

FINANZAS GLOBALIZADAS. EL DESAFÍO AL EURO

A los ojos de todo el mundo el proyecto europeo parece experimentar un momento de fuerte vacilación, política y económicamente, frente al dominio global estadounidense¹. Aunque es posible que la prolongada depreciación del euro –desde su cotización inicial a 1,16 dólares en enero de 1999 hasta el mínimo sin precedentes de 82 centavos de dólar en octubre de 2000– se haya detenido ahora, no por ello ha desaparecido el escepticismo subyacente de los mercados acerca de las perspectivas económicas de Europa que ha venido acompañando a su caída. A fin de cuentas, el descenso del euro no era un fenómeno comercial –la zona euro anunciaba un gran superávit por cuenta corriente al comienzo de la UME [Unión Monetaria Europea]– sino financiero, como consecuencia de grandes salidas de capital. Desde diciembre de 2000, el euro se ha beneficiado en cierta medida de los inversionistas que escapaban de la turbulenta economía estadounidense; queda por ver, no obstante, si esta marea alta logrará sacar a flote un barco que presenta tantas vías de agua.

La coyuntura actual ha sacado a la luz dos debilidades clave en el diseño de las instituciones monetarias de Europa. Tenemos, en primer lugar, la debilidad de su política exterior: el Consejo de ministros tiene alguna responsabilidad pero ningún poder real en este ámbito. Habida cuenta de los presentes desequilibrios de la economía mundial, esto conlleva el riesgo de que un enfriamiento grave en Estados Unidos no se viera compensado por una relajación decisiva de la política macroeconómica europea. En segundo lugar, tenemos el problema de la *«policy mix»* –el balance entre los componentes monetarios y presupuestarios de la política macroeconómica²–. La política fiscal está fragmentada y descoordinada. En una situación (moneda depreciada, economía interna floja) en la cual la teo-

¹ Este artículo debe no poco a las discusiones con dos colegas de la Universidad de North London Business School, Stuart Archbold (ahora en la Universidad de Kingston) y Photis Lysandrou.

² Para un análisis exhaustivo, véase Robert BOYER, *Le Gouvernement économique de la zone euro*, CGP, Documentation Française, 1999.

ría de Mundell-Fleming (hoy estándar) aconsejaría una política presupuestaria menos restrictiva, no existe un mecanismo claro para una coordinación presupuestaria eficaz; tampoco queda claro hasta qué punto esta relajación podría impedir la desestabilización de los tipos de interés a largo plazo en los países más débiles.

En este contexto, la respuesta única del Banco Central Europeo a la caída del euro –con subidas reiteradas de los tipos de interés hasta equiparar los niveles de Estados Unidos, mientras que las declaraciones contradictorias de los funcionarios del Banco Central, de los comisarios europeos y de los dirigentes políticos nacionales delataban su creciente inquietud– corría el riesgo de resultar perjudicial y contraproducente: perjudicial, porque las cifras de desempleo siguen siendo altas en las economías centrales de la zona euro y la recuperación frágil; contraproducente, porque un enfriamiento en Europa occidental podría provocar posteriores salidas de capital hacia economías con mayores tasas de crecimiento. La debilidad del euro no se debe a la inflación –más baja en la zona euro que en Estados Unidos–, ni tampoco es una mera función de los diferenciales en los tipos de interés, ya que buena parte de la salida de capital se lleva a cabo mediante inversión directa extranjera y no mediante meras colocaciones en el sistema bancario estadounidense³. Por el contrario, fue el rápido crecimiento económico en Estados Unidos lo que dio lugar a oportunidades de inversión (reales o percibidas), atrayendo así los recursos financieros europeos.

Podría decirse que Europa produjo muchísimas exportaciones pero no los suficientes activos: sus mercados de capitales son fragmentarios y faltos de liquidez en comparación con sus homólogos estadounidenses. Y a pesar de que los mercados de valores europeos están comenzando ahora a expandirse e integrarse, esto supone un movimiento prolongado y conflictivo de alejamiento de sus instituciones financieras tradicionales, basadas en distintas formas de banca «vinculada» en el interior de países y regiones específicas. De este modo, tratar la debilidad del euro con meras restricciones monetarias corre el riesgo de exacerbar la debilidad financiera de Europa –el subdesarrollo de sus mercados financieros y la supervivencia de estructuras financieras obsoletas– que, conjuntamente, subordinan la economía europea a las prácticas y las prioridades estadounidenses.

³ Martin FELDMAN observa: «El año pasado [...] prácticamente todo el capital neto en acciones que llegó a Estados Unidos lo hizo en forma de inversión directa extranjera, incluidas fusiones y adquisiciones así como nuevas inversiones y compras en firme de empresas existentes» («Aspects of Global Economic Integration», working paper 7899 del NBER, septiembre de 2000). El argumento es interesante porque sugiere que la debilidad del euro es el resultado del alcance que ha cobrado la participación de las compañías europeas, tanto industriales como financieras, en la expansión económica estadounidense. A su vez, esta participación se vio facilitada por la sofisticación de los mecanismos financieros estadounidenses, tanto en lo que se refiere a valores (capital en cartera) como a fusiones y adquisiciones (inversión directa extranjera).

Sigue habiendo mucho escepticismo acerca del alcance y las implicaciones de las finanzas globalizadas para el desarrollo económico europeo. A este respecto, la siguiente sería una afirmación convincente:

Mientras los gobiernos continúen considerando como objetivo prioritario sus cuentas corrientes, conservando alguna soberanía dentro de sus fronteras (de tal forma que permanezca, al menos, la amenaza de intervención estatal sobre los movimientos transfronterizos de capital) y regulando de forma diferencial sus sistemas financieros, los inversionistas no pueden considerar en los mismos términos los activos domésticos y exteriores. Los diferentes sistemas financieros nacionales están compuestos de diferentes instituciones y ordenamientos, con diferentes concepciones del futuro y valoraciones de la experiencia pasada y que, de esta suerte, operan con diferentes modalidades de cálculo. Todas estos rasgos se combinan en una continua diversidad de expectativas y perspectivas que no pueden reducirse en su totalidad a un único mercado o lógica⁴.

Pueden plantearse dos razones, en particular, para respaldar el argumento escéptico. En primer lugar, se suele aducir que los altos niveles de interacción financiera de nuestros días no dejan de tener precedentes, que cabe encontrar algo muy comparable en *la belle époque*, cuando se consideraba que el nacionalismo monetario que hizo pedazos los mecanismos de la economía atlántica y el patrón oro iban inseparablemente unidos a la revuelta de las masas y a la afirmación de los controles democráticos sobre el libre mercado⁵. La segunda objeción se basa en el predominio de la autofinanciación: toda consideración de las finanzas globalizadas como una fuerza dominante en la vida económica de nuestros días debe hacer frente al hecho de que la mayor parte de la inversión es financiada domésticamente.

