

Sector financiero y apertura económica: una perspectiva comparada entre la Argentina y España

José Luis García Ruiz *

Introducción

¿Son los bancos una institución importante en el desarrollo de los países? Es ésta una cuestión que ha sido planteada repetidamente, pero que, más allá de las obviedades muchas veces apuntadas, no ha encontrado todavía una respuesta satisfactoria.

Aunque el problema suele tener un contenido más empírico que teórico, no debemos olvidar que en el fondo de la discusión late la teoría cuantitativa del dinero que permite relacionar el sector monetario y el sector real de la economía. Sin embargo, ha sido el reciente cuestionamiento de esta teoría lo que ha permitido que renazca el interés por las instituciones financieras, que habían tendido a ser tratadas pasivamente, como un "velo", en este marco de discusión.¹

Aun así, dentro de este campo, podemos ya situar las hipótesis pioneras de Gerschenkron y Cameron, que asignaron un papel crucial a la banca como instrumento de desarrollo, durante la Revolución Industrial, en las economías relativamente atrasadas.² Poco más tarde, Goldsmith propondría un análisis comparado de coeficientes como método de contrastación empírica de las hipótesis financieras.³

En el orden teórico, Shaw defendería la "prioridad financiera" como base de cualquier desarrollo económico sostenido, llegando a plantear las necesidades crediticias como principal criterio de política monetaria (el Patrón Demanda).⁴

* Escuela de Estudios Empresariales, UCM (Madrid).

1. Véase B. Bernanke, "Non Monetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression", en *American Economic Review*, N° 73 (1983). También M. Bordo, "Explorations in Monetary History. A Survey of the Literature", en *Explorations in Economic History*, N° 23 (1986), donde se resume la contradictoria evidencia empírica, hallada aplicando tests de causalidad entre variables monetarias y reales.
2. A. Gerschenkron, *Economic Backwardness in Historical Perspective* (Nueva York, 1965); R. Cameron (Ed), *Banking in the Early Stages of Industrialization* (Nueva York, 1967).
3. R. W. Goldsmith, *Financial Structure and Development* (Yale, 1969).
4. E. Shaw, *Financial Deepening in Economic Development* (Nueva York, 1973).

Paralelamente, Mc Kinnon insistiría en la necesidad de eliminar la “represión financiera” como paso previo al desarrollo: sólo un sistema financiero liberalizado posibilitaría la integración de los mercados y una eficiente asignación de los recursos de capital.⁵

Sin embargo, la poco exitosa liberalización de las economías latinoamericanas a mediados de la década de 1970 ha forzado un replanteamiento de la cuestión. Así, Mc Kinnon y Mathieson presentaron un modelo alternativo de apertura, que a través de una estrategia de segundo óptimo permitiría a una economía “financieramente reprimida” ir avanzando, progresivamente y sin traumas, hacia mayores grados de libertad y eficiencia.⁶

En síntesis, el enfoque de Mc Kinnon-Mathieson insiste en la necesidad de estabilizar como paso previo a cualquier intento de liberalización. El primer objetivo del gobierno debe ser minimizar la tasa de inflación (π), respecto al coeficiente de reservas (k) —que representa la forma principal de financiar el déficit público—, para un nivel de déficit fiscal dado (Z). El Gráfico I resume el problema. La forma convexa de las curvas respecto al eje de abscisas, se explica porque una reducción del coeficiente puede llevar al gobierno a financiarse por emisión de dinero, lo que representa una vía aún más inflacionaria. Los puntos de mínimo, que resuelven el modelo, aparecen en el gráfico.

De este modo, hasta conseguir la estabilización, deberán mantenerse los controles sobre los flujos de capital extranjero y las reservas obligatorias, que variarán directamente con el tamaño del déficit fiscal. El tipo de cambio deberá ser indicado con el nivel de precios interno para garantizar la estabilidad del tipo de cambio real, y los topes máximos en los tipos de interés serán reemplazados por subsidios a ciertas líneas de crédito, lo que permitirá un mejor cálculo del déficit fiscal y reducirá la pérdida de eficiencia en los mercados financieros.

Recientemente, Fry ha aportado evidencia empírica que apoya este modelo,⁷ y en Sachs (Ed.) se insiste en que es virtualmente imposible estabilizar y liberalizar al mismo tiempo.⁸

El trabajo que presentamos ahora es un intento de contrastar las experiencias argentina y española, de cierre y posterior apertura, entre 1919 y 1985, dentro de las pautas generales de este enfoque teórico. La comparación entre países tan dispares se justifica por la posición metodológica del autor, deudora de Popper,⁹ así como por razones históricas y sociológicas que aproximan a ambas sociedades; en cualquier caso, no debemos olvidar la existencia de paralelismos aún más “atrevidos”.¹⁰

5. R. Mc Kinnon, *Money and Capital in Economic Development* (Washington, 1973).

6. R. Mc Kinnon y D. J. Mathieson, *How to Manage a Repressed Economy?* (Princeton, 1981).

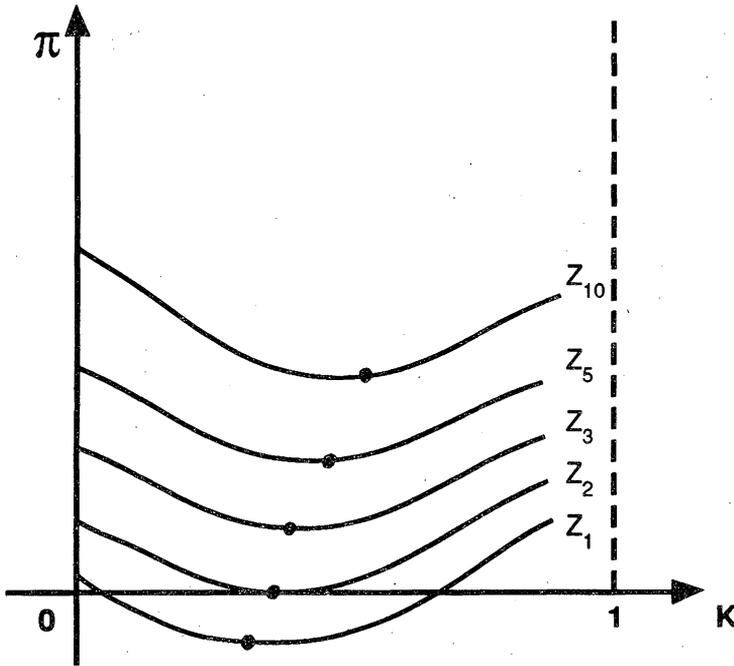
7. M. J. Fry, *Money, Interest and Banking in Economic Development* (Baltimore, 1988).

