo había estado haciendo por el desarrollo industrial de España (Tortella & García Ruiz, 2013, capítulos 6 y 7).

La Ley de Ordenación Bancaria de 31 de diciembre de 1946 resultó aparentemente muy poco interventora, declarando no representar “ninguna innovación fundamental” y prescindir de “novedades técnicas de eficacia no suficientemente comprobada, y de ensayos, más o menos audaces, llevados en otros países a la práctica”. Sin embargo, la investigación histórica ha demostrado que, en la práctica, la banca privada quedó sometida a los requerimientos continuos de la Dirección General de Banca y Bolsa (1938-1962), al servicio del Nuevo Estado, que muchas veces tenían fines relacionados con la industria (Tortella & García Ruiz, 2013, capítulo 8).

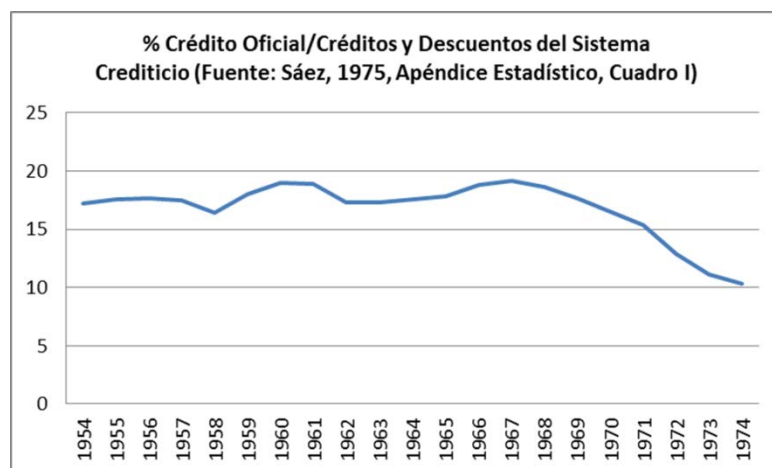
El INI canalizaría recursos públicos hacia la industria que se concretarían en grandes aportaciones al capital social de las empresas españolas y en sectores clave (Martín Aceña & Comín, 1991). Al final del Primer Franquismo, los recursos propios del INI suponían cerca del 20 por 100 del capital total de las sociedades anónimas (Gráfico 3.3). Esta podría ser una forma de medir el impulso inicial del Estado, necesario según el modelo de Gerschenkron en países “muy atrasados”, como la España de posguerra.

### Gráfico 3.3



Otra forma de potenciar la industrialización fue el uso del crédito oficial, que venía de los tiempos de la Dictadura de Primo de Rivera (1923-1930). El peso del crédito oficial se situó en torno al 20 por 100 de toda la financiación proporcionada por el sistema crediticio (créditos y descuentos) poco antes de que estallase el “escándalo Matesa” (1969) y se derrumbase (Gráfico 3.4).

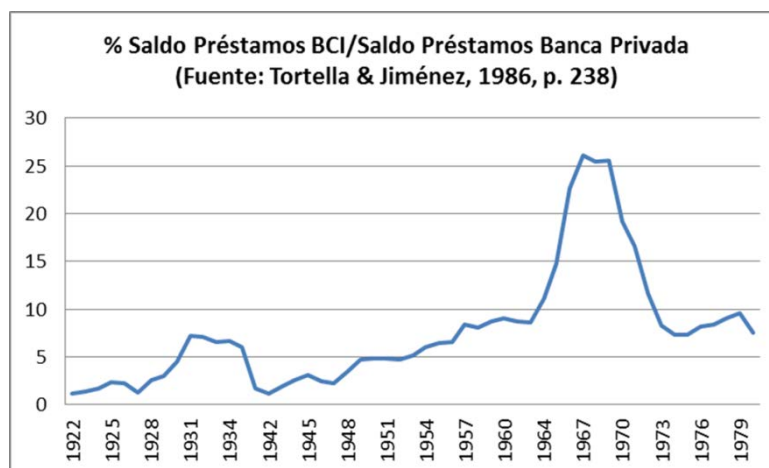
### Gráfico 3.4



El crédito oficial más ligado a la industria entraría en juego sobre todo en los años 60, cuando el peso del INI en la capitalización empresarial declinó. En el primer balance del crédito oficial (1962), el Banco de Crédito Industrial (BCI) quedó a la altura del Banco de Crédito Agrícola (unos 7.000 millones de pesetas), pues el Primer Franquismo había concentrado los créditos en entidades como el Banco de Crédito a la Construcción, el Banco Hipotecario o el de Crédito Local en su afán por acelerar la reconstrucción del país tras la Guerra Civil (García Ruiz, 2014).

La ratio en porcentaje “saldo préstamos BCI/saldo préstamos banca privada”, que ofrecen Tortella & Jiménez (1986), demuestra con claridad el peso del BCI en la financiación de la industrialización “desarrollista”. A finales de los 60, los préstamos del BCI representaban en torno a una cuarta parte de los préstamos de la banca privada (Gráfico 3.5).

**Gráfico 3.5**



Todos los subsectores de la industria manufacturera recibieron abundante crédito del BCI durante el “desarrollismo”, pero el metal se llevó la palma. En la distribución por sectores de los préstamos del BCI para 1971-1975 que se ofrece en Nadal (dir.) (2003, Cuadro III.6.1.10) el 60,6 por 100 del importe de los préstamos había ido a parar a Metal Básico y Transformados Metálicos. Puede decirse que el BCI resultó esencial en la consolidación de la industria automovilística que tanto caracterizaría a España desde entonces hasta nuestros días. Por ejemplo, la familia Barreiros recibió 1.000 millones de pesetas del BCI para intentar mantener el control de la empresa en manos españolas, aunque, al final, en septiembre de 1967, se perdería la batalla a favor de Chrysler (García Ruiz & Santos, 2001, pp. 167-189).

De forma inesperada, el crédito oficial en general, y el BCI en particular, se verían envuelto en una batalla política de gran calado. En julio de 1969, Franco confirmó a Don Juan Carlos como su sucesor en la Jefatura del Estado. Don Juan Carlos era el candidato favorito de los “tecnócratas” vinculados al Opus Dei que controlaban la política económica de la Dictadura. Inmediatamente, sus enemigos quisieron desacreditarles haciendo estallar el “caso MATESA”, donde el BCI quedó en el ojo del huracán, al haber concedido enormes créditos dudosos a un fabricante de telares, MATESA. El cambio de Gobierno de ese año supuso el triunfo de los “tecnócratas”, pero la banca pública entró en un declive imparable.

Gracias a los contactos políticos, MATESA había obtenido hasta 10.000 millones de pesetas en créditos a la exportación, lo que representaba en torno a la mitad del total de esa línea de financiación del BCI (Tortella & Jiménez, 1986, p. 171). En el número 2 (1987) de *Cuadernos del Crédito Oficial*, el Instituto de Crédito Oficial (ICO) elevó la cifra hasta 12.500 millones, pero aseguró que los fallidos no habían superado los 3.000 millones (en cifras redondas). Así lo comunicó a la prensa Miguel Muñiz, presidente del ICO (*El País*, 26 de julio de 1987).