Un modo habitual de representar esto último consiste en mostrar que, de un país a otro, la tasa de ahorro que entra en circulación está en correlación estrecha con la tasa de inversión que entra en circulación. Los países financian casi toda su inversión a partir de su propio ahorro, no nutriéndose los procesos de inversión, por lo general, de fuentes externas de capital. ¿Por qué se autofinancian? Una parte de la respuesta debe ser que prácticamente todos los agentes en las economías capitalistas confían en gran medida en esta forma. Las corporaciones, por tomar el caso más importante para el presente argumento, se nutren predominantemente de fondos internos cuando acometen inversiones (véase Cuadro 1).

Adviértanse las siguientes características: predomina la autofinanciación; ésta cobra mayor –y no menor– importancia en sentido cuantitativo; las grandes compañías estadounidenses se sirven más –y no menos– de la

⁴ Paul HIRST y Graham THOMPSON, *Globalization in Question*, Cambridge, 1999.

⁵ Por supuesto, el relato clásico de este proceso sigue siendo el de Karl POLANYI, *The Great Transformation*, Boston, 1957 (1.ª ed. 1944) [ed. cast. *La gran transformación*, Madrid, La Piqueta, 1988].

CUADRO 1. *Fuentes de financiación de las corporaciones (porcentajes)*

	Reservas		Acciones		Deuda		Créditos bancarios	
	1975-1980	1991-1995	1975-1980	1991-1995	1975-1980	1991-1995	1975-1980	1991-1995
EEUU	63,5	81,1	4,4	1,1	13,2	10,4	6,6	-1,3
Japón	35,2	54,5	4,9	4,6	2,3	4,3	33,6	39,8
Alemania	58,8	64,7	2,2	2,0	-0,1	0,7	25,3	23,2
Francia	42,6	71,5	4,0	18,3	0,0	0,2	12,6	12,2

Fuente: Jörg HUFFSCHMID, *Die politische Ökonomie der Finanzmärkte*, Hamburgo, 1999⁶.

autofinanciación que las de Japón o de Europa occidental; estas últimas confían sensiblemente más en el crédito bancario y menos en los instrumentos crediticios negociables (pagarés de empresa/obligaciones de la compañía); por regla general, el capital en acciones supone una contribución neta insignificante de la inversión empresarial. Se han solido utilizar este tipo de datos para aducir que los mecanismos financieros japoneses o alemanes –que privilegian a «los de casa», como los *house-banks*– superan en resultados a los de Estados Unidos, basados en mecanismos de financiación externos negociados por acreedores anónimos en mercados de capitales organizados; y que, en cualquier caso, los procesos de acumulación deben ser relativamente independientes. Estas conclusiones pudieran haberse quedado obsoletas.

Hay numerosas hipótesis pormenorizadas acerca de la autofinanciación nacional. Pero del uso de la autofinanciación por la mayoría de las grandes compañías y de otros agentes económicos se desprendería que los flujos internacionales de capital serían escasos en relación con el total de la actividad inversora global. Así pues, si queremos sostener que las finanzas globalizadas son importantes –esto es, dominantes–, tendremos que afirmar que la cola de las finanzas externas pueden menear al perro de los fondos de origen interno. En lo que sigue intentaremos sugerir que, en efecto, las cosas son de este modo.

Las asimetrías de la información y el problema de la gestión

La descripción habitual de las relaciones deudor-creedor se inspira en ideas relativas a la asimetría estructural de la información entre prestatario y prestamista, desarrolladas por primera vez en el contexto del mer-

⁶ Para una reseña en lengua inglesa, véase John GRAHL, «Among the Vultures», *International Review of Applied Economics*, 4, 3 (2000), pp. 403-407. Debe advertirse que un examen de las cifras de la balanza de pagos por cuenta corriente revela una única excepción a la regla según la cual los países se autofinancian: Estados Unidos. Si tenemos en cuenta que suele considerarse a este país el centro de las redes financieras globales, la excepción es sumamente importante.

cado de coches de segunda mano⁷. El vendedor puede tener una mejor idea que el comprador acerca de la calidad del coche en oferta, mientras que es posible que el comprador no sea capaz de distinguir un buen coche de un «*lemon*»⁸. El problema consiste en que, en tales circunstancias, los mercados pueden venirse abajo: si el comprador se limita a bajar el precio para tener en cuenta la existencia de «*lemons*» del lado de la oferta, los propietarios de los mejores coches podrían retirarse (lo que se conoce como «selección adversa»). Estas mismas consideraciones se aplican al crédito. Los prestatarios son distintos en lo que respecta a su seriedad y eficiencia, sin embargo, es el prestatario el que tiene la idea más concreta acerca de cómo serán utilizados los fondos prestados. Es posible que un mero aumento de los tipos de interés no sea el modo más efectivo de hacer frente a este problema: los prestatarios con sólidos proyectos de inversión podrían ser disuadidos, dejando el mercado crediticio para aquellos que ofrecen perspectivas arriesgadas o inclusive para aquellos con intenciones de no pagar. El extendido fenómeno del racionamiento del crédito (la limitación de la oferta de crédito sin subir los tipos de interés) se desprende de lo anterior.

El problema del «principal-agente» presenta una estructura muy similar. En este caso, las asimetrías en la información obstruyen las relaciones entre un empleador y un empleado o –lo que aquí viene directamente al caso– entre el propietario de una empresa y su dirección: las malas perspectivas serán representadas como buenas. De este modo, las actividades financieras tanto con acciones como con deuda son fuentes potenciales de conflicto y de colapso de los mercados. De ahí el lema clave de la *transparencia*: acreedores y accionistas quieren que se les permita ver los procedimientos y las intenciones de los directivos de la empresa. No tenemos por qué tomar demasiado al pie de la letra tales modelos (esencialmente neoclásicos). Lo importante es que dan fe de las dificultades inherentes a las relaciones deudor-acreedor, una explicación clave de la preponderancia de la autofinanciación en todos los sistemas capitalistas. Con la autofinanciación la diferencia entre el principal y el agente se desvanece, al igual que la asimetría en la información entre acreedor y deudor. El problema es que al mismo tiempo desaparece el mercado de capitales: en un mundo de autofinanciación universal no hay mecanismos para la reasignación de recursos invertibles. Y no sólo el mercado de capitales: si tenemos en cuenta que todos los intercambios monetarios producen superávits de un lado y déficits del otro, un mundo sin finanzas sería un mundo sin mercados en cuanto tales⁹. El reciclaje de los recursos monetarios –es decir, las finanzas– es lo que permite la continuidad de las relaciones de mercado mediante la provisión de fondos para los deudores; al mismo tiempo, la presión financiera a la que están sometidos los deudores es una componente central a la hora de determi-

⁷ George AKERLOF, «The Market for Lemons», *Quarterly Journal of Economics* 89 (1970).

⁸ Un *lemon* es un coche de segunda mano sólo aparentemente en buen estado. [N. del T.]

⁹ Véanse los trabajos de Jean CARTELLIER, por ejemplo, *La Monnaie*, París, 1996.

nar el ajuste de los mercados. Todas las dimensiones de este último –los intervalos entre distintas tasaciones valoraciones; los umbrales que desencadenan un cambio en la política a seguir; la velocidad de ajuste necesaria y el equilibrio entre racionalización y expansión– tienen sin lugar a dudas un aspecto financiero¹⁰.