8. J. Sachs (Ed.), *Developing Country Debt and Economic Performance* (NBER, 1989).

9. Ver K. Popper, *The Logic of Scientific Discovery* (Londres, 1959).

10. Véase, por ejemplo, D. C. M. Platt (Ed.), *Argentina, Australia and Canada: Studies in Comparative Development, 1870-1965* (Oxford, 1985).

GRAFICO I
El problema del déficit fiscal



Nota: π = Tasa de inflación
 Z_x = Niveles de déficit fiscal
 K = Coeficiente de reservas

Fuente: R. Mc. Kinnon y D. J. Mathiesson, *How to Manage a Repressed Economy?* (Princeton, 1981). Elaboración propia.

La evolución del sector real en Argentina y España, 1919-1985

Como ha señalado Hernández Andreu, el período comprendido entre las dos guerras mundiales se caracterizó, de modo especial en Latinoamérica, por la depresión estructural del sector agrario de exportación.¹¹ La alta inelasticidad-precio de estas exportaciones, que ha encontrado Twomey, hace que la caída en la relación real de intercambio se convierta en una variable explicativa fundamental.¹²

11. J. Hernández Andreu, *Etapas y problemas de la industrialización en América latina. Una aproximación histórica*, Doc. de Trabajo N° 8801, Universidad Complutense de Madrid (Madrid, 1988), p. 18.
12. Ver M. J. Twomey, "The 1930's Depression in Latin America. A Macro Analysis", en *Explorations in Economic History* (1983).

Ante esta situación, la reacción más genuina en la Argentina la podemos encontrar en la obra del influyente economista Alejandro Bunge, que dominará el pensamiento económico hasta la Segunda Guerra Mundial. La "independencia económica nacional" que reclama Bunge, sentará las bases de una política de industrialización interna pero que, sobre bases liberales, reclamará el apoyo de capitales extranjeros y mantendrá las fronteras del país relativamente abiertas.¹³

El estallido de la Gran Depresión agravará la crisis del sector externo que, según Díaz Alejandro, verá caer el poder de compra de las exportaciones argentinas en un 58 por ciento entre 1929 y 1933.¹⁴ Paralelamente, el producto industrial caerá un 6,5 por ciento y el producto interno bruto (PIB) un 9,7 por ciento, ambos en términos acumulativos.

Por el contrario, entre 1933 y 1939, la situación será muy diferente: una mejora de la relación real de intercambio coincidirá con un crecimiento acumulado del 29,2 por ciento en el PIB, y del 44,7 por ciento en la producción industrial. No obstante, sobre la política de sustitución de importaciones irá recayendo un mayor intervencionismo estatal, que gozará del apoyo de una parte creciente del empresariado argentino.¹⁵ La Segunda Guerra Mundial, sin embargo, va a suponer un paréntesis de diez años en la industrialización del país, dado el tirón de la demanda mundial de productos agropecuarios. Los ritmos de crecimiento del producto industrial y del PIB se reducirán. Sólo el auge del peronismo parecía garantizar las perspectivas industrialistas, pero ello supondrá el triunfo definitivo de las tendencias proteccionistas y dirigistas que venían incubándose desde hacía algún tiempo.¹⁶

La evolución de la economía española, entre 1919 y 1949, guarda un

-
13. Véase A. Bunge, *La Economía Argentina* (1921-1924), y sus numerosos artículos en la *Revista de Economía Argentina*; también A. Bunge, *Una nueva Argentina* (Buenos Aires, 1984). Aunque sus ideas sobre el intervencionismo no son expuestas, a veces, con la suficiente claridad, Bunge calificó de "enfermedad" a una desmesurada intervención del estado, y advirtió acerca del "peligro legal y económico de toda voracidad fiscal" en el Nº 198 (Diciembre, 1934) de la citada revista.
 14. C. Díaz Alejandro, "Latin America in Depression, 1929-39", en M. Gersovitz et al. (Eds.), *The Theory and Experience of Economic Development: Essays in Honor of Sir Arthur Lewis* (Londres, 1982), p. 337.
 15. Así, por ejemplo, en la revista *Banca, Industria y Comercio*, autodenominada el órgano de las fuerzas vivas de la provincia de Santa Fe, Aguirre Carbonell afirmará que "nosotros carecemos del temperamento emprendedor de otros pueblos", por lo que el estado debe "infundir coraje" a los empresarios y actuar como "agente financiero de los capitales particulares" (Nº 16, septiembre de 1939).
 16. En septiembre de 1942, el coronel Manuel N. Savio, ante una complacida Unión Industrial Argentina, señalará que "hay que salir de la atmósfera de dudas y proyectos, de estudios puramente teóricos, hay que acelerar su solución en el campo práctico. Es la hora de actuar" [Manuel N. Savio, *Obras* (Buenos Aires, 1973), p. 367]. La postura industrialista a ultranza del llamado "padre de la siderurgia argentina", terminará por imponerse con la llegada de Perón al poder, y prueba de ello será el Plan Siderúrgico Nacional (13 de junio de 1947), inspirado en un proyecto de Savio.

sorprendente paralelismo con la argentina. Son años que Perpiñá Grau definió por la persistencia de tres rasgos estructurales básicos: nacionalismo, proteccionismo e intervencionismo.¹⁷ Tras un crecimiento forzado por los programas de obras públicas durante la dictadura de Primo de Rivera (1923-1929), la Segunda República (1931-1936) experimentará una crisis industrial que será seguida por el estallido de la Guerra Civil (1936-1939). En los años siguientes, el gobierno de Franco va a embarcarse en un experimento autárquico, donde el estado asume la promoción industrial, a través del Instituto Nacional de Industria (INI), creado en 1941. La década de 1940 registrará un exiguo crecimiento industrial (4,1 por ciento acumulado entre 1941 y 1945, y 6,2 por ciento entre 1946 y 1949), y un retraso en la recuperación de la actividad económica, que hasta 1953 no alcanzará el nivel de preguerra.¹⁸ De este modo, en 1950 la renta real per cápita, en paridades del poder adquisitivo (PPA), según Summers y Heston, será de 1.877 dólares de 1975 para Argentina y de sólo 1.163 dólares para España.¹⁹

Sin embargo, veinticinco años después, la renta per cápita española (PPA) será de 4.032 dólares, frente a 3.159 en Argentina, y el *gap* ha ido profundizándose desde entonces. El Gráfico II nos muestra que la intersección se produjo en 1962. Por otro lado, aún mayor será la diferencia en la evolución de los niveles de industrialización por habitante, que para España ha supuesto una progresión mucho más positiva, con una gran aceleración tras la apertura exterior de la economía española en 1959. Hacia 1975, el crecimiento industrial español casi había triplicado el argentino, como puede apreciarse en el Cuadro 1.