El importante papel del crédito oficial en los Sesenta respondía a lo previsto en la Ley de Ordenación Bancaria de 14 de abril de 1962, que expuso con claridad que en los primeros años del siglo XX se había constituido un núcleo de “grandes Bancos nacionales” que practicaban la banca “mixta”, es decir, comercial y de negocios a la vez o banca universal. Estos bancos se convirtieron pronto en una “realidad viva y fecunda”, capaz de atraer el ahorro de las familias con mayor facilidad que las bolsas, “por falta de preparación financiera del pequeño capitalista, por espíritu excesivamente cauteloso del ahorrador o por otras razones”. El arranque del preámbulo, de espíritu claramente



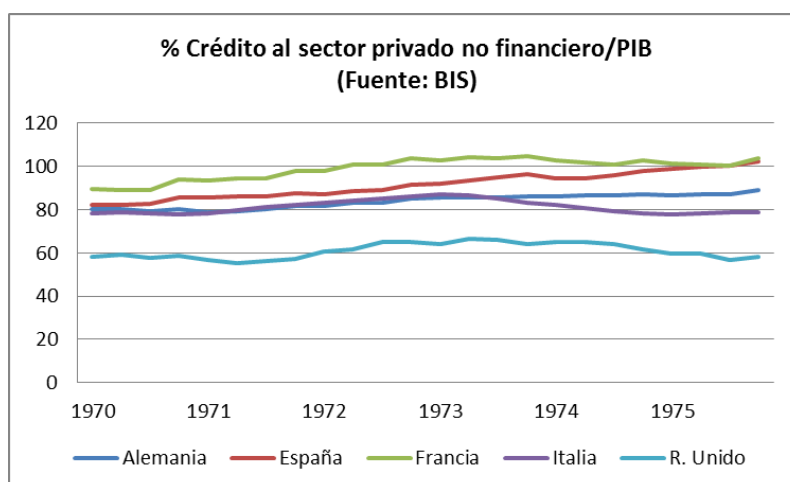
gerschenkroniano, mostraba una comprensión con el papel de la banca privada mucho mayor que el de la anterior Ley de Ordenación Bancaria, la de 1946, promulgada en plena autarquía.

El preámbulo continuaba diciendo que los banqueros habían destinado parte del ahorro a “la promoción de Empresas industriales, mediante la aportación directa de capitales o la concesión de créditos que, aun instrumentados mediante documentos a plazos no superiores a noventa días, eran de hecho créditos a plazo medio o largo, gracias a sus sucesivas renovaciones, o bien por la adquisición en Bolsa de acciones u obligaciones de dichas Empresas”. Y añadía la Ley: “Como consecuencia de todo ello fue convirtiéndose la Banca no sólo en el elemento central de financiación, sino casi en el único, a la par que el mercado de capitales, de inversores independientes, retrocedió en importancia [...] La Banca, en suma, se convirtió prácticamente en la fuente mayoritaria de financiación del sector privado, tanto si se trataba de cubrir necesidades a corto como a largo plazo”.

La Ley advertía que esto “no resolvió en su totalidad el problema de la financiación de las inversiones y de la movilización de los recursos a corto plazo porque la actividad promotora de los Bancos se veía obligada a desentenderse de algunas inversiones especiales y porque se limitó fundamentalmente a las grandes empresas industriales”. Además, al crecer la influencia de la banca en los negocios privados, ocurrió que “pudiera, en ocasiones, hablarse de una política discriminatoria en la concesión de créditos”. Por ello, la ley reforzaba el papel de la banca pública, a la vez que sometía a la banca privada a un mayor control por parte del Estado, señalándose que “debe tenderse, a medida que las circunstancias lo permitan, hacia la especialización bancaria con reglamentación de los Bancos de negocios”.

Lo cierto es que en las postrimerías del Franquismo, el crédito al sector privado no financiero era muy abundante en España, pues el declive del crédito oficial a partir de 1969 se vio compensado por el empuje del crédito privado. Las nuevas series del Banco de Pagos Internacionales (BIS, siglas en inglés) confirman que la ratio Crédito/PIB de España en 1970-1975 se situó a la par que la francesa, por encima de la alemana o la italiana y muy por encima de la del Reino Unido, país donde muchas empresas optaban por los mercados antes que por las instituciones financieras (Gráfico 3.6).

**Gráfico 3.6**



En cuanto al capital, no debemos olvidar el papel desempeñado por el capital extranjero. A partir de las medidas aperturistas de 1959, España fue capaz de atraer un

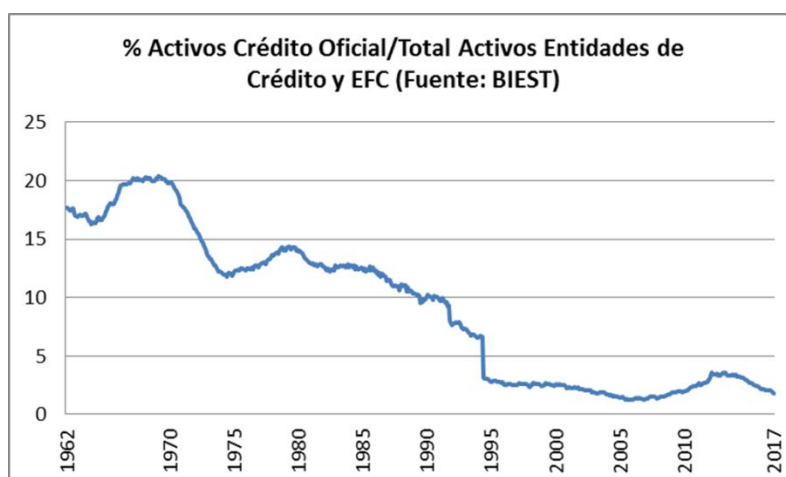
volumen creciente de Inversión Directa Extranjera (IDE), que se situó en torno al 2 por 100 del total mundial en los años finales del Franquismo, un nivel similar al que tiene en nuestros días, tras haber conocido momentos álgidos en 1990-1992, 2002 y 2008, cuando superó el 5 por 100 (UNCTADstat). La IDE del Franquismo se caracterizó, como el resto de las fuentes de financiación, por tener un sesgo netamente industrialista, por lo que parece claro que el proceso de industrialización que distinguió la trayectoria económica española del periodo no tuvo problemas de financiación, por más que las bolsas permanecieran siempre en un segundo plano. El modelo de Gerschenkron funcionó en la España de 1950-1975 a pleno rendimiento y, sin duda, tuvo que contribuir a la industrialización diferencial experimentada en esos años.

#### 4. La relación banca-industria en España, 1975-2000

Entre 1973 y 1980, al hilo de graves acontecimientos políticos y bélicos, el precio del petróleo pasó de 17,6 a 105,9 en dólares de 2015 (según bp.com). El impacto fue brutal sobre las economías industrializadas de la *Golden Age*. Tras un periodo de tranquilidad, una nueva escalada tendría lugar en los primeros años del siglo XXI, marcados también por episodios bélicos. Hay coincidencia en señalar que las consecuencias de estos impactos fueron muy negativas para la industria de los países occidentales y los sistemas financieros se replantearon el fuerte apoyo que le habían dado en etapas anteriores.

Como hemos señalado, la retirada del crédito oficial había empezado antes, en 1969, a raíz del “escándalo MATESA”. Si atendemos al peso de los activos del crédito oficial en el total de las entidades de crédito, variable para la que existen series largas en la base BIEST (Banco de España) resulta que el máximo histórico se alcanzó en marzo de 1969 (Gráfico 4.1). A partir de ese momento, se produjo una fuerte caída, que se vio frenada por la crisis del petróleo, debido a la necesidad de practicar una política contracíclica. Como se aprecia en el gráfico, la caída continuaría en los años siguientes, hasta convertirse el crédito oficial en algo residual poco antes del estallido de la Gran Recesión, cuando conoció una segunda y breve recuperación de su protagonismo. Los máximos de octubre de 1978 y marzo de 2012 se registrarían dentro de una tendencia claramente declinante (Martín Aceña *et al.*, 2017).