Opción voz versus opción salida

Ahora bien, una vez reconocida la insuficiencia de la autofinanciación generalizada, se presenta entonces una variedad de instituciones que podrían estructurar las relaciones deudor-acreedor al objeto de hacer posible la compatibilidad de la acumulación con la reestructuración de toda la economía y con la reasignación del capital. Desde una perspectiva sumamente sintética, cabe considerar dos tipos de institución: siguiendo el texto clásico de Hirschman, podemos distinguir entre el modelo basado en la opción voz y el enfoque basado en la opción salida¹¹. El primero crea relaciones estrechas y a largo plazo entre contrapartes que con el tiempo consiguen un conocimiento concreto y preciso de las respectivas motivaciones y capacidades. Pueden llegar incluso a desarrollar relaciones de «fidelidad», es decir, una determinada identificación de sus intereses, de tal suerte que la coalición en cuestión contribuye de hecho a mitigar los conflictos iniciales entre los miembros. Esto está íntimamente asociado a la noción de empresa «participativas», vinculada a sus acreedores, sus empleados, sus proveedores y clientes, a la comunidad local, etc. A medida que estas relaciones se desenvuelven, las interacciones en el seno de la coalición se tornan más fluidas y menos costosas. A menudo este tipo de estructura adquirirá un anclaje social, tal y como lo entiende Granovetter: las relaciones económicas coincidirán con las relaciones sociales, basadas en el parentesco o en otras afinidades¹². En el caso de las relaciones de crédito, los prestamistas se ven alentados por su conocimiento estrecho e individual de los prestatarios.

Las estructuras basadas en la opción voz difieren en dos sentidos clave de la lógica de los mercados crediticios competitivos. En primer lugar, son particularistas –privilegian a los de casa, a aquellos intereses que pertenecen a la coalición, contra los forasteros–; en segundo lugar, y como consecuencia, pueden llegar a ser extremadamente opacos al examen externo. Ni que decir tiene que los comparativistas insistirán en que los sistemas basados en la opción voz son diferentes en función de los luga-

¹⁰ El criterio según el cual las finanzas son un tipo de *superestructura* que se yergue sobre la base «productiva» o la «industria» es responsable de numerosos errores de la economía política crítica.

¹¹ Albert HIRSCHMAN, *Exit, Voice, and Loyalty: responses to decline in firms, organizations and states*, Cambridge, MA, 1970.

¹² Mark GRANOVETTER, «Economic Action and Social Structures: The Problem of Embeddedness», *American Journal of Sociology* 91, 3 (1985).

res: el uso alemán de los *house-banks* y de las direcciones de empresa entrelazadas no es lo mismo que el *keiretsu* japonés, mientras que los *chaebol* coreanos son a su vez diferentes; los sistemas varían de un extremo a otro de Europa continental, etc. No obstante, esta variación es un rasgo *general* de los sistemas financieros basados en la opción voz: todos ellos son estructuras particularistas, con frecuencia ancladas en relaciones sociales específicas. Su ser diferentes es lo que hace que sean lo mismo.

Por otra parte, el enfoque basado en la opción salida controla las relaciones económicas mediante la amenaza de abandono –que depende de la existencia de alternativas proporcionadas por el mercado–. En el caso de las relaciones crediticias, la salida significa que uno puede vender la propia reclamación sobre un deudor. De este modo, las estructuras basadas en la salida aspiran a hacer más eficaces los mercados competitivos, a imponer sanciones más severas e inmediatas a los deudores que no cumplen, a volver más transparentes las actividades de los prestatarios de las corporaciones y a reformar los sistemas de incentivos de tal forma que pongan a los agentes del lado de los intereses de los principales. Y si tenemos en cuenta que, en este caso, la salida depende de la aptitud para vender los propios valores en cartera o los instrumentos de crédito, ésta se hace más fácil a medida que los correspondientes mercados de activos ganan en profundidad y en liquidez.

Todo esto es sumamente sintético: pocas, quizá ninguna, de las relaciones entre acreedores y deudores son representaciones puras de uno u otro modelo. Incluso en los mercados competitivos de activos más extremadamente organizados, siempre encontramos redes de intermediarios unidos por la opción voz que llegan incluso a hacer manifiesta su lealtad. Del mismo modo, no hay estructuras participativas completamente cerradas –por muy particularistas que sean, las condiciones de los mercados crediticios externos siempre tendrán un impacto sobre sus decisiones–. No obstante, parece legítimo interpretar algunos de los desarrollos financieros más importantes de la actualidad como una transición de las disciplinas basadas en la opción voz a aquellas basadas en la opción salida. El cambio es histórico: en todas partes los directivos de las corporaciones están más sometidos a las presiones de los mercados financieros. Es también hegemónico: el proceso efectivo de reestructuración financiera ha cobrado la forma de la desregulación y de la internacionalización de las finanzas basadas en el dólar.

Parece haber razones para pensar que, a pesar de toda su fluidez y sofisticación, las estructuras basadas en la opción voz contienen un defecto fatal: su particularismo. Por muy toscos que sean los mecanismos mercantiles de las finanzas globales basadas en el dólar, éstos presentan la ventaja decisiva de su reproducibilidad. Estas técnicas, enseñadas en las escuelas de negocios de todo el mundo, pueden generalizarse gracias a la extensión de los mercados y de las prácticas financieras estadounidenses. Los regímenes financieros a que dan lugar pueden expandirse sin

límites hasta alcanzar una escala verdaderamente asombrosa. A su vez, ésta se basa en la imposición de patrones universales. Por muy eficaces que hayan resultado, a escala local, las estructuras basadas en la opción voz de Alemania (o, en los tiempos del *encadrement de crédit*, las de Francia), siguen siendo prisioneras de su medio ambiente social específico e incapaces de extender sus operaciones al ámbito internacional. Aunque determinados aspectos de la práctica industrial japonesa –producción flexible, calidad total, jerarquías horizontales, etc.–, han sido adoptadas con entusiasmo por las corporaciones occidentales, esta adopción ha estado completamente divorciada de la ética y del sentido de comunidad que, presumiblemente, podrían haberles otorgado un cierto valor social; por supuesto, el empleo para toda la vida se quedó en casa. Lo que no pudo exportarse (tal y como ha quedado claro ahora a la vista de la debacle en Asia oriental) fue el sistema de «vinculación» opaco de las sociedades financieras de Japón.