El análisis de todos los factores que pueden ayudarnos a explicar estas pautas de comportamiento está fuera del alcance de este trabajo. Sin embargo, sí es importante señalar que las analogías en la política económica que hemos detectado entre 1919 y 1949, no se sostienen durante el período 1950-1975. El modelo de crecimiento de la economía argentina, como bien han señalado Mallon y Sourrouille, se definirá por su carácter semicerrado y su naturaleza cíclica y conflictiva, donde el sector industrial será el eje de una economía sostenida por el estado, y que privilegiará la expansión del mercado interno, a través de elevadas barreras arancelarias.²⁰ En ese modelo, las fases expansivas encontraban su límite en los desequilibrios de la balanza por cuenta corriente, por el crecimiento persistente de las importaciones que no se compensaba con las exportaciones agropecuarias, de tendencia al estancamiento por la revaluación implícita de la moneda nacional. Al no existir un aflujo de capitales internacionales que pudiera equilibrarla, en un contexto de tipos de interés

17. Véase R. Perpiñá Grau, *De estructura económica y economía hispana* (Madrid, 1952).

18. Véase J. Nadal, A. Carreras y C. Sudriá (eds.), *La economía española en el siglo XX* (Barcelona, 1987).

19. R. Summers y A. Heston, "Improved international Comparisons of Real Product and its Composition: 1950-1980", en *The Review of Income and Wealth* (Junio, 1984).

20. Ver R. D. Mallon y J. V. Sourrouille, *La política económica en una sociedad conflictiva: el caso argentino* (Buenos Aires, 1975).

regulados y negativos en términos reales, se perdían reservas y el modelo dejaba de funcionar. El mecanismo corrector implicaba una devaluación que favorecía la exportación, pero perjudicaba al sector industrial, aunándose los movimientos sindicales con los empresarios industriales en la petición de una mayor protección a la actividad manufacturera.

CUADRO 1
Evolución macroeconómica de Argentina y España, 1950-1975

	Argentina			España		
	RGDP	POP	NIVIND	RGDP	POP	NIVIND
1950	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
1955	106,5	110,3	109,9	135,5	104,2	140,0
1960	113,7	120,1	124,5	149,3	108,7	175,3
1965	127,4	129,2	156,1	219,2	114,5	292,8
1970	146,5	138,4	186,9	277,8	121,2	439,2
1975	168,3	147,9	207,1	346,6	127,7	553,4

Notas: RGDP = Renta real per cápita (dólares USA 1975 PPA) (1950=100)

POP = Población (1950=100)

NIVIND = Producción industrial/Población (1950 = 100)

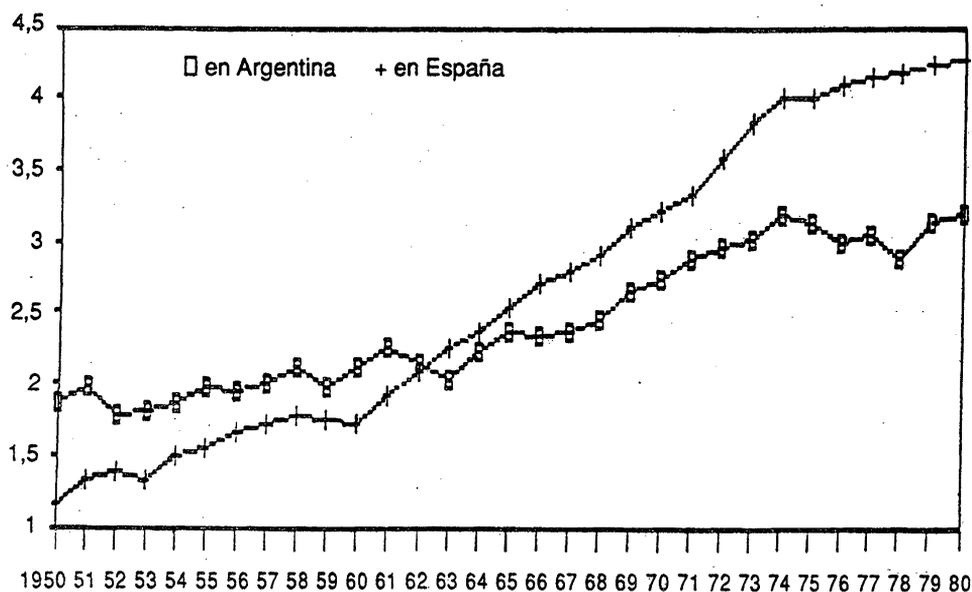
Fuentes: RGDP y POP en R. Summers y A. Heston, "Improved International Comparisons of Real Product and Its Composition: 1950-1980", en *The Review of Income and Wealth* (junio, 1984). Producción industrial: para Argentina en E. Feldman y J. Sommer, *Crisis financiera y endeudamiento externo en la Argentina* (Buenos Aires, 1986); para España en A. Carreras (ed.), *Estadísticas históricas de España. Siglos XIX y XX* (Madrid, 1989). Elaboración propia.

Por el contrario, la economía española encontrará pronto los límites de la autarquía y, en la década de 1950, se iniciaría un proceso de modernización económica que culminará con la implantación de un riguroso Plan de Estabilización en 1959, al que seguirá un proceso de apertura exterior muy gradual. Como ha señalado Fuentes Quintana, esta línea de actuación permitiría a España situarse en la larga onda expansiva que el mundo desarrollado disfrutaba desde hacía ocho años.²¹ Sin embargo, subsistieron importantes elementos intervencionistas, cuyo reflejo se encuentra en los tres Planes de Desarrollo que funcionaron entre 1964 y 1975, y el sector financiero quedó deliberadamente excluido del programa liberalizador.

21. Véase E. Fuentes Quintana, "Crisis económica en España", en *Papeles de Economía*, N^o 1 (1980).

GRAFICO II

Renta real per cápita, paridad de poder adquisitivo, 1950-1980 (en miles de dólares)



Fuente: R Summers y A. Heston, "Improved International Comparisons of Real Product and Its Composition 1950- 1980", en *The Review of Income and Wealth* (junio, 1984)

En cualquier caso, el grado de apertura al exterior, definido por el coeficiente $(\text{Exportaciones} + \text{Importaciones})/\text{PIB}$, creció del 5 al 20 por ciento, y el déficit en la balanza comercial pudo financiarse holgadamente con los ingresos procedentes del turismo, las remesas de emigrantes y las inversiones extranjeras. Todo ello dinamizó la estructura industrial de tal manera que las exportaciones de manufacturas pasaron de representar el 26,4 por ciento del total, en 1959, al 71,5 por ciento en 1975. Paralelamente, el crecimiento de la renta per cápita alcanzó magnitudes nunca antes conocidas.