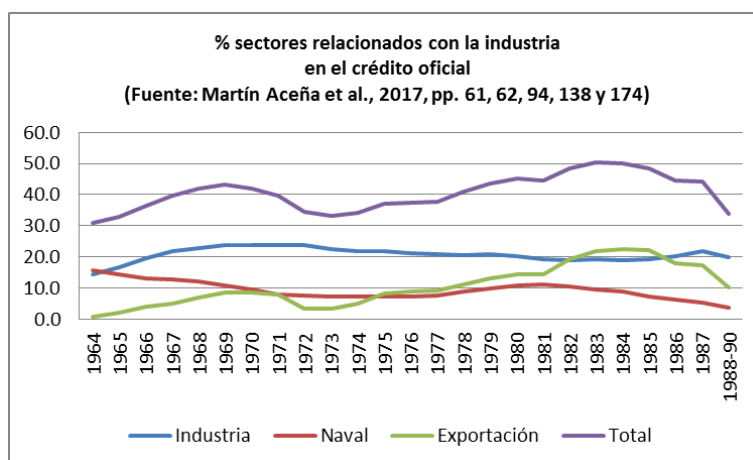
**Gráfico 4.1**



A nuestros efectos, es importante señalar que, desde 1969, no solo declinó el crédito oficial en su conjunto, sino que también retrocedió la cuota del crédito industrial

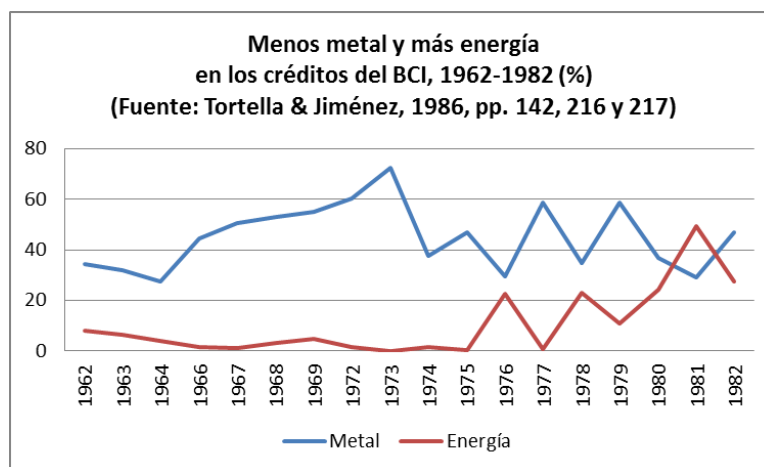
dentro del crédito oficial (aunque tras un bache inicial se apoyó la exportación de bienes con fuerza hasta mediados de los 80). El Gráfico 4.2, procedente de una elaboración reciente publicada en Martín Aceña *et al.* (2017), así lo prueba.

**Gráfico 4.2**



El Metal, que antes de 1975 dominó con claridad en los créditos del BCI, tuvo que compartir después espacio con Energía (Electricidad, Gas y Agua), buena prueba de la evolución de España hacia un modelo económico con menos manufactura, pero con elevados requisitos energéticos (Gráfico 4.3).

**Gráfico 4.3**



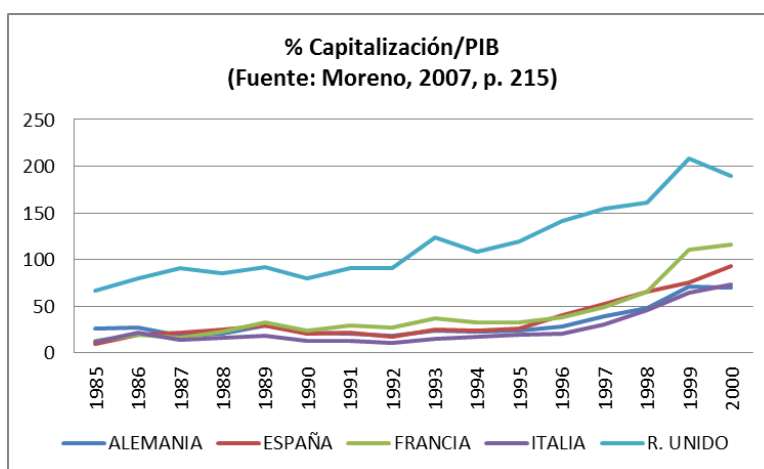
Esta inclinación a concentrar el interés público en la energía también se dio en las privatizaciones del INI. En los últimos años del siglo XX, con los gobiernos conservadores de Aznar, las privatizaciones se aceleraron y el peso del Estado en la generación de VAB industrial quedó reducido a la mínima expresión, con cifras en 1998 inferiores al 1 por 100 excepto en Material de Transporte (7,1 por 100), Papel, Edición e Impresión (3,6 por 100) y, sobre todo, Energía y Agua (14,3 por 100) (Nadal, dir., 2003, Cuadro IV.2.2.3).

En el último cuarto del siglo XX, la industria manufacturera no solo perdió interés para el Estado, sino también para las instituciones financieras, quebrando completamente el modelo gerschenkroniano anterior. Los bancos de tipos universal que habían apoyado la industrialización durante todo el siglo XX se vieron enfrentados a una grave crisis bancaria en 1977-1985, que la primera de las que se sucedieron al

acabar la *Golden Age* (Reinhart & Rogoff, 2011, p. 159). El resultado de la crisis fue que las instituciones financieras adoptaron un perfil de pura banca comercial.

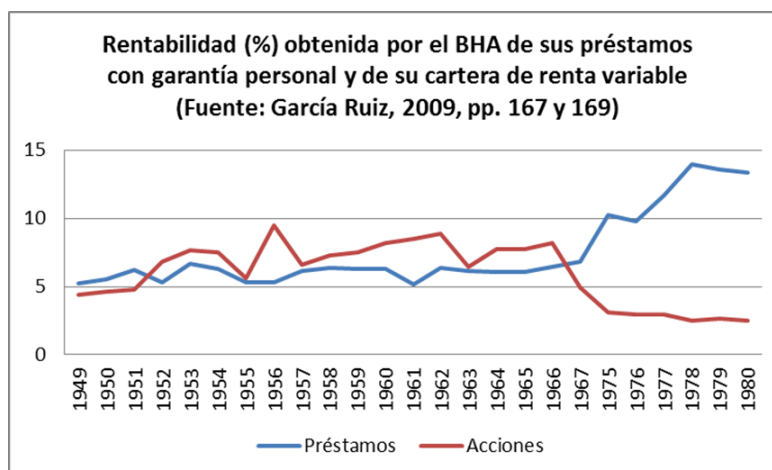
La crisis bancaria coincidió con movimientos iniciados en 1978 para impulsar las bolsas, que se concretaron en la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, que quiso potenciarlas “ante la perspectiva, en 1992, de un mercado europeo de capitales y de una toma previa de posiciones a este respecto por diversos Estados miembros de la Comunidad Económica Europea”. Lo cierto es que, en términos de capitalización bursátil/PIB, España era en 1988 un país completamente homologable a otros de la Europa continental (Gráfico 4.4). Solo el Reino Unido aparecía claramente destacado por su tradición de tener un sistema financiero con fuerte peso de los mercados que, además, estaban muy abiertos al capital extranjero. Como muestra el gráfico, las cosas no habían cambiado sustancialmente al finalizar el siglo XX.

**Gráfico 4.4**



Durante las crisis del petróleo, en un contexto de progresiva liberalización (1974-1988), la banca española vendió masivamente sus participaciones industriales, principalmente al capital extranjero que no dejó de fluir hacia España. No fue ajeno a ello la pérdida de rentabilidad de las carteras de valores (donde tenían un gran protagonismo las participaciones industriales) que se venía observando desde finales de los años 60. En el Gráfico 4.5 se muestran los datos del Banco Hispano Americano (BHA), pero coinciden con los disponibles para el conjunto de la banca privada.