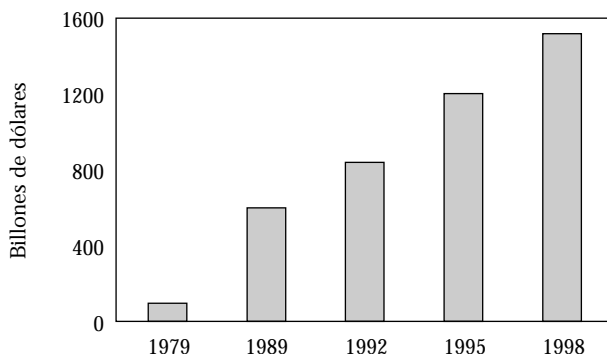
Un campo de batalla clave de esta confrontación entre la opción voz y la opción salida ha sido el control ejecutivo de las sociedades anónimas. Al autor de estas líneas le parece que la batalla ya se ha dirimido. Las modalidades precisas con las cuales los flujos de finanzas externas –que todavía constituyen la menor parte de las inversiones– pueden reconfigurar profundamente el comportamiento de las corporaciones serán examinadas a través del funcionamiento de tres estructuras más o menos completamente globalizadas: los mercados de divisas, los bonos del Estado y los bancos centrales independientes.

Divisas

Se ha señalado a menudo el crecimiento pasmoso de las transacciones de divisas en las últimas dos décadas (véase Cuadro 2), pero en ocasiones su interpretación no ha estado bien encaminada. Ya que claramente no hay ninguna relación entre el comercio de divisas y el comercio internacional o bien el flujo de inversión internacional, a veces se suelen caracterizar estas transacciones como disfuncionales o puramente especulativas. Sin embargo, si adoptamos una perspectiva global en vez de internacional, lo que observamos es sencillamente la imbricación de los sistemas bancarios nacionales, prácticamente el surgimiento de un sistema de pagos unificado. La enorme masa de transacciones de divisas resultan completamente análogas a los cambios de liquidez dentro de los sistemas de pagos nacionales, sencillamente reciclan recursos monetarios, sólo que ahora lo hacen sobre una base global. Las fluctuaciones de los tipos de cambio no son el motivo de este reciclaje sino que, por el contrario, suponen un obstáculo: cuando son eliminados, el volumen de flujos monetarios transfronterizos aumenta. (Esto puede verse en el rápido crecimiento de los pagos transfronterizos dentro del sistema TARGET de la UE. Aunque el volumen total y el valor de los pagos interbancarios registrado por el TARGET está estancado, los pagos transfronterizos están

aumentando rápidamente a expensas de los domésticos, a medida que avanza la integración monetaria y bancaria en la zona euro¹³.)

CUADRO 2: *Transacciones diarias en divisas*



Fuente: BIS, editado por HUFFSCHMID.

En realidad, el dinero no cuesta nada. No obstante, hay buenas razones por las cuales debe ser escaso. En una economía de mercado, la asignación de estos símbolos artificiales de la riqueza debe estar sometida a la misma lógica que la de los recursos «reales», de lo contrario la equivalencia entre el dinero y las mercancías sería imposible. En todo país industrializado la creación de dinero está hoy rigurosamente limitada. El lado inverso de esto último es la pasmosa aceleración de las transferencias monetarias, como componente esencial del surgimiento de mercados de capitales globales. Los grandes bancos consiguen créditos a corto plazo de cualquier otro punto del sistema mundial y, del mismo modo, colocan cualquier superávit donde mejor les parece. Por consiguiente, una de las condiciones básicas del funcionamiento bancario –la capacidad de un banco para financiar los desequilibrios de su posición– es determinada por circunstancias no nacionales, sino globales y en condiciones cada vez más homogéneas, lo que no puede dejar de tener repercusiones sobre las estrategias de todo banco comercial inserto en estos circuitos. Como mínimo, todo agente que solicite un préstamo a corto plazo de tal banco debe equiparar las condiciones imperantes en el mercado interbancario (global). Entretanto, el crédito a largo plazo se ve influido por las condiciones a corto plazo, habida cuenta de que en cierta medida ambos se sustituyen uno a otro.

En los sistemas participativos, antes ensalzados, de Alemania y Japón, es preciso recordarlo, la banca de «vinculación» jugaba un papel central. Lo

¹³ Los datos del BCE muestran que los pagos diarios totales a través de TARGET fueron de 1.042 billones de euros en junio de 1999 y 1.035 billones en octubre de 2000; dentro de este total, los pagos transfronterizos, es decir, los nuevos flujos inducidos por la integración, ascendieron de 335 a 429 billones.

dicho aquí no implica en absoluto que los bancos abandonarán inmediatamente sus relaciones de implicación de interés a largo plazo con importantes clientes del sector de las corporaciones, pero sí que tales relaciones están siendo reconsideradas en un contexto totalmente diferente y con criterios totalmente distintos.

Bonos del Estado

Los depósitos en grandes bancos no son colocaciones muy arriesgadas: su transparencia y liquidez permiten la rápida penetración de las relaciones globalizadas en este sector. Lo mismo vale para la deuda emitida por los gobiernos estables de los países ricos. Los bonos están respaldados, tal y como reza la expresión estadounidense, por la «plena confianza y crédito» («*full faith and credit*») del gobierno nacional, y su impago supondría un inmenso desbarajuste de la vida política. Es decir, los problemas de gestión y de información son mínimos. Es evidente que, en lo que respecta al mercado de bonos, la estandarización de los plazos y los precios no siempre exige una enorme cantidad de flujos transfronterizos. A pesar de todo, éste sigue siendo un mercado unificado. Haríamos gala de un tosco empirismo insistiendo en los fenómenos efectivos como un patrón de medida de la globalización; los movimientos virtuales son igualmente importantes –la *posibilidad* de cambiar desde una posición en deuda pública de un gobierno, huyendo hacia la «calidad» de la de otro, considerado más solvente o más respetuoso de las reglas del juego–.

No cabe esperar de los gobiernos el anuncio por todo lo alto de la pérdida de su soberanía. Sin embargo, hay dos razones estrechamente ligadas por las cuales éstos harán bastante para mantener la presencia de su deuda dentro de los mercados globalizados. En primer lugar, la relegación de sus bonos a un rango secundario impondría costes inmensos en concepto de la prima de riesgo que habrían de pagar a sus acreedores. Por decirlo a la inversa: el gobierno italiano afronta unas restricciones presupuestarias muy sosegadas –por la bonita suma del 3-5 por 100 del PIB– una vez que la agenda de Maastricht y la UME han ascendido sus bonos a la categoría internacional. En segundo lugar, los bonos del Estado ocupan una posición clave en los sistemas financieros nacionales. En la medida en que son instrumentos, convencionalmente hablando, libres de riesgo (o acaso, para ser más exactos, de mínimo riesgo) –que sólo dejarían de funcionar una vez que un cataclismo general hubiera puesto en cuestión otros compromisos– actúan como una cota para la emisión de deuda por parte del resto de los agentes de la economía, con arreglo a compensaciones relativamente bien definidas (y globalmente escrutadas) entre riesgo y rendimiento¹⁴. El crédito público sigue siendo la base

¹⁴ A este respecto, cabe resaltar el papel cada vez más globalizado de las agencias de calificación estadounidenses.

del crédito privado. Inclusive los bonos basura no homologados y no clasificados son vendibles sólo con arreglo a una comparación con las formas de deuda más dignas de confianza. Las finanzas de renta variable –aunque en un sentido algo más lato– están ligadas a los rendimientos de los bonos: toda alza espectacular de estos últimos provocará una conmoción en el mercado de renta variable. Por otra parte, incluso un desplome bursátil de primera magnitud podría ser pilotado con vistas a lograr un «aterrijaje suave» si el mercado de bonos logra mantenerse en pie, ya que de este modo se evitaría una interrupción completa del flujo de recursos monetarios hacia los principales prestatarios.