De este modo, el estallido de la crisis internacional de 1973 va a encontrar a las economías argentina y española en posiciones muy diferentes. Como muestra el Cuadro 2, la relación real de intercambio mejorará sustancialmente para la Argentina en ese año, mientras empeorará para España. Sin embargo, la situación argentina vuelve a empeorar rápidamente, y ambos países caminan, paralelamente, sobre una tendencia a la baja hasta 1985. En el caso español, pesa mucho la gran dependencia en el consumo de petróleo. Sin embargo, aunque los desequilibrios en la balanza por cuenta corriente son importantes en los dos países, alcanzarán magnitudes realmente preocupantes

para la Argentina desde 1980: a partir de entonces, con un desarrollo muy vinculado a sus ingresos de divisas por las exportaciones agropecuarias, y asfixiada por las exigencias de una crecida deuda externa, se moverá con tasas de crecimiento negativo en el PIB.

CUADRO 2

Evolución del sector externo en Argentina y España, 1972-1985

	Relación real de intercambio (1972 = 100)		Balanza cta. cte. (% PIB)		Deuda externa (Millones USS)
	Argentina	España	Argentina	España	Argentina
1972	100,0	100,0	-0,5	1,1	5.839
1973	131,4	93,9	1,0	0,8	6.219
1974	105,0	69,4	0,1	-3,7	6.711
1975	96,6	75,6	-3,3	-3,4	6.581
1976	95,1	73,1	1,2	4,0	7.729
1977	87,4	69,3	2,2	-1,8	11.027
1978	83,1	73,7	2,8	1,1	13.276
1979	85,0	73,5	-0,5	0,6	20.950
1980	78,7	64,1	-3,1	-2,4	27.157
1981	77,8	54,6	-3,8	-2,7	35.657
1982	72,0	58,6	-4,1	-2,4	43.634
1983	77,0	55,7	-3,8	-1,8	44.751
1984	77,8	57,3	-3,2	1,3	47.758
1985	70,7	57,6	-1,4	1,7	47.011

Fuentes: World Bank, *World Tables* (1988-1989) e IMF, *World Debt Tables* (1988-1989).

Evolución del sector monetario en Argentina y España, 1919-1985

La Argentina no tuvo banco central hasta 1935. El período que va de 1919 hasta esa fecha se caracterizó por un desarrollo importante del crédito, con elevados coeficientes de inversión (préstamos/depositos), a pesar de los altos tipos de interés. La participación de la banca extranjera se mantuvo muy elevada, aunque declinó algo tras la crisis financiera de 1931. También hasta esa fecha, el crédito hipotecario registró un crecimiento muy notable. Finalmente, la moneda argentina, el peso-papel, estuvo ligado al oro hasta 1929, siendo respaldado por unas considerables reservas que garantizaban su estabilidad (Ver Cuadro 3).

CUADRO 3
Moneda y banca en Argentina, 1919-1935

	Coberoro	Depbext	Pre/de (%)	Tasades	Nuewhip
1919	33,8	24,9	88,4	7,2	91,5
1920	35,0	25,3	85,3	7,8	111,2
1921	35,3	25,6	83,8	7,7	132,7
1922	35,3	23,5	84,6	7,7	209,3
1923	35,2	23,5	87,2	6,5	236,6
1924	34,8	22,4	94,4	6,5	250,1
1925	34,7	22,1	94,3	7,4	249,8
1926	34,8	20,2	97,0	6,9	271,5
1927	35,4	19,8	92,3	6,9	277,1
1928	37,0	19,5	85,3	6,3	280,8
1929	36,7	20,0	90,8	6,9	290,7
1930	36,4	22,0	97,0	6,9	247,7
1931	28,5	23,3	102,9	7,2	225,3
1932	20,3	23,0	101,2	7,1	181,3
1933	20,0	23,0	97,7	6,1	131,9
1934	20,4	20,4	99,6	5,5	115,2
1935	21,3	20,8	85,7	5,4	116,3

Notas: Coberoro = Cobertura oro en 100 pesos moneda nacional.
 Depbext = Depósitos en banca extranjera. Porcentaje sobre total
 Pre/de (%) = Relación porcentual de Préstamos sobre Depósitos
 Tasades = Tasa de descuento de la banca privada (% anual)
 Nuewhip = Nuevas hipotecas constituidas en la capital federal (Millones pesos m\$n).

Fuentes: Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad de Buenos Aires, *La economía bancaria argentina a través de sus índices más significativos en el período 1901-1935*, Instituto de Economía Bancaria (1937), y Comisión del Censo Hipotecario Nacional, *Censo Hipotecario Nacional al 31 Diciembre 1936* (1938).

Todo ello cambiaría bruscamente tras la crisis financiera de 1931. El servicio de la deuda externa y las exigencias del control de cambios implantado en ese año, ocasionaron una fuerte tensión monetaria que obligará a la aplicación de las leyes de redescuento Nos. 9.479 y 9.577, así como a la creación de una Comisión de Redescuento el 25 de abril de 1931, con el objeto de proporcionar liquidez inmediata a los bancos. Presidida por Jorge Santamarina, la Comisión operó entre 1931 y 1935, hasta traspasar sus funciones al Instituto Movilizador de Inversiones Bancarias (IMIB). Según se expresa en la *Memoria final de la Comisión*,

“el redescuento fue manejado con parsimonia, como corresponde a una ayuda transitoria y de emergencia, y su empleo moderado y prudente ha dado los beneficios perseguidos, sin llegar a la inflación de circulante, que a fines de 1930, antes de implantarse las leyes de redescuento, era de m\$ñ 1.261 millones, y al 31 de mayo de 1935, fecha de creación del Banco Central, era de m\$ñ 1.216 millones”.²²