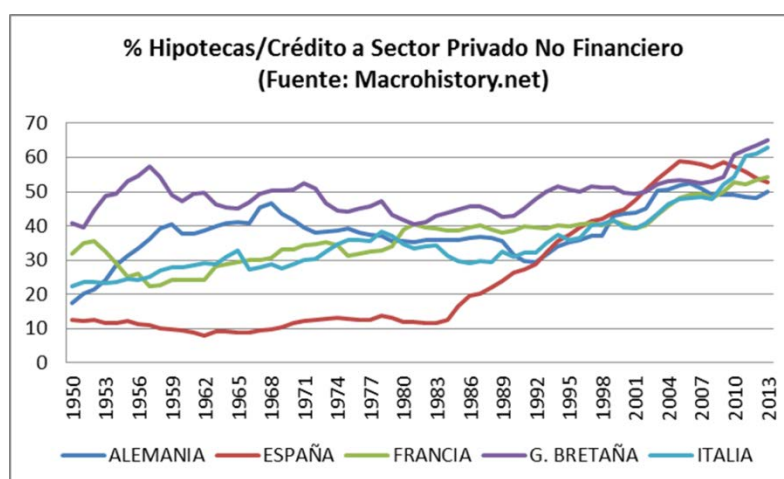
**Gráfico 4.5**



Conforme fue aumentando el peso de los depósitos en el PIB (que superó el 50 por 100 en torno a 1960 y el 80 por 100 en torno a 2000), la banca disminuyó la importancia de la deuda pública en sus inversiones y también de los valores privados, aunque estos volverían en los últimos años del siglo XX debido a la atracción ejercida por las nuevas bolsas y con poca relación con la manufactura (véase Tortella & García Ruiz, 2013, Apéndice 11).

Nuevos datos disponibles nos indican que la banca española también empezó por entonces una tendencia a orientar sus créditos hacia la actividad hipotecaria, marchando por una senda que habían iniciado con antelación otros países más desarrollados. En el Gráfico 4.6 resulta evidente el fuerte aumento del peso de las hipotecas dentro del crédito al sector privado no financiero desde los años de la entrada de España en la Comunidad Económica Europea (1986). El declive del peso de la manufactura en el PIB coincidió con este movimiento del crédito, que, digamos, puso a España en la senda europea de la desindustrialización. No hay que olvidar que la innovación financiera de producto se concentró en estos años en las hipotecas (Frame & White, 2014). El caso es que de los bajísimos niveles previos en crédito hipotecario se pasó a niveles récord poco antes del estallido de la Gran Recesión, y esto no hizo sino alimentar una gigantesca burbuja inmobiliaria.

**Gráfico 4.6**



Para terminar de entender el cambio ocurrido en los años de la crisis del petróleo resulta de mucha utilidad conocer la situación de endeudamiento de las empresas industriales a la salida del “desarrollismo”. La metodología más adecuada para abordar este problema es la de la “central de balances”. En 1948, Bélgica creó la primera institución de este tipo, siendo seguida con entusiasmo por Francia (como instrumento de planificación) y, más tarde, por Alemania e Italia (en el mundo anglosajón no existe nada parecido). En 1983, el Banco de España lanzaría con éxito su central de balances, que ha continuado hasta nuestros días.

Pues bien, en 1981, el Banco de Crédito Industrial reunió información sobre 411 empresas: 356 prestatarias de la entidad y 55 cotizadas en Bolsa (con datos aportados por el Ministerio de Economía y Comercio). El resultado fue un antecedente directo de la central de balances del Banco de España, con datos correspondientes a 1977-1979 (Banco de Crédito Industrial, 1981). Las 411 empresas se repartían entre grandes (141), medianas (160) y pequeñas (110). Las grandes daban empleo a más de 500 trabajadores; las medianas, a entre 100 y 500 trabajadores; y las pequeñas, a menos de 100 trabajadores.

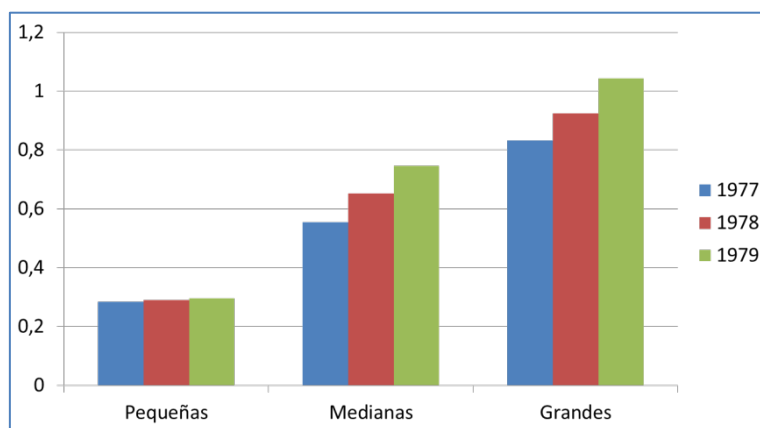
En 1978, las empresas reunidas agrupaban a 606.216 asalariados, es decir, el 6,4 por 100 de Industria, Construcción y Servicios, aunque, por sectores, llegaban a representar el 76 por 100 de la producción y primera transformación de metales, el 63,9 por 100 de electricidad, gas y agua, el 58,2 por 100 de refinado de petróleo, el 58,1 por 100 de construcción de vehículos automóviles y sus repuestos, el 54,8 por 100 de extracción de combustibles sólidos y coquerías o el 37,1 por 100 de la construcción naval. Las grandes concentraban el 92,3 por 100 de los empleos, correspondiendo el 6,8 por 100 a las medianas y el menos del 1 por 100 a las pequeñas. Ciertamente, estábamos en el apogeo de la industria dominada por “*center firms*”, en terminología de Baskin & Miranti (1997).

Como advierte la publicación del estudio, “se trata de una muestra fundamentalmente industrial en la que los sectores de cabecera tienen un peso proporcionalmente superior al que tienen en la economía” (Banco de Crédito Industrial, 1981, p. 68). Con todo, se trata de una nueva fuente (nunca antes utilizada) que nos servirá para sacar tres conclusiones sobre la reacción del crédito a la industria durante la crisis que puso fin a la *Golden Age*.

Una primera conclusión (Gráfico 4.7) es que, en 1977, las empresas grandes estaban más endeudadas que las medianas y, a su vez, éstas lo estaban más que las pequeñas. Cuando la crisis del petróleo se dejó notar (en España, como es conocido, llegó con algo de retraso), las empresas grandes y medianas pudieron aumentar su endeudamiento, algo que a las pequeñas les estuvo vedado.

**Gráfico 4.7**

**% Recursos Ajenos (a medio y largo plazo)/Recursos Propios**

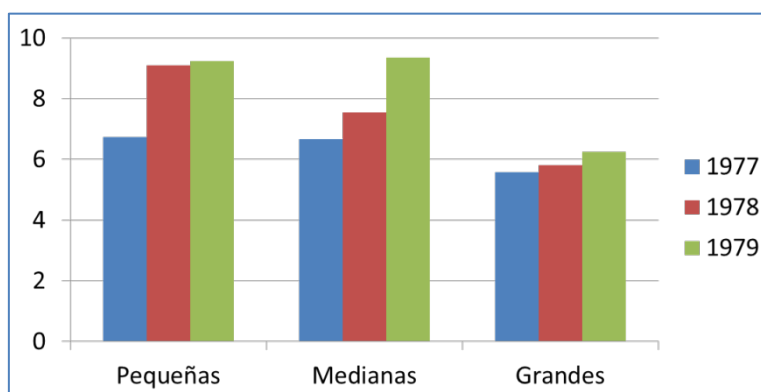


**Fuente: Banco de Crédito Industrial (1981)**

Una segunda conclusión (Gráfico 4.8) sería que el peso de los costes financieros sobre la deuda resultaba superior para las pequeñas y medianas empresas (pymes), lo que se agravó con la crisis: las pymes vieron muy incrementados sus costes, mientras en las grandes la elevación de costes fue ligera. Hay que recordar que la banca tenía participación en las grandes empresas y fue criticada muchas veces por otorgarles un trato preferencial.