Así, pues, la relegación de la deuda pública de un país de un rango aceptado globalmente al rango de instrumento de alto riesgo amenaza al conjunto de la economía con un desbarajuste financiero. La gente hace lo que tiene que hacer, incluso en los países libres. El proceso de Maastricht hizo explícitamente de la convergencia de los rendimientos de los bonos una condición para la participación en la UME. En la base de este razonamiento encontramos la idea según la cual los rendimientos de los bonos expresan expectativas de inflación –lo cual es completamente cierto, pero las expectativas y el juicio implicados son *externos*, al igual que la sanción–. En efecto, el proceso de convergencia de Maastricht hizo un daño inmenso al empleo y a los modelos sociales europeos, pero si quisiéramos afirmar que las opciones políticas que se adoptaron en este contexto fueron las equivocadas, debemos reconocer asimismo las presiones que soportaban estas opciones.

Si para todo gobierno el rango mundial de sus bonos es una consideración importante, también es cierto que el mercado de bonos globalizado es una espada de Damocles suspendida por encima de las cabezas de los responsables domésticos de la política económica. Si todo desarrollo doméstico –monetario o presupuestario, político o industrial– se lee como una amenaza a la solidez de la estructura financiera del país, los mercados globalizados se valdrán inmediatamente de las sanciones. La degradación de los bonos de un país, la aparición de una importante prima de riesgo con respecto a compromisos de otros Estados, provocará una deflación inmediata de la citada economía a medida que suben los rendimientos de los bonos y con éstos la necesaria tasa de rendimiento de todos los instrumentos crediticios a medio y corto plazo. De este modo, las autoridades monetarias de los Estados capitalistas avanzados no eligen, como en el pasado, entre políticas más o menos expansivas o contractivas. Con frecuencia, intentan *anticiparse* a una deflación de la economía doméstica espontánea y guiada por el mercado mediante la venta masiva a cualquier precio de bonos. Lo que nos introduce al nuevo papel de la banca central.

Bancos centrales independientes

Una pregunta:

Permítanme ahora plantear una idea teñida de mal genio. Cuando uno piensa en profundidad las razones en favor de arrebatar a la «maraña política» las decisiones en política monetaria, se da cuenta de que las razones son igualmente válidas para muchos otros aspectos de la política económica y, a decir verdad, también de la política no económica. Pensemos, por ejemplo, en la política fiscal [...]. Sin embargo, aunque numerosas sociedades democráticas tienen bancos centrales independientes, todas dejan la política fiscal en manos de los políticos electos. ¿Por qué?¹⁵

Y una respuesta:

La independencia de los bancos centrales es la forma institucional de una legitimidad monetaria que supera el marco nacional.¹⁶

Se ha producido una transformación de la política monetaria –a una escala verdaderamente global– durante los últimos diez años. No es éste el lugar para analizar esto en detalle, pero podemos ofrecer, como botón de muestra de un argumento que habrá que desarrollar con mayor profundidad en otra ocasión, una breve caracterización de la situación de las autoridades monetarias nacionales en los países industriales.

Se puede recorrer prácticamente toda la literatura acerca de la independencia del banco central sin encontrar una sola referencia a las relaciones económicas exteriores. Hay muchas comparaciones internacionales –por un lado, los bancos centrales buenos, independientes y creíbles y, por el otro, los bancos centrales débiles, vulnerables políticamente y propensos a la inflación, pero éstos no pasan de ser concursantes en un certamen de belleza, no elementos de un único sistema–. Entonces, ¿por qué observamos una enorme ola de reformas en casi todos los países industriales, siempre en la misma dirección? Por supuesto, hay que contar con la influencia omnipresente de la ideología; los bancos centrales independientes se presentan como un homenaje a economistas tan eminentes como Lucas, Barro y Grossman, Rogoff. Aquí no formularemos objeciones a la lógica de sus informes (aunque, desde luego, son posibles algunas objeciones). Cabe señalar más bien que estos informes son abstractos porque, describiendo la política monetaria como un juego entre políticos, banco central y sector privado, omiten la distinción posiblemente importante entre agentes exteriores y domésticos. Por ejemplo, la preocupación por la inflación: los jugadores domésticos podrían preocuparse por la inflación en cuanto tal: por el alza de los precios al consumo, por ejemplo; los agentes exteriores estarán preocupados con mayor

¹⁵ Alain BLINDER, *Central Banking in Theory and Practice*, Cambridge, MA, 1998, p. 59.

¹⁶ Michel AGLIETTA y Jean CARTELLIER, «Ordre monétaire des économies de marché», en Michel Aglietta y André Orléan, eds., *La Monnaie Souveraine*, París, 1998.

probabilidad por el riesgo de devaluación monetaria. En las descripciones más abstractas acerca de los sistemas de mercado la distinción no importa porque las dos variables –el valor interno y externo de una moneda particular– se mueven en paralelo. En la práctica, las cosas son un poco más complejas. En efecto, los tipos de cambio reflejan los diferenciales de precio, pero no lo hacen tan inmediata o exactamente: en este contexto, el precio de los activos es tan importante como el de los bienes de consumo.

La situación del banco central le coloca entre los mercados globalizados de dinero y de bonos. En lo que respecta al primero, los gobernadores de los bancos centrales todavía pueden controlar únicamente el precio de la cantidad demandada de moneda que emiten, pero lo hacen en un mundo en el que los términos del intercambio monetario y la elasticidad de su oferta son fijados en el mercado de divisas. Las prácticas de esterilización que antaño evitaron que los desequilibrios externos se tradujeran en desequilibrios internos parecen haberse convertido en algo del pasado, al menos para los países pequeños, y posiblemente también para el propio Banco Central Europeo. (La teoría estándar indica que la esterilización se torna menos posible a medida que aumenta el grado de movilidad internacional del capital.) De este modo, el precio del dinero es fijado mediante una negociación en la que se sopesan los tipos de interés a corto plazo y los tipos de cambio, de los que responden los bancos centrales, pero que, en sí misma, está más allá del control de las autoridades.

La globalización del mercado de bonos condiciona toda deliberación del Comité de Política Monetaria del Banco de Inglaterra o del Consejo del BCE. Ya no se trata de establecer un criterio entre una política expansiva o de contracción: como hemos visto, una venta masiva a cualquier precio de bonos del Estado constituye una amenaza permanente de contracción que los bancos centrales *deben* tratar de impedir. Se tiende a considerar cada vez más que una política monetaria eficaz es aquella que no acarrea grandes consecuencias para los rendimientos de los bonos; de este modo, el banco central no influye en el coste del capital como tal, sino en la estructura de plazos de los tipos de interés, intentando acelerar o moderar la marcha de los gastos inmediatos sin poner en peligro el valor de los activos financieros o de los programas de inversión vinculados a éstos. La evaluación de los actos del banco central como si las cosas no fueran de este modo –como si el control integral sobre las condiciones crediticias domésticas todavía fuera posible– no es sino otro ejemplo del anacronismo que puede apreciarse en numerosos debates actuales¹⁷.