El año 1935 vio la creación del Banco Central de la República Argentina (BCRA) y el IMIB, así como una nueva Ley de Bancos y diversas modificaciones de las leyes orgánicas del Banco de la Nación Argentina (BNA) y del Banco Hipotecario Nacional (BHN) (leyes 12.155 a 12.160). La primera *Memoria* del IMIB va a hacer responsable de la crisis financiera al “régimen de excesiva libertad” de la banca, y Federico Pinedo presidirá su Comisión Organizadora.²³ Todo apuntaba hacia un cambio en la forma de afrontar el problema. El decreto del 26 de diciembre de 1935 permitirá al IMIB adquirir activos de los bancos afectados, que luego vendería para ir cancelando las deudas. La ley 12.157 daba un plazo de ocho años al Instituto para resolver la crisis. Sin embargo, la *Memoria* de 1943 señalará cómo existían aún 21 bancos afectados (entre ellos, entidades de cierta importancia como el Banco Español del Río de la Plata o E. Tornquist y Cía.), y la extinción total del problema, al ritmo fijado, requeriría nada menos que 44 años. Finalmente, el decreto 17.800 creará una comisión liquidadora, a través de la cual el estado iría asumiendo mayores responsabilidades. Una orientación similar se tomaría con la ley 12.544 sobre Liquidación de la Moratoria Hipotecaria, que consolidaría deudas por importe de 2.700 millones de pesos en el Banco Hipotecario Nacional.

El intervencionismo se acentuaría en 1944 con la creación del Banco de Crédito Industrial Argentino (BCIA), que contó con el apoyo decidido de la Unión Industrial Argentina,²⁴ y que se uniría a las cinco entidades oficiales anteriores: el BCRA, el IMIB, el BNA, el BHA y la Caja Nacional de Ahorro Postal (CNAP). Finalmente, en 1949, la ley 13.529, en su artículo 22, consagraría once funciones económicas del estado que incluían cuestiones monetarias y financieras como “la defensa del valor de la moneda”, “la regulación del crédito y de los medios de pago” y “la autorización de las tasas de interés bancario”.

Es importante señalar que este proceso de creciente “represión financiera”, que tiene lugar entre 1931 y 1949, fue acompañado de un cambio notable en el déficit del sector público, así como en su forma de financiación. Por un lado, el

22. Comisión de Redescuento, *Memoria* (Buenos Aires, 1935), p. 11.

23. Instituto Movilizador de Inversiones Bancarias, *Memoria* (Buenos Aires, 1936), p. 10.

24. En el discurso pronunciado con motivo del primer cambio de autoridades en la presidencia del BCIA, el recién nombrado ministro Miguel Miranda expresaría que “es un axioma conocido que los pueblos no pueden tener un elevado nivel de vida sin una industria propia”. Véase Banco de Crédito Industrial Argentino, *Discursos pronunciados con motivo del primer cambio de autoridades en la Presidencia del Banco* (Buenos Aires, 1945), p. 16.

mantenimiento de los compromisos de pago de la deuda externa federal,²⁵ en unas circunstancias de empeoramiento de la relación real de intercambio y de bloqueo de los mercados crediticios internacionales, terminó por obligar a la Argentina al abandono del patrón oro el 17 de diciembre de 1929, produciéndose, como señala Thorp, una elevación del coeficiente gasto público/exportaciones de mercancías, que pasó del 0,4 por ciento en 1928 al 0,9 en 1938-1939.²⁶ Para financiarlo, se recurrió a la emisión de deuda flotante que pudo ser colocada en un mercado financiero que era el más activo de toda América Latina. De este modo, si en 1935 los fondos públicos representaban el 40 por ciento del volumen de contratación de la Bolsa de Buenos Aires, en 1940 eran ya el 65 por ciento (ver Cuadro 4).

CUADRO 4
Deuda pública argentina, 1935-1973

	Deudates	Fondneg	Deuda/PIB	Deuda/RN (España)
1935	4,5	40,0	38,3	72,1
1940	5,0	65,0	38,8	83,2
1945	6,6	-	45,7	74,6
1950	3,3	50,0	25,8	45,6
1955	4,6	15,0	28,4	38,3
1960	1,4	5,0	11,0	33,5
1965	1,6	19,0	10,0	21,0
1970	1,1	63,0	9,8	22,1
1973	1,4	98,0	9,2	18,6

Notas: Deudates = Relación Deuda Pública/Recurso al Tesoro
Fondneg = Fondos Públicos /Negociación total en la Bolsa de Buenos Aires (%)
Deuda/PIB = Relación Deuda Pública/PIB (%)
Deuda/RN (España) = Relación Deuda Pública/Renta Nacional en España

Fuentes: para Argentina, V. H. Ruiz, *Evolución de la deuda pública federal interna y externa documentada con valores desde 1935 hasta 1973* (BCRA, 1974), y S. Forino, "Origen y evolución del mercado de valores y la participación relativa de papeles públicos y privados" en *Revista de Ciencias Económicas* (enero-junio, 1965). Para España, A. Carreras (ed.) *Estadísticas históricas de España. Siglos XIX y XX* (Madrid, 1989). Elaboración propia.

25. Véase E. N. White, "Latin America's Debt Crisis of the 1930's: Lessons for the 1980's", en *A/5 Session, 9th. International Economic History Congress* (Berná, 1986).
26. R. Thorp (Ed.), *Latin America in the 1930's: The Role of the Periphery in World Crisis* (Londres, 1984), p. 310.

Sin embargo, el servicio de la deuda creció enormemente, hasta representar el 40 por ciento del déficit en 1940-1943 (ver Cuadro 5). Finalmente, en 1946, la nacionalización del BCRA y de todos los depósitos bancarios posibilitará una nueva fuente de financiación pública. Como señala Forino, "desde entonces, las finanzas públicas adquieren la posibilidad de obtener fondos del crédito bancario, lo cual hace innecesario recurrir al mercado de valores para la colocación de empréstitos públicos".²⁷ No obstante, el mercado de valores quedará fuertemente intervenido por el Instituto Mixto de Inversiones Mobiliarias (IMIM), creado por el decreto 15.626. En diez años, la participación de los fondos públicos en la Bolsa de Buenos Aires caerá hasta el 15 por ciento (ver Cuadro 4), mientras el déficit crecerá del 2,5 por ciento del PIB, en 1940-1943, al 7,3 por ciento en 1952-1955 (Ver Cuadro 5).

Tras fallidos intentos de volver a colocar fondos públicos en los mercados luego de la reforma de 1957,²⁸ sólo la estabilización de 1968-1971, conseguirá que vuelvan a tener aceptación, llegando a alcanzar una posición absolutamente dominante tras la crisis de 1973, por el decaimiento de la inversión privada. Sin embargo, la gran magnitud del déficit crónico hará que el recurso a la creación de base monetaria siga siendo constante: durante todo el período 1946-1976, los pasivos bancarios controlados por el Banco Central serán superiores al 75 por ciento, alcanzando prácticamente el 100 por ciento durante las dos nacionalizaciones peronistas de 1946 y 1973.