**Gráfico 4.8**

**% Costes Financieros/Deuda**

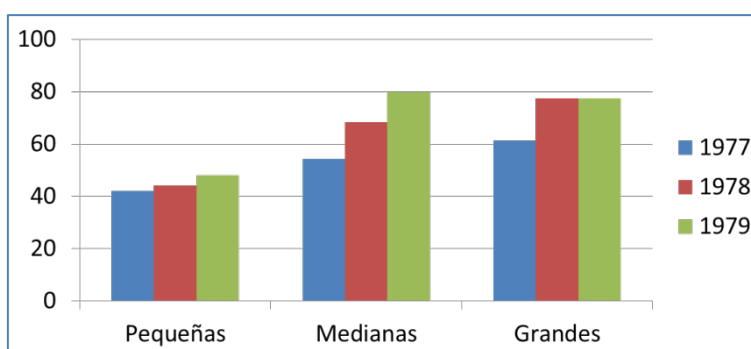


**Fuente: Banco de Crédito Industrial (1981)**

La tercera conclusión (Gráfico 4.9), y quizás la más relevante, es que la carga financiera, medida como el peso porcentual de los costes financieros sobre EBIT (margen bruto) más ingresos financieros, creció sobre todo en medianas y grandes empresas, que eran las más endeudadas, hasta situarse en torno a un peligroso 80 por 100 (a partir de 100 por 100, la empresa se considera “vulnerable”, según Maudos & Fernández de Guevara, 2014).

**Gráfico 4.9**

**% Costes Financieros/EBIT con ingresos financieros**



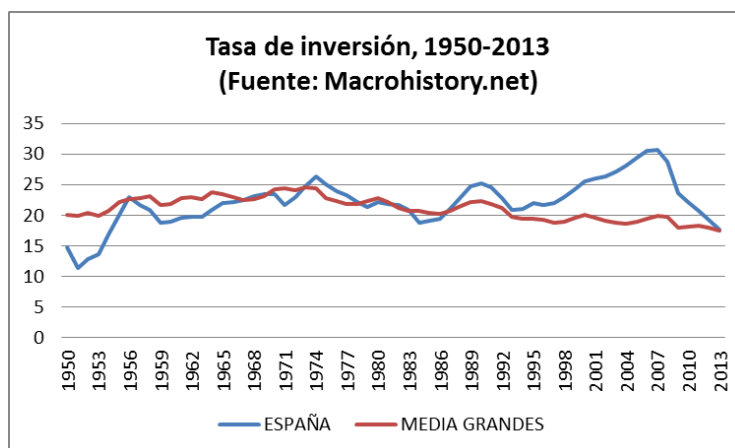
**Fuente: Banco de Crédito Industrial (1981)**

La central de balances del Banco de Crédito Industrial nos ayuda a entender que, hacia 1980, las instituciones financieras consideraran que el apoyo a la industria era una actividad que exigía inmovilizar por periodos largos grandes cantidades de dinero en un número reducido de clientes, a cambio de un rendimiento moderado, y que existían actividades como las hipotecas o el consumo de las que obtener rendimientos más elevados con una menor exposición. La banca empezaba a considerar seriamente apartarse de la financiación de las actividades productivas clásicas.

## **5. La relación banca-industria en España, 2000-2015**

En la etapa neoliberal de la Segunda Globalización, que arranca del decenio de 1980, tiene su apogeo en los albores del siglo XXI y, tras la Gran Recesión, está viviendo un momento de profunda crisis, se ha identificado un problema estructural en las economías occidentales: la caída tendencial de tasa de inversión (Gráfico 5.1).

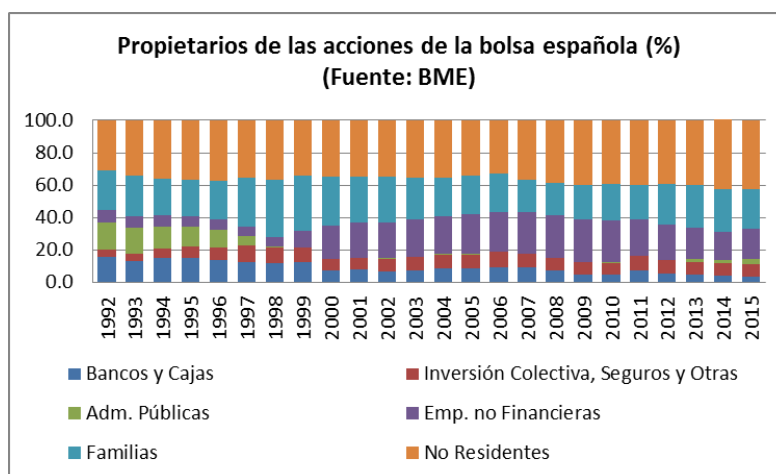
Gráfico 5.1



Como se puede apreciar en el gráfico, un caso singular ha sido el español, durante los años del *boom* inmobiliario, cuando se produjo un alejamiento de la tendencia a la baja por el enorme auge de la construcción iniciado en los años 90. Sin embargo, la gravísima crisis que siguió al *boom* ha hecho que la inversión se haya desplomado hasta situarse a niveles próximos a la media de las otras economías comparables.

Esta no ha sido la única transformación sorprendente en los últimos años. Por ejemplo, cabe anotar que bancos y cajas de ahorros han perdido en España su tradicional protagonismo como fuente de capital para las grandes empresas, en la estela de lo ocurrido con el Estado, tras la culminación de los procesos de privatización en los primeros años del decenio de 1990 (Gráfico 5.2).

Gráfico 5.2

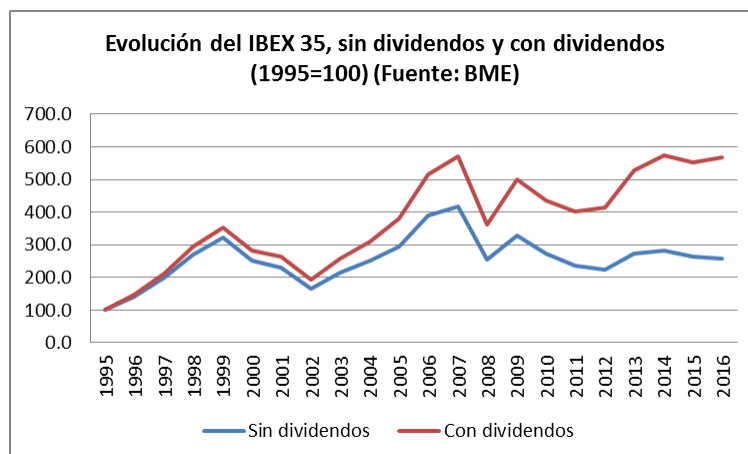


Como se aprecia en el gráfico, la mayor parte de las acciones han terminado en manos de sectores no residentes (con predominio de grandes fondos de inversión) (42,3 por 100 en 2015) y de familias y empresas no financieras (suman 43,3 por 100) entre los residentes. Este cambio en la composición del accionariado ha coincidido con la extensión de una filosofía de origen estadounidense e inspiración neoliberal que concentra la estrategia empresarial en “crear valor para el accionista” (“*maximization of shareholder value*”, MSV). William Lazonick (2000, 2014) se ha distinguido por denunciar esta filosofía por perniciosa al poner el acento en objetivos a corto plazo, lo que se traduce en una elevada retribución al accionista que consume recursos que deberían destinarse a inversiones e innovación (I+D), con maduración en el largo plazo.



Los altos directivos que ponen en marcha esta estrategia carecen de escrúpulos y no dudan en asignarse retribuciones muy elevadas mientras empeoran las condiciones laborales del conjunto de sus trabajadores. Esta tendencia también se observa en España, donde el IBEX 35 es muy diferente sin dividendos y con dividendos (Gráfico 5.3).