¹⁷ La posición del banco central estadounidense es excepcional, si tenemos en cuenta que el dominio global de las finanzas basadas en el dólar reduce el impacto de las constricciones externas que afectan a sus políticas. La constitución y el funcionamiento de la Reserva Federal han quedado relativamente a salvo de las reformas monetarias de las dos últimas décadas; más en concreto, el amplio mandato de la Reserva Federal le permite otorgar un peso considerable a la estabilización del volumen de producción y del empleo en contraste con la supresión de la inflación. De este modo, una política macroeconómica orientada

Efectos en las finanzas de las grandes empresas

Hasta el momento hemos visto tres componentes clave del sistema crediticio en un contexto global. Los bancos retiran y colocan fondos dentro de un sistema de pagos esencialmente globalizado, mientras que los plazos en los que lo hacen son determinados externamente. Sin duda, los bancos centrales tienen alguna influencia en el precio de estos fondos en el día a día, pero esta influencia está sometida a unas fortísimas constricciones y ha de ejercerse de tal forma que no suponga una amenaza para la estabilidad de los rendimientos de los bonos. No sólo se comercia globalmente con bonos, sino que su precio se fija también en el ámbito global y el rendimiento de los bonos determina un punto de referencia clave para todos los instrumentos crediticios que entran en el mercado. Así las cosas, ¿en qué lugar queda la gran empresa?

Hemos señalado al comienzo que las finanzas externas todavía proporcionan sólo una fracción relativamente pequeña de los recursos inversores de las grandes empresas ¿Puede la cola menear al perro? Ello depende de si las finanzas externas no son más que un elemento residual de un proceso esencialmente interno, o bien de que las condiciones en las que sean asequibles han comenzado a definir costes de oportunidad tanto para los prestatarios como para los prestamistas. Una vez que los prestatarios industriales empiezan a considerar el coste externo del capital como el principal escollo para los proyectos de inversión y sus acreedores habituales comienzan a considerar los rendimientos de los mercados de activos organizados como un punto de partida de la tasa de rendimiento, entonces las condiciones y los costes del mercado comenzarán inevitablemente a internalizarse, por más que las finanzas de casa continúen preponderando en sentido cuantitativo. Cada vez más, en la medida en que las finanzas externas son determinadas en el mercado, estas condiciones y costes serán un problema de fuerzas globales¹⁸.

Parece que, en efecto, las finanzas determinadas por el mercado presentan ventajas decisivas sobre los mecanismos basados en la opción voz de los grupos industriales relativamente cerrados. En primer lugar, son capaces de diversificar los riesgos entre una enorme cantidad de compañías y de proyectos de inversión. En segundo lugar, las disciplinas basadas en el mercado pueden reducir los costes de intermediación e información,

al crecimiento puede continuar siendo un componente clave del contrato social estadounidense. La gente ha de vivir y morir en el mercado, pero, de hecho, por lo menos insiste en que el mercado funcione y, por otra parte, el electorado sigue castigando a los gobiernos que aceptan recesiones prolongadas.

¹⁸ Planteando estas misma cuestión en términos más generales: en el mercado global, el volumen de negocio con productos *financieros* (sobre corrientes de renta) predomina hoy sobre el volumen de negocio con productos *reales* (bienes y servicios). Véase Photis LYSANDROU, «Globalization as Commodification», University of North London Business School Discussion Paper, de próxima publicación.

en ningún caso completamente, pero, en total, más eficazmente que los procedimientos aislados de inspección y control utilizados en los modelos de grupos de interés. Así, pues, la globalización de los mercados de renta variable ha tendido a reducir el coste del capital para los prestatarios mediante formas que elevan los rendimientos de los prestamistas¹⁹. Buena parte de las pruebas aducidas en sentido contrario ignoran los costes de la subvención cruzada dentro de los modelos de grupos de interés: naturalmente, las firmas más débiles de un «convoy» japonés tienen acceso a finanzas baratas, pero sólo a expensas de las firmas más fuertes, o del agente bancario de «vinculación». A este respecto, tampoco son concluyentes los datos microeconómicos: una empresa alemana puede estar mejor gestionada, ser más productiva físicamente, estar comprometida en favor de estándares de diseño más altos, etc., que su competidora estadounidense; pero si la empresa en cuanto tal representa una mala gestión de los recursos de capital, entonces todo ello se torna en debilidad en la competencia entre economías nacionales.

El valor para el accionista

Más allá de estas presiones, en la actualidad hay una campaña en los mercados de renta variable que tiende a poner en duda, y en el límite inclusive a eliminar, la idea misma de una distinción entre finanzas externas e internas, gracias a las exigencias de valor para el accionista [*shareholder value*]. Legalmente, los accionistas de una empresa no son sus acreedores, sino sus propietarios. Sin embargo, por la lógica de los mercados financieros la principal sanción que poseen no es un acto propietario sino puramente mercantil: vender; marcharse. Las compañías se preocupan por su cotización: ésta determina el coste que pagan por el capital riesgo. Los directivos de las compañías también pueden temer que una cotización demasiado baja conduzca a su propia destitución. En este contexto, el hecho de que las bolsas no proporcionen montos netos significativos de financiación al sector industrial resulta irrelevante²⁰. El papel de la renta variable no se limita a proporcionar financiación a las compañías, sino a ejercer control sobre la totalidad de las finanzas de las grandes empresas, incluido el uso que se hace de las reservas.

No es necesario que idealicemos aquí el llamado «mercado bajo el control de las grandes empresas» –de hecho, sobran razones para poner en cuestión la supuesta eficacia de su mecanismo darwiniano para la selección natural de las direcciones de empresa. Absorciones y fusiones pue-

¹⁹ René M. STULZ, «Globalization of Equity Markets and the Costs of Capital», NBER Working Paper 7021, marzo de 1999. Stulz encuentra una reducción importante de los costes de capital, pero no tan grande como cabría esperar; es posible que haya infravalorado la eficacia del desplazamiento de los mecanismos basados en la opción voz.

²⁰ Los flujos brutos, que incluyen los fondos extraídos de compañías que cotizan en bolsa, son un problema diferente.

den ser tan pronto expresión de problemas de gestión como su solución, reflejando el oportunismo y la construcción de imperios por parte de las direcciones de empresa ávidas de adquisiciones. El problema es que, por regla general, esto no absuelve a la dirección de la empresa *adquirida* de la sanción de una cotización a la baja²¹. Así, pues, existe una capacidad de los accionistas relativamente poderosos, como es el caso de los administradores de fondos de inversión, para intervenir en el control ejecutivo de la corporación. Más allá de las consecuencias que se desprenden de la emisión en las principales bolsas –procedimientos contables y juntas de accionistas–, los accionistas pueden tratar de imponer sistemas de incentivos a la dirección de la empresa, ligando a sus directivos a la maximización de los beneficios y de la cotización de las acciones mediante participaciones o *stock options*.