A pesar de todo, la presencia de la banca extranjera va a seguir siendo muy alta. En 1957 representaba el 37 por ciento de los depósitos, y siguió creciendo tras la legislación permisiva que fue promulgada ese año. Sus créditos se orientaban hacia las empresas de capital extranjero pero, como señala Feldman, estas empresas "han obtenido un fuerte apoyo del sistema financiero, independientemente de la nacionalidad del banco que actuara como prestamista".²⁹

En cualquier caso, la persistencia del déficit público, unida al insuficiente crecimiento del sector real, mantendrá la tasa inflacionaria constantemente por encima de los dos dígitos. En un contexto de sector monetario y financiero reprimido, los tipos de interés reales se harán negativos, desestimulando la creación de depósitos bancarios y conformando un sistema financiero raquítico, con un bajo coeficiente de intermediación (Activos Totales de la Banca Privada/ PIB) (ver Cuadros 5 y 6, y Gráfico III).

-
27. S. Forino, "Origen y evolución del mercado de valores y la participación relativa de papeles públicos y privados", en *Revista de Ciencias Económicas* (enero-junio de 1965).
 28. Se emitieron Bonos de Yacimientos Petrolíferos Fiscales (YPF) en 1957, Bonos del Tesoro en 1958 y Letras de Tesorería en 1959, en pequeñas cantidades, pero el gran empréstito "9 de Julio" (1962), por 15.000 millones de pesos fue un rotundo fracaso, obligándose su colocación entre el personal de la Administración Pública. Véase Bolsa de Comercio de Buenos Aires, *Memoria* (Buenos Aires, 1962), p. 65.
 29. E. Feldman, *La banca nacional y extranjera en Argentina (1958-1970)*, CEMLA (México, 1983), p. 72.

CUADRO 5
Déficit público e inflación en Argentina y España, 1940-1982

	Déficit del estado (% PIB)		Déficit A.A.P.P. (% PIB)		Precios de consumo		Servicio de la deuda en (% déficit del estado)
	Argentina	España	Argentina	España	Argentina	España	Argentina
1940-43 (a)	2,5	4,8	-	-	2,9	12,2	40
1944-47	5,3	3,5	-	-	12,6	15,0	13
1948-51	8,4	0,5	-	-	26,6	8,0	11
1952-55	7,3	(0,7)	-	-	14,7	1,1	13
1956-59	5,8	(0,5)	-	-	45,8	9,1	22
1960-63 (b)	5,6	(0,9)	5,9	(1,4)	23,2	4,3	20
1964-67	4,5	0,0	4,0	(0,5)	27,9	8,4	24
1968-71	2,6	0,3	2,3	(0,1)	18,0	5,6	42
1972-75	8,7	(0,1)	9,0	(0,5)	81,4	12,7	18
1976-79	11,0	0,4	5,6	0,2	238,9	19,5	62
1980-82	15,0	4,5	6,6	4,1	123,3	14,8	55

Notas: (a) España, en Precios de consumo, es 1941-43.

(b): Para Déficit administraciones públicas (A.A.P.P.) es 1961-63.

Fuentes: Para Argentina, D. F. Cavallo y A. Peña, "Déficit fiscal, endeudamiento del gobierno y tasa de inflación. Argentina, 1940-1982" en *Estudios* (1983); Banco de Análisis y Computación (BAC), *Relevamiento estadístico de la economía argentina, 1900-1980* (Buenos Aires, 1982) y Banco de Análisis y Computación (BAC), *Relevamiento estadístico de la economía argentina, 1981-1986* (Buenos Aires, 1987). Para España, véase A. Carreras (ed.), *Estadísticas históricas de España. Siglos XIX y XX* (Madrid, 1989). Elaboración propia.

CUADRO 6
Evolución monetaria de Argentina y España, 1950-1980

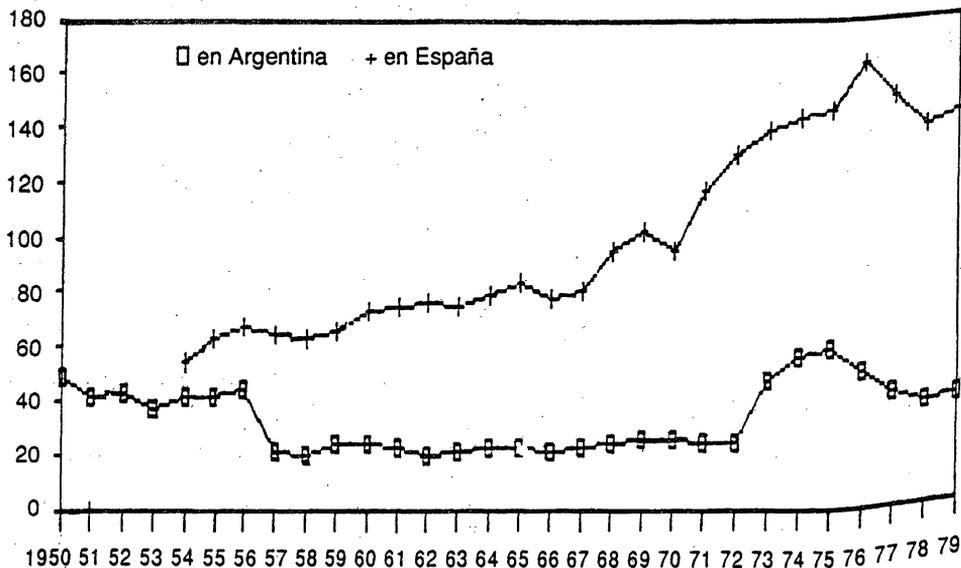
	Argentina			España		
	M3/PIB (%)	M1/M3 (%)	Depor	M3/Ren (%)	M1/M3(%)	Depor
1950	38,0	75,0	100,0	55,5	66,3	100,0
1955	38,8	74,8	104,5	59,6	59,0	194,5
1960	19,8	78,2	61,6	70,5	52,4	258,1
1965	18,3	65,9	70,6	77,9	46,9	439,7

	Argentina			España		
	M3/PIB (%)	M1/M3 (%)	Depor	M3/Ren (%)	M1/M3(%)	Depor
1970	25,5	57,8	120,9	91,1	38,0	605,5
1975	21,2	48,1	102,8	101,9	37,8	1076,5
1980	30,6	25,4	185,5	97,0	32,6	1056,4

Notas: M3 = Disponibilidades líquidas
M1 = Medios de pago
PIB = Producto interno bruto
Ren = Renta nacional
Depor = Depósitos en términos reales (1950=100)

Fuentes: Para Argentina, L. A. Giorgio, "El sistema financiero argentino: evolución y estructura actual" en *Monetaria*, vol. XI, Nº 1 (1988). Para España, A. Carreras (ed.), *Estadísticas históricas de España. Siglos XIX y XX* (Madrid, 1989). Elaboración propia.