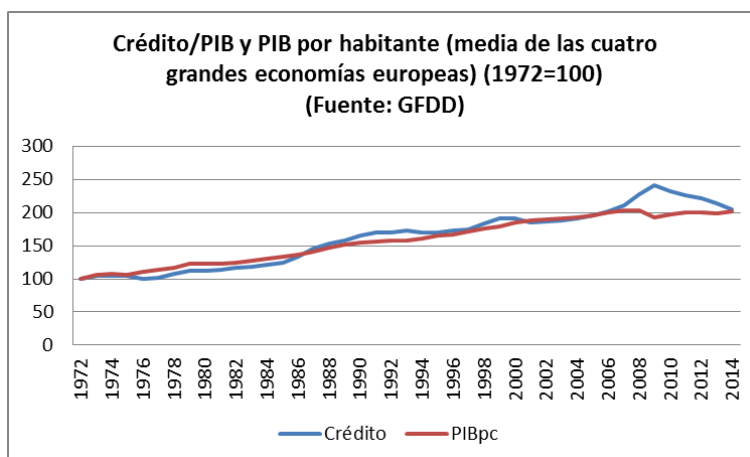
**Gráfico 5.3**



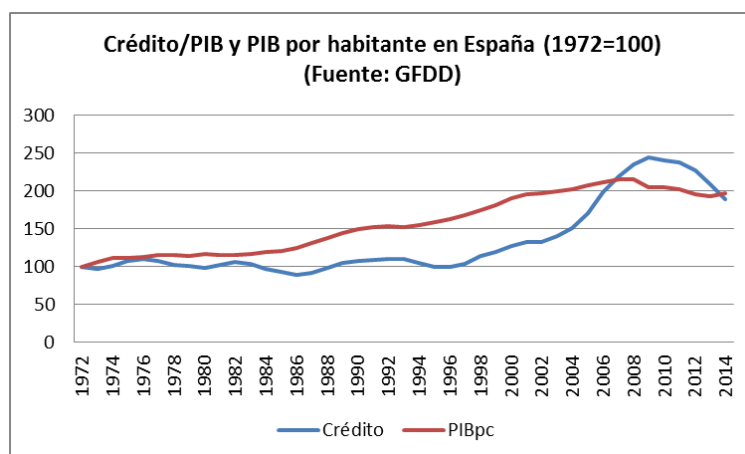
Recientemente, Fried & Wang (2017) han replicado que la salida de dinero que supone pagar altos dividendos se ve compensada por la entrada debida a las emisiones de títulos que simultáneamente hacen las empresas. De este modo, el dinero repartido entre los accionistas de las empresas del S&P 500 en 2005-2014 no habría supuesto el 93 por 100 del beneficio neto, sino el 22 por 100 (o 33 por 100 si solo se consideran emisiones de acciones). Para Farre-Mensa, Michaely & Schmalz (2015), sin embargo, las emisiones ocurren porque las empresas no tienen suficiente liquidez para afrontar a la vez las inversiones y el pago de los dividendos. Se pagan dividendos con recursos ajenos, lo que constituye una práctica muy discutible.

¿Cómo han afectado los cambios en instituciones y mercados financieros a la relación entre financiación y crecimiento económico? Utilizando la GFDD, investigadores del Banco de Pagos Internacionales han encontrado que por encima de una relación Crédito/PIB del 40 por 100 no es evidente que más crédito signifique automáticamente más crecimiento (Gambacorta, Yang & Tsatsaronis, 2014). Los Gráficos 5.4 y 5.5 parten de relaciones Crédito/PIB que duplican ese 40 por 100, por lo que no debe extrañarnos que, tanto para las grandes economías europeas (Alemania, Francia, Italia, Reino Unido) como para España, la relación entre crédito y crecimiento sea ambigua. Lo más evidente es que la aceleración del crédito en el siglo XXI, en tiempos de “financiarización”, no se ha traducido en una aceleración del PIB por habitante en ningún caso. Las nuevas inversiones de la banca, alejadas de la industria manufacturera, se hacen en sectores de menor productividad y esto ayuda a explicar la discrepancia observada.

**Gráfico 5.4**

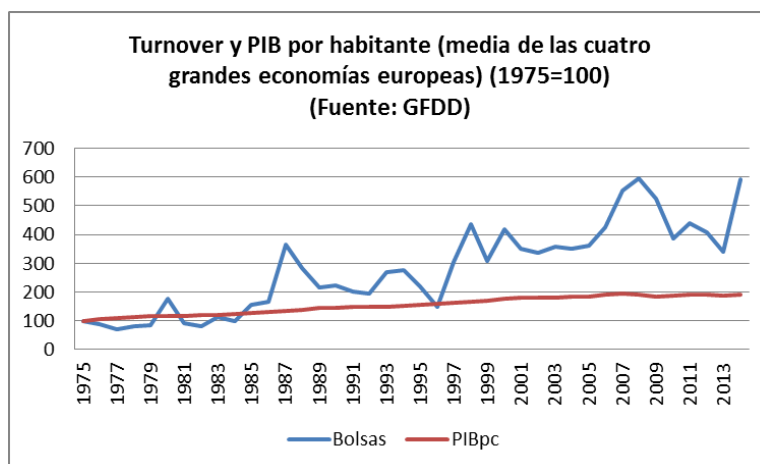


**Gráfico 5.5**

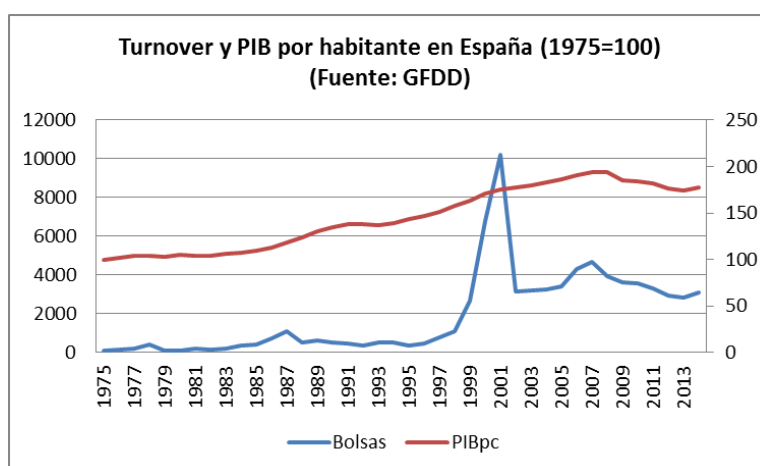


En la GFDD se propone el *turnover* (rotación) en las bolsas como indicador de su vitalidad. El *turnover* se calcula dividiendo el valor negociado en bolsa por la capitalización media. Gambacorta, Yang & Tsatsaronis (2014) han encontrado que por encima de un *turnover* del 95 por 100 no es evidente que más vitalidad en las bolsas signifique más crecimiento. Los Gráficos 5.6 y 5.7 parten de cifras de *turnover* que solo rebasaron con claridad el límite aludido en algunos años recientes, por lo que la dinamización de las bolsas podría haber contribuido al crecimiento. Pero lo más evidente es que el comportamiento de las bolsas siempre va acompañado de altas dosis de volatilidad, por lo que distan de ser una fuente de financiación ideal para los proyectos de la industria manufacturera.