Para resumir la agenda del modelo del valor para el accionista, podemos enfocar los problemas desde el punto de vista del propio mercado de capitales, es decir, desde la perspectiva de la reasignación de los recursos de capital. Este mercado constaría, por un lado, de empresas hipercapitalizadas situadas en los sectores de lento crecimiento, tal vez con elevadas corrientes de ingresos pero con posibilidades relativamente limitadas de acumulación. En la medida en que escapan a la presión de los accionistas en tanto que principales, estas «*cahs cows*» [vacas gordas] pueden llegar a adquirir redes complejas de socios de coalición internos, que representan intereses comunes involucrados. Para una compañía semejante, la agenda del modelo del valor para el accionista son algo consabido: las presiones en favor de la reorganización productiva acarrearán la reestructuración, la venta de divisiones periféricas o de comportamiento negativo, el desprendimiento de determinados estratos directivos dotados de garantías, etc. La reorganización financiera incluirá índices de distribución más elevados, compras de las acciones propias y aumento de la dependencia del endeudamiento mediante la emisión de obligaciones para adquirir adecuados activos de garantía. En efecto, los accionistas dicen: «No hay nada que podamos llamar recursos internos, todo es nuestro». Las compañías a las que se ha impuesto este programa proporcionarán rendimientos más elevados a partir de una base de capital social probablemente disminuida. Lo que acarreará riesgos más elevados para los tenedores de títulos, pero los administradores de fondos de hoy en día confían en poder diversificar esos riesgos. Naturalmente, no quieren que las propias compañías emprendan una diversificación de sus activos si ello supone una disminución de su tasa de rendimiento. Por otra parte, los accionistas buscarán empresas de baja capitalización y alto crecimiento. El capital liberado de las *cahs cows* afluirá a un amplio abanico de proyectos originales, innovadores y de alta tecnología. En este caso, la realización de beneficios puede relegarse a un futuro lejano e incierto,

²¹ Stuart ARCHBOLD, «An Examination of Managerial Strategies and Motives in UK Mergers and Acquisitions», British Academy of Management Conference, 2000.

pero las ganancias potenciales son inmediatamente capitalizadas en la cotización de las acciones²².

Hay aspectos de la agenda del modelo del valor para el accionista que son comunes tanto a las empresas en crecimiento como a las establecidas. Las decisiones operativas no son supervisadas; en su lugar, hay una imposición de procedimientos contables y de información regulares (compárese la capitulación de *Metallgesellschaft* ante las exigencias de la NYSE); las estructuras de incentivos son introducidas para eliminar, en principio, todo conflicto de intereses entre accionistas y dirección de empresa²³. La premisa de este tipo de desarrollo es una mayor capacidad (real o percibida) por parte de los propietarios para diversificar los riesgos a través de carteras amplias; un desarrollo íntimamente asociado al peso creciente de los administradores de fondos colectivos entre los accionistas.

Por supuesto, la idea de que este modelo de acumulación nos está conduciendo a un mundo libre de conflictos principal-agente es absurda. Las direcciones de empresa amenazadas por este tipo de colonización se defienden todos los días, por ejemplo, diversificando, tal vez en flagrante contradicción con la lógica del accionista, dentro de la tierra prometida del nuevo paradigma *hi-tech*, anticipándose a la demanda de reestructuraciones o cargándose con tanta deuda que inclusive los compradores más alocados se lo pensarán dos veces antes de lanzar una oferta. Pero muchas de estas maniobras defensivas se limitan a acelerar la reordenación de las relaciones productivas y de los programas de inversión auspiciados por el impulso del valor para el accionista. Ni que decir tiene que a tales desarrollos les es inherente un alto grado de inestabilidad: la prensa está llena de horribles advertencias acerca de un próximo descenso del rendimiento del capital en acciones, un descenso que en sí mismo debe aca-

²² Así pues, no es en absoluto correcto identificar las ventajas de los mecanismos financieros estadounidenses sólo con fases de racionalización y desinversión; éstos presentan una clara superioridad en sectores de crecimiento tales como las biotecnologías, donde la capitalización de las empresas estadounidenses por un valor de 320 billones de dólares es casi diez veces mayor que la de sus competidoras europeas. Véase *Financial Times*, 27 de septiembre de 2000, p. 29.

²³ Las mediciones habituales de los flujos financieros omiten este modelo. De este modo, los datos de Huffschnid citados más arriba indican que las corporaciones alemanas tienen más acceso a los fondos exteriores que sus competidoras estadounidenses. Omito, en primer lugar, hasta qué punto las corporaciones estadounidenses se han configurado con el fin de financiarse mutuamente mediante mecanismos bursátiles tales como las compras de acciones propias y, en segundo lugar, el hecho de que los flujos alemanes y japoneses a menudo representan lo que de hecho constituyen recursos internos –es decir, internos de un agrupamiento industrial-financiero– y no fondos extraídos del mercado de capitales. Tampoco resultan pertinentes en todos los casos las meras comparaciones entre volúmenes de inversión: es importante saber cómo se presentan efectivamente estos recursos inversores. Michel Aglietta presenta datos que indican que la productividad de la inversión de las corporaciones en Estados Unidos (es decir, la capacidad que tienen estas inversiones de elevar la producción) ha aumentado en un 40 por 100 en el periodo 1982-1997. La cifra correspondiente a Alemania es de un 12,7 por 100, a Francia, de un 6,8 por 100 (véase Michel AGLIETTA, «Shareholder Value and Corporate Governance: some tricky questions», *Economy and Society* 29, 1 [febrero de 2000]).

rrrear grandes caídas de las cotizaciones. La mayor parte de las predicciones de estas Casandras debe de ser cierta; pero una parte de la necesaria corrección ya se ha producido e inclusive un gran desplome bursátil podría ser absorbido por el sector de las corporaciones estadounidenses, siempre que otros canales financieros –los bonos, sobre todo– pudieran mantenerse abiertos.

El caso es que el valor para el accionista no es –o no es sólo– una ideología, sino una consecuencia real de la globalización financiera. Representa un nuevo equilibrio de fuerzas entre propietarios y gestores de la empresa que favorece en gran medida a los primeros. Y se ve impulsado no sólo por el mercado transfronterizo, todavía muy limitado, de renta variables, sino también por la transformación global de los mercados de divisas y deuda mediante formas que universalizan estas presiones, inclusive en economías en las que los títulos de renta variable mismo se compran y se venden predominantemente entre agentes domésticos. El efecto visible consiste en el reforzamiento en el sentido más poderoso del consabido impulso hacia disciplinas de mercado más completas e inmediatas en otras áreas, en mercados de trabajo y de productos. La liberalización del comercio o la «flexibilización» del mercado del trabajo por sí mismas tan sólo agudizarían las presiones sobre *algunos* productos del mercado, sobre algunas categorías de trabajadores, etc. Por el contrario, la fuerza de choque del modelo del valor para el accionista tiende a eliminar la noción de sector protegido imponiendo las mismas normas de costes, precio y beneficio que imperan en todas partes.