GRAFICO III
Total Activo Banca Privada PIB (%)



Fuentes: Banco de Análisis y Computación (BAC), *Relevamiento estadístico de la economía argentina, 1900-1980* (Buenos Aires, 1982), y A. Carreras (ed.), *Estadísticas históricas de España. Siglos XIX y XX* (Madrid, 1989). Elaboración propia.

Finalmente, cabe señalar que, como muestra el Gráfico IV, el BCRA será una importante fuente financiera del sector privado durante los dos gobiernos de Perón (1946-1955 y 1973-1974), y un activo financiador del sector público en el período intermedio. La apertura de la economía argentina desde 1976 le moverá a tener un grado creciente de relación con el sector externo.

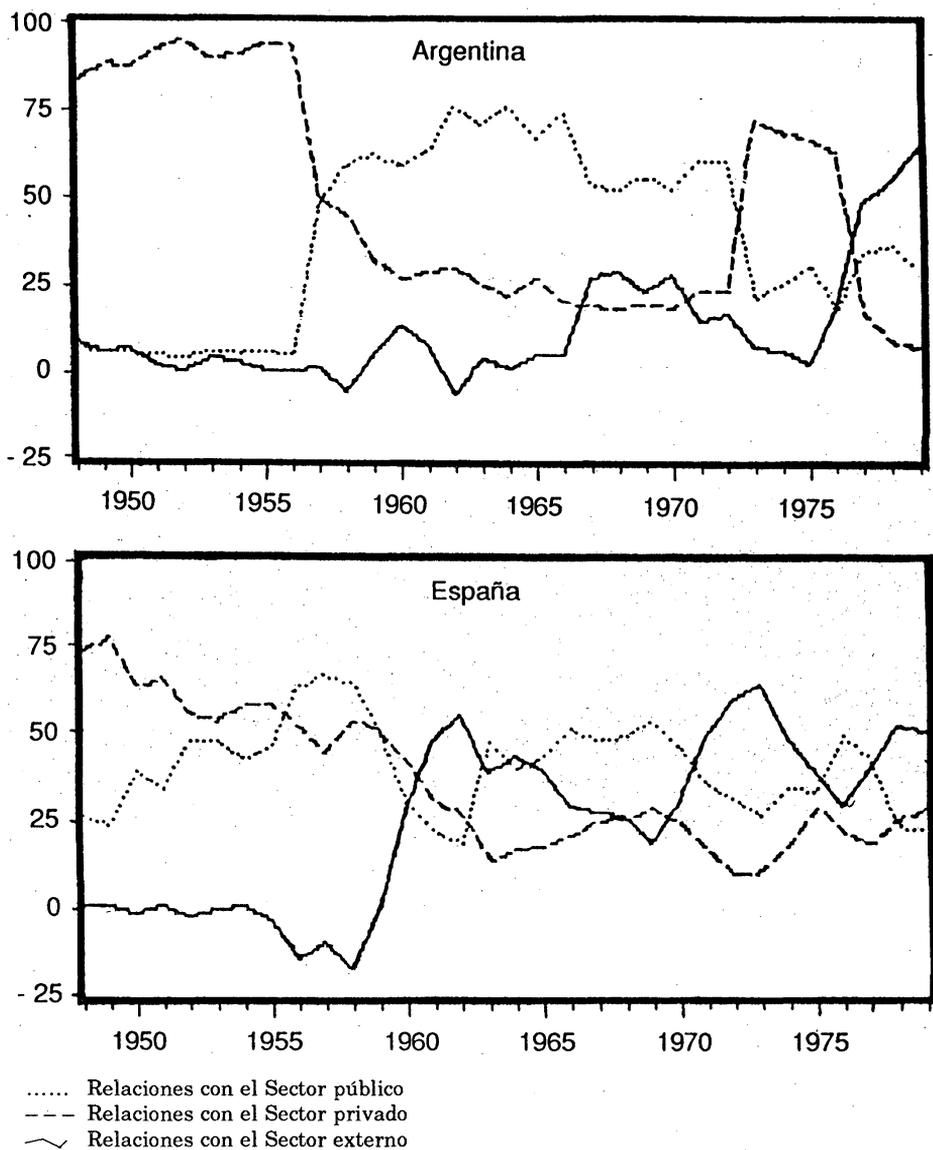
La experiencia monetaria española entre 1919 y 1973 va a ser, paradójicamente, muy similar a la argentina en lo que se refiere al desarrollo del marco institucional. La Ley de Ordenación Bancaria de 1921 prorrogará el monopolio de emisión del Banco de España, acentuará la vigilancia sobre la banca privada, a través del Consejo Superior Bancario (CSB), y limitará la actuación de la banca extranjera. Tras una ligera crisis en la primera mitad de la década, el gran crecimiento registrado en la segunda mitad hará que el coeficiente Activos Totales de Instituciones Financieras/Renta Nacional se sitúe, según Martín Aceña, en el 69 por ciento, que aunque es la mitad de la media europea del momento, duplica las cifras alcanzadas en 1913.³⁰ La repercusión en España de la Gran Depresión reducirá el ritmo de crecimiento durante la Segunda República, que alumbró una nueva Ley de Ordenación Bancaria en 1931, cuyo contenido vendría a confirmar las orientaciones intervencionistas de la legislación anterior.

Tras la Guerra Civil, se adoptarían una serie de disposiciones que culminarían en la Ley de Ordenación Bancaria de 1946, congelando la apertura de nuevas entidades (*statu quo* bancario) e imponiendo el control sobre los tipos de interés. Tras la lenta apertura económica que se inicia en 1959, se relajaría el *statu quo* en 1962, pero habría que esperar hasta la reforma de agosto de 1974 para asistir a una liberalización parcial de los tipos de interés, que afectaría a aquellas escasas operaciones cuyo plazo superara los veinticuatro meses. El Plan Económico de Urgencia (23 de julio de 1977) liberalizaría los tipos hasta un año y, en enero de 1981, se extendería a todas las operaciones activas y a las pasivas por más de 6 meses e importe superior al millón de pesetas. Finalmente, la Orden Ministerial del 3 de marzo de 1987 liberalizará los tipos de interés y las comisiones de todas las operaciones pasivas y activas, estableciendo tan sólo requisitos de información pública. Por otro lado, sólo en 1978 se iniciaría un lento proceso de apertura condicionada a la banca extranjera, que culminará para las entidades europeas en 1993. Finalmente, cabe señalar que España no ha permitido el libre movimiento de capitales hasta que ha tenido que homologarse con la legislación de la CEE, desde 1986, y sólo en 1990 ha sido autorizada la existencia de mercados privados de divisas.