**Gráfico 5.6**

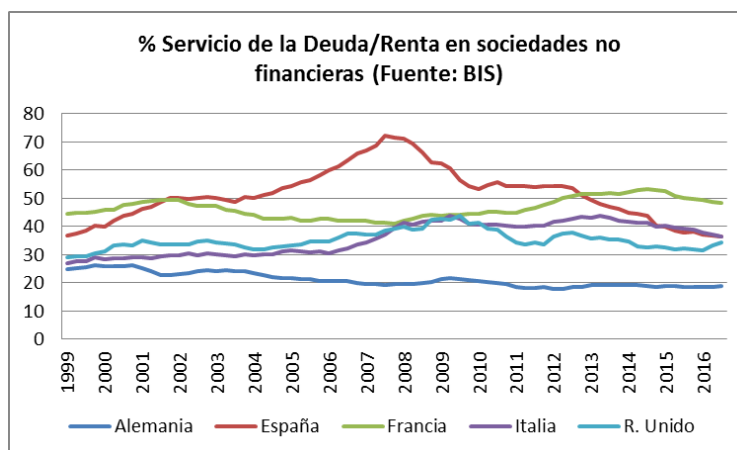


**Gráfico 5.7**



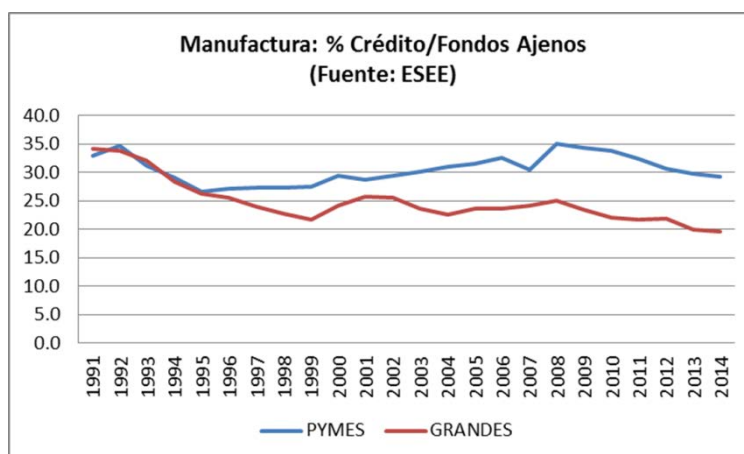
Parece claro que un hecho diferencial en el caso español es lo ocurrido en torno a la burbuja inmobiliaria que estalló con la Gran Recesión. La burbuja se financió principalmente con crédito bancario, es decir, deuda. Los datos del Banco de Pagos Internacionales sobre peso del servicio de la deuda en la renta de las sociedades no financieras nos presentan situaciones muy diversas: las empresas alemanas no habrían tenido nunca problemas, mientras las españolas vieron crecer fuertemente la presión de la deuda en los años del *boom* inmobiliario y luego, desde 2008, retornaron a la normalidad. Francia, Italia y Reino Unido se movieron entre estos dos casos extremos (Gráfico 5.8).

**Gráfico 5.8**



La España de nuestros días sigue teniendo características que la inclinan hacia un modelo basado en las instituciones financieras antes que en los mercados financieros. España es un país de “civil law” y de “capitalismo coordinado”, con un peso muy fuerte de la pequeña y mediana empresa en su estructura empresarial (con predominio de la pequeña frente a la mediana). La Encuesta Sobre Estrategias Empresariales (ESEE) de la Fundación SEPI confirma que esta es la realidad de las empresas manufactureras españolas. Por ello, no sorprende que cuando la ESEE recoge el “retorno al crédito” en el siglo XXI, visible en la GFDD, este sea más evidente entre las pymes (Gráfico 5.9).

**Gráfico 5.9**



El retorno al crédito se ha visto facilitado por la reducción de los tipos de interés que trajo aparejada la creación de la Europa del Euro. En el siglo XXI, el problema de la financiación no parece tener que ver con el coste, sino con el acceso a la misma, siempre algo más difícil para las pymes que para las grandes empresas, aunque, según las encuestas más recientes del Banco Central Europeo, tampoco constituye un obstáculo insuperable en tiempos de “financiarización”.

## 6. Conclusiones

Hoy día, parece claro que los sistemas financieros no desencadenan los procesos de industrialización. Estos se deben a factores de la economía real y al impulso de las políticas industriales. Sin embargo, el papel de la financiación de la industrialización sigue siendo relevante para explicar su desarrollo en el largo plazo.

Después de la Segunda Guerra Mundial, la industrialización constituyó una prioridad en las agendas de los gobiernos de todo el mundo. Fue entonces cuando Alexander Gerschenkron demostró que las instituciones financieras, y no los mercados, estaban en la base del despegue industrial. Su tesis fue popularizada por Rondo Cameron y sus discípulos en el mundo de la Historia Económica, como ocurrió en España con Gabriel Tortella.

A partir de las críticas de Raymond Goldsmith y Caroline Fohlin, no está clara la ventaja de las instituciones frente a los mercados cuando se plantea la relación entre sistema financiero y desarrollo económico. Desde la teoría financiera, se apoya la existencia de un *pecking order* que inexorablemente llevaría a las empresas y a las economías a recalar, primero, en las instituciones y, luego, en los mercados.

En el siglo XXI, con apoyo del Banco Mundial, Ross Levine ha creado la Global Financial Development Database (GFDD) para impulsar investigaciones que aporten luz sobre la cuestión. Este trabajo se ha apoyado en la GFDD y otras bases de datos para abordar la financiación de la industrialización española entre 1950 y 2015, alcanzando las siguientes conclusiones:

1) Durante la *Golden Age*, España se benefició de la difusión de la industrialización en la posguerra hacia los países menos desarrollados y lo hizo con un fuerte apoyo del Estado (empresas públicas, banca pública) y de las instituciones financieras.

2) Con el arranque de la Segunda Globalización, el Estado se retiró de la industria y también lo hicieron las instituciones financieras. En consecuencia, la industria languideció. La construcción apareció como una alternativa muy atractiva, como había ocurrido antes en economías que se habían adelantado en la desindustrialización.

3) En los años de globalización, los mercados ganaron terreno a las instituciones, pero en las crisis las instituciones recibieron más ayuda que los mercados y en los sistemas financieros aquéllas están recuperando el peso perdido. Sin embargo, la relación entre crédito y crecimiento económico parece más discutible que nunca por el problema de la “financiarización”.

4) La evidencia de la Segunda Globalización, que quizás esté llegando a su fin, parece probar que Gerschenkron tenía razón y que las instituciones son instrumentos más útiles que los mercados para apoyar financieramente la industrialización. La industria es incompatible con la alta volatilidad de los mercados y con las políticas cortoplacistas de “crear valor para el accionista” que están disminuyendo la tasa de inversión de las economías.

Con todo, hay que profundizar las investigaciones en un campo todavía muy novedoso antes de considerar que las conclusiones obtenidas en este trabajo son firmes.

## **Bibliografía**

### *Libros y artículos*

Allen, F. & Gale, D. (2000), *Comparing Financial Systems*, Cambridge (Mass.), MIT Press.

- Banco de Crédito Industrial (1981), *Ensayo de la Central de Balances del Banco de Crédito Industrial, 1977-1979: metodologías, análisis y estados financieros*, Madrid.
- Beck, T., Demirgüç-Kunt, A. & Levine, R. (2000), “A New Database on Financial Development and Structure”, *World Bank Economic Review*, 14, pp. 597-605. Base actualizada a noviembre de 2013 en [www.worldbank.org](http://www.worldbank.org).
- Baskin, J. & Miranti, P.J. (1997), *A History of Corporate Finance*, Nueva York, Cambridge University Press.
- Bordo, M. & Sylla, R. (eds.) (1995), *Anglo-American Financial Systems: Institutions and Markets in the Twentieth Century*, Nueva York, Irwin.
- Cameron, R. (1967), *Banking in the Early Stages of Industrialization: A Study in Comparative Economic History*, Oxford y Nueva York, Oxford University Press.
- Cameron, R. (ed.) (1972), *Banking and Economic Development. Some Lessons of History*, Oxford y Nueva York, Oxford University Press.
- Carreras, A. & Tafunell, X. (2010), *Historia económica de la España contemporánea (1789-2009)*, 2ª edición, Barcelona, Crítica.
- Carreras, A. & Tafunell, X. (coords.) (2005), *Estadísticas históricas de España, siglos XIX y XX*, 3 vols., Bilbao, Fundación BBVA.
- Cuadernos del Crédito Oficial*
- Demirgüç-Kunt, A. & Levine, R. (eds.) (2004), *Financial Structure and Economic Growth. A Cross-Country Comparison of Banks, Markets, and Development*, Boston, The MIT Press.
- El País*.
- Farre-Mensa, J., Michaely, R. & Schmalz, M. (2015), *Financing Payouts*, Ross School of Business Paper 1263.
- Fohlin, C. (2007), *Finance Capitalism and Germany's Rise to Industrial Power*, Cambridge y Nueva York, Cambridge University Press.
- Fohlin, C. (2012), *Mobilizing Money: How the World's Richest Nations Financed Industrial Growth*, Cambridge (UK) y Nueva York, Cambridge University Press.
- Fohlin, C. (2016), “Financial Systems and Economic Development in Historical Perspective”, en C. Diebolt & M. Hauptert (eds.), *The Handbook of Cliometrics*, Berlín, Springer Verlag, pp. 393-430.
- Frame, W. & White, L. J. (2014), “Technological Change, Financial Innovation, and Diffusion in Banking”, en A.N. Berger, P. Molyneux & J.O.S. Wilson (eds.), *The Oxford Handbook of Banking*, 2ª ed., Oxford, Oxford University Press, pp. 271-291.
- Fried, J.M. & Wang, C.C.Y. (2017), *Short-Termism and Shareholder Payouts: Getting Corporate Capital Flows Right*, Harvard Business School Working Paper 17-062.
- Gambacorta, L., Yang, J. & Tsatsaronis, K. (2014), “Financial Structure and Growth”, *BIS Quarterly Review*, March, pp. 21-35.
- García Ruiz, J.L. (2009), “La banca española y la promoción de sociedades anónimas durante el siglo XX”, *Revista de la Historia de la Economía y de la Empresa*, 3, pp. 153-174.

- García Ruiz, J.L. (2014), “La banca pública en España durante los siglos XIX y XX”, en J.A. Gutiérrez Sebares y F.J. Martínez García (eds.), *El sistema financiero en la España contemporánea: una perspectiva histórica*, Santander, Fundación UCEIF, pp. 153-181.
- García Ruiz, J.L. y Santos, M. (2001), *¿Es un motor español! Historia empresarial de Barreiros*, Madrid, Síntesis y Fundación Eduardo Barreiros.
- Gerschenkron, A. (1962), *Economic Backwardness in Historical Perspective: A Book of Essays*, Cambridge (Mass.), The Belknap Press of Harvard University Press.
- Goldsmith, R.W. (1969), *Financial Structure and Development*, New Haven, Yale University.
- Hoyo, A. (2007), *Economía y mercado de valores en la España contemporánea: la evolución de la Bolsa antes del “big bang” español, 1831-1988*, Santander, Universidad de Cantabria.
- Law, S.H. & Singh, N. (2014), “Does Too Much Finance Harm Economic Growth?”, *Journal of Banking and Finance*, 41, pp. 36-44.
- Lazonick, W. (2014), “Profits without Prosperity”, *Harvard Business Review*, 92 (9), pp. 46-55.
- Lazonick, W. & O’Sullivan, M. (2000), “Maximizing Shareholder Value: A New Ideology for Corporate Governance”, *Economy and Society*, 29 (1), pp. 13-35.
- Levine, R. & Zervos, S. (1998), “Stock Markets, Banks and Economic Growth”, *American Economic Review*, 88, pp. 537-558.
- Martín Aceña, P. & Comín, F. (1991), *INI, 50 años de industrialización en España*, Madrid, Espasa Calpe.
- Martín Aceña, P., Blasco & Cuevas, J. (2017), *El Instituto de Crédito Oficial, 1971-2015*, Madrid, Fundación ICO & Dextra.
- Modigliani, F. & Miller, M.H. (1958), “The cost of capital, corporation finance and the theory of investment”, *American Economic Review*, 53, pp. 261-297.
- Moreno, B. (2007), *La Bolsa de Madrid. Historia de un mercado de valores europeo*, Santander, Universidad de Cantabria.
- Myers, S.C. (1984), “The capital structure puzzle”, *Journal of Finance*, 39 (3), pp. 574-592.
- Nadal, J. (dir.) (2003), *Atlas de la industrialización de España*, Barcelona, Crítica & Fundación BBVA
- Rajan, R. & Zingales, L. (2003), *Banks and Markets: The Changing Character of European Finance*, Cambridge (Mass.), NBER Working Paper 9595.
- Reinhart, C.M. & Rogoff, K.S. (2011), *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, 1ª edición de bolsillo, Princeton, Princeton University Press.
- Sauvy, A. (1952), “Trois mondes, une planète”, *L’Observateur*, 118, 14 de agosto, p. 14.
- Tortella, G. (1972), “Spain, 1829-1874”, en R. Cameron (ed.), pp. 91-121.
- Tortella, G. & García Ruiz, J.L. (2013), *Spanish Money and Banking. A History*, Basingstoke & Nueva York, Palgrave Macmillan.

Vasta, M., Drago, C., Ricciuti, R. y Rinaldi, A. (2017), “Reassessing the Bank-Industry Relationship in Italy, 1913-1936: A Counterfactual Analysis”, *Cliometrica*, 11, pp. 183-216.

#### *Bases de datos en Internet*

-BIEST (bde.es). Almacena la información estadística que publica el Banco de España en Internet. Permite el acceso a miles de series temporales de actualización periódica y representa un recurso fundamental para la búsqueda de información monetaria y financiera.

-BIS (bis.org). Las estadísticas publicadas por el Banco de Pagos Internacionales (BIS, por sus siglas en inglés) constituyen una fuente de información única sobre la estructura y la actividad del sistema financiero global. Los datos se compilan en cooperación con los bancos centrales y otras autoridades nacionales y se ofrecen de forma que, sobre todo, sean útiles en los análisis de estabilidad financiera.

-BME (bolsasymercados.es). El Grupo Bolsas Mercados Españoles (BME) es el operador de todos los mercados de valores y sistemas financieros de España, cotizando en bolsa desde 2006. Sus estadísticas son de extraordinaria utilidad para conocer el funcionamiento de los mercados financieros españoles a partir de la Ley 24/1988, de 28 de julio, que los revolucionó.

-BP.COM (bp.com/statisticalreview). Permite acceder a un *workbook* en Excel con series estadísticas largas relacionadas con la producción de energía, que se actualiza periódicamente (la última actualización se ha realizado en junio de 2017).

-ESEE (fundacionsepi.es). La Encuesta Sobre Estrategias Empresariales de la Fundación SEPI (Sociedad Estatal de Participaciones Industriales, antiguo Instituto Nacional de Industria) arrancó en 1990, cuando se encuestó a 2.188 empresas manufactureras, combinando criterios de exhaustividad (para las de más de 200 trabajadores) y de muestreo aleatorio (para las de entre 10 y 200 trabajadores). Desde entonces, la ESEE ha conseguido una formidable base estadística con 17 millones de microdatos, distribuidos entre 721 variables.

-EUROSTAT (ec.europa.eu). Eurostat es un organismo creado en 1953 para atender las necesidades estadísticas de la Comunidad Europea del Carbón y del Acero (CECA). Poco después, en 1958, se integró en la recién nacida Comunidad Económica Europea (CEE). Hoy día constituye la fuente más importante de datos comparables entre los países que forman la Unión Europea (UE), nacida por evolución de la CEE.

-GFDD (worldbank.org). La Global Financial Development Database recoge información financiera de 203 países, con series que arrancan en 1960. Los indicadores contemplados son 109, abarcando tanto las instituciones como los mercados financieros. La base fue lanzada a principios del siglo XXI por el profesor Ross Levine y el investigador del Banco Mundial Asli Demirgüç-Kunt.



-Macrohistory (macrohistory.net). La Jordà-Schularick-Taylor Macrohistory Database es el resultado de una recopilación de datos macroeconómicos coordinada por los historiadores económicos Òscar Jordà (University of California Davis), Moritz Schularick (Universität Bonn) y Alan M. Taylor (University of California Davis). Su mayor interés radica en los datos financieros de largo plazo para 17 países desde 1870 con una periodicidad anual.

-OECD.Stat (oecd.org). Se trata de la plataforma estadística online de la OCDE, que permite construir tablas de las principales variables de los países adheridos a la organización y descargar grandes volúmenes de datos (hasta 100.000 celdas en Excel).

-UNCTADstat (unctadstat.org). Esta base de datos de la UNCTAD contiene más de 150 indicadores y series estadísticas que resultan esenciales para el análisis de la economía internacional, tanto en sus aspectos reales como monetarios y financieros.

-UNdata (data.un.org). La United Nations Statistics Division (UNSD) del Department of Economic and Social Affairs (DESA) lanzó UNdata como servicio de datos en Internet para uso de la comunidad internacional. UNdata proporciona un fácil acceso, a través de un único punto de entrada, al acervo de estadísticas que ha ido acumulando Naciones Unidas desde su fundación al término de la Segunda Guerra Mundial.