De este modo, en España el ritmo de la apertura del sector real ha sido muy superior al de la apertura del sector financiero. Por otro lado, la liberalización ha tenido lugar en un contexto previo de estabilización. En el Cuadro 5 se puede apreciar claramente la relativa moderación de la tasa de inflación, que sólo será realmente preocupante tras la crisis internacional de 1973. El alto

30. P. Martín Aceña, "Desarrollo y modernización del sistema financiero, 1844-1935", en N. Sánchez Albornoz (ed.), *La modernización económica de España 1830-1930* (Madrid, 1985), p. 139.

GRAFICO IV
Cuentas de activo por sectores del Banco Central



Fuentes: Para Argentina, Banco de Análisis y Computación (BAC), *Relevamiento estadístico de la economía argentina, 1900-1980* (Buenos Aires, 1982) y Banco de Análisis y Computación (BAC), *Relevamiento estadístico de la economía argentina, 1981-1986* (Buenos Aires, 1987). Para España, A. Carreras (ed.), *Estadísticas históricas de España. Siglos XIX y XX* (Madrid, 1989).

crecimiento registrado tras la liberalización, y la siempre equilibrada actuación del sector público, que evitó tensiones monetarias, ayuda mucho a explicar estos resultados.

Por el contrario, la Argentina va a ensayar desde 1976 un experimento de liberalización vertiginosa y desordenada. El arancel medio pasará del 63 por ciento al 23 por ciento en febrero de 1981, y se liberalizará todo el sector financiero. Al mismo tiempo, fracasarán las intenciones de reducir el gasto público y, por el contrario, el déficit se disparará, no bajando la inflación anual de los tres dígitos. También será entonces cuando se introduzca un componente de endeudamiento externo que pocos años después se mostrará impagable, convirtiendo a una Argentina caótica en exportadora neta de capitales desde 1983³¹ (ver Cuadro 2). El fracaso económico y político del último régimen militar es el prólogo de la situación actual.

Por otro lado, las repercusiones de la crisis internacional y la mayor competencia que trajo consigo la liberalización financiera provocarán una crisis bancaria en ambas orillas del Atlántico: la crisis argentina de 1980, iniciada con la caída del Banco de Intercambio Regional (BIR), reducirá a menos de la mitad el número de entidades, mientras que la crisis española, que discurrió entre 1978 y 1982, puso en dificultades a una treintena de bancos pequeños y medianos, que terminarán siendo absorbidos por entidades de mayor magnitud. En ambos casos, la intervención del estado fue muy generosa, y supervisó todo el proceso de saneamiento.³²

De este modo, en 1985 el sistema económico argentino padecía un bajo grado de monetización, con una escasa presencia del sector financiero y una reducida importancia del crédito disponible por el sector privado.³³ Por el contrario, a pesar de las adversas condiciones de la crisis económica internacional, la economía española se caracterizará por un alto grado de bancarización, incluso con un uso de la banca superior a otros sistemas europeos, y una voluntad decidida de emprender la reorganización que requiere la progresiva incorporación a la CEE.³⁴

Conclusiones

Si la experiencia española desde 1959 puede considerarse como relativamente satisfactoria, parece descartarse la hipótesis que sustenta "la prioridad

31. Véase E. Feldman y J. Sommer, *Crisis financiera y endeudamiento externo en la Argentina* (Buenos Aires, 1986).

32. Véase T. J. T. Baliño, *The Argentine Banking Crisis of 1980*, IMF Working Paper 87/77 (1987) para la crisis argentina, y R. Alvarez y J. M. Andreu, "Una historia de la banca privada en España", en *Situación*, N. 1982/3 (1982) para la crisis española.

33. Ver BIRF, *Economic Memorandum on Argentina* (1984) y también Presidencia de la Nación, Secretaría de Planificación, *Plan Nacional de Desarrollo, 1987-1991* (Buenos Aires, s/f.).

34. Véase L. A. Lerena, "La estrategia de la banca española ante el reto del mercado único", en *Situación*, N. 1989/1 (1989).

financiera". España consiguió desarrollarse con altas tasas de crecimiento desde que inició la apertura del sector real, sin que la liberalización del sistema financiero tuviera lugar. Por el contrario, la rapidez con que se liberalizó todo el sistema económico argentino (sector real y sector financiero) desde 1976, en presencia de un persistente alto déficit público y una inflación descontrolada, parece haber contribuido a agravar los problemas.

En definitiva, la comparación de ambas experiencias nos hace pensar que la Argentina hubiera necesitado una rigurosa estabilización —quizá similar a la que se aplicó en la economía española durante la década de 1950—, antes de iniciarse el camino hacia una necesaria liberalización, cuyos últimos aspectos podrían ser los relativos al sistema monetario y financiero. De este modo, vendrían a confirmarse las tesis de Mc Kinnon-Mathieson y Sachs, expuestas al principio.³⁵

Por otra parte, hemos encontrado importantes puntos de contacto entre la evolución histórica española y la argentina, entre 1919 y 1949, en lo que se refiere a aspectos económicos. En ambos países, tuvo lugar una reacción industrialista en la que el estado actuó de motor y apoyo del proceso. Esta situación no parece distinguirse mucho de lo acontecido en otras partes del mundo periférico. Quizá convendría volver a investigar los factores que hicieron posible que países pertenecientes a áreas geográficas tan distantes experimentaran unas mismas necesidades y tomaran decisiones de política económica tan similares.

Las diferencias son mucho más marcadas desde el momento en que España decide incorporarse a la economía internacional, en la década de 1950, aceptando condiciones de ortodoxia fiscal y monetaria, así como la dependencia generada por el sector exterior, mientras la Argentina intenta, sucesivamente, eludir estos compromisos. En cualquier caso, del trabajo se deriva que una de las razones que mejor explican, retrospectivamente, el diferente grado de éxito final alcanzado, radica en las pautas tan distintas que marcaron los procesos de apertura en ambas economías. Frente al gradualismo español, la explosiva apertura argentina de 1976 aparece como una estrategia claramente errónea.

35. R. Mc Kinnon y D. J. Mathieson, *How to Manage...* y J. Sachs (Ed.), *Developing Country...*