Medidas de defensa

¿Cuáles son las consecuencias de estos desarrollos para los sistemas basados en la opción voz? Desde el punto de vista de los mercados de capitales competitivos, los sistemas participativos no son una solución al problema de acción operativa sino, por el contrario, el mismo problema con algunos cortinajes. Los gestores de las empresas no sólo han creado una cierta autonomía con respecto a los intereses de los propietarios, sino que esta dirección está insertada en una coalición distributiva en la que una multitud de otros intereses puede hacer valer sus propias prioridades. Para los accionistas orientados al mercado en general (aunque no necesariamente para grupos privilegiados de casa) reina la opacidad. Las relaciones particulares y no habituales gobiernan todas las transacciones. En una confrontación entre los dos tipos de ordenamiento, las consideraciones generales indicarían que los sistemas basados en la opción voz tienen tres posibles líneas de defensa. Todas ellas están desplomándose en el contexto de la revolución financiera en curso.

La primera línea de defensa podría consistir en levantar barreras de regulación o de otro tipo, haciendo difíciles, costosas o incluso imposibles las posibilidades de salida, de tal forma que las estructuras basadas en la

opción voz del «capitalismo renano» o de la socialdemocracia europea clásica supusieran una alternativa impuesta a los mercados libres de capitales. Pero la interdependencia creciente de las economías (en general) y la liberalización financiera (en particular) han venido eliminando estas restricciones durante una generación. Ya en la década de 1960, por citar un ejemplo elocuente, las grandes compañías alemanas se dieron cuenta de que tenían una escapatoria de la disciplina posiblemente fastidiosa de los *housebanks* en tanto que proveedores de crédito: podían simplemente acudir a los mercados de eurodivisas. Las opciones de salida nunca han dejado de multiplicarse en los años siguientes (aunque, por supuesto, con diferentes alcances en función de los distintos agentes). Si los sistemas basados en la opción voz hubieran de preponderar, deberían hacerlo, cada vez más, mediante la competencia afortunada con las formas orientadas al mercado.

Una segunda línea de defensa consistiría en superar en resultados al modelo orientado al mercado, mediante una reducción de los costes de transacción, horizontes de tiempo más prolongados, niveles más bajos de conflicto, etc. La eficacia de los ordenamientos particulares basados en la opción voz podría imponerse a las condiciones generales del mercado. En cierta medida, las cosas siempre son así: ninguna interacción económica será siempre puramente contractual. Pero para la viabilidad de un sistema determinado basado en la opción voz, esta condición de eficacia (a su vez cada vez más difícil de encontrar a medida que las alternativas del mercado se expanden y desarrollan) es necesaria sin ser suficiente. Hay también una condición *distributiva*: la prima de eficacia debe hacer que todo miembro de una coalición mejore. De lo contrario, ese grupo podría desertar y volver al mercado. La historia de las economías de Europa occidental de las dos últimas décadas está llena de tales defecciones en todos los niveles: trabajadores cualificados que optan por contratos individualizados con sus empleadores; la ruptura de los lazos consuetudinarios entre proveedores y compradores; las empresas gigantes que deslocalizan inmensos sistemas productivos o que abandonan sus fuentes habituales de financiación en favor de la cotización en las bolsas internacionales. La presión sobre todos los agentes para que actúen del mismo modo continúa aumentando.

En tercer lugar, como sostiene Hirschman, un sistema basado en la opción voz puede movilizar la fidelidad de sus agentes: una lealtad que rechaza las percepciones puramente individuales del interés. Por supuesto, éste es un recurso inestimable, hasta tal punto que sólo el profundo arraigo de tales voluntades puede dar cuenta de la resistencia que han demostrado hasta el momento muchas estructuras sociales europeas. Pero casi no hace falta resaltar las presiones. «Aquellos que deploran el cinismo de los hombres y mujeres de nuestra época –escribe Pierre Bourdieu– no deberían olvidarse de asociarlo con las condiciones económicas y sociales que lo favorecen o lo solicitan y que lo recompensan»²⁴.

²⁴ Véase Pierre BOURDIEU, *Acts of resistance: Against the New Myths of our Time*, Cambridge, 1998, p. 84.

Nuevos desarrollos

No obstante, la cuestión de la eficacia no supone un criterio neutral a la hora de discriminar entre los dos sistemas. A medida que las disciplinas de los mercados financieros se tornan más intensas, se aplican diferentes métricas a las actuaciones de la compañía. Además, el alcance de tal juicio está en función del enfoque adoptado: es más probable que las empresas individuales fracasen bajo un régimen de valor para el accionista, pero la economía en su conjunto puede producir rendimientos más elevados. El resultado de la competencia entre los dos enfoques puede depender también del tipo de desarrollo económico que está teniendo lugar. Colin Mayer, que antiguamente fue un influyente defensor de las finanzas «de casa», escribe ahora:

Los sistemas de financiación externa pueden [...] estar particularmente bien situados para responder a las oportunidades comerciales creadas por la emergencia de nuevas tecnologías y de nuevos mercados internacionales. Éstos requieren una rápida adaptación que puede verse dificultada por las complejas redes de interrelaciones entre las firmas y otros grupos de interés que existen en sistemas de financiación endógena²⁵.

Por último, hemos de tener en cuenta la enormidad de los recursos financieros que se están desplegando en la actualidad para abrir hendiduras en los sistemas endógenos de Alemania o Japón, lo cual es posible gracias al sistema de pagos mundial (prácticamente) integrado. El ritmo de este cambio varía: rápido en Francia; lento, hasta hace muy poco, en Alemania. Pero se trata de una rueda que sólo gira en un sentido: los modelos accionariales complejos y entrelazados de Alemania Federal están disolviéndose a medida que los grandes bancos universales transforman sus sociedades de participación, de apoyos a las relaciones recíprocas con las compañías industriales en fondos de gestión de activos *à l'américaine*. En toda esfera de las finanzas europeas los agentes están transformando los mercados, los procedimientos y los mecanismos para alinearlos con la práctica estadounidense. Hace sólo unos años, muchas transacciones con derivados contravenían las leyes alemanas contra la especulación; hoy la *Terminbörs* alemana es uno de los principales mercados europeos de derivados. Sea cual sea el balance de los factores en la rivalidad, los sistemas europeos establecidos están perdiendo. La causa estriba en su debi-

²⁵ «Corporate Governance, Competition and Performance», en Simon Deakin y Alan Hughes, eds., *Enterprise and Community: new directions in corporate governance*, Oxford, 1997, p. 171. Véase también Colin MAYER, «The City and Corporate Performance: condemned or exonerated?», *Cambridge Journal of Economics* 21, 2 (1997). En particular, Mayer no logra demostrar que los sistemas de financiación endógena reduzcan el coste del capital: «resulta difícil creer que la integración internacional de las dos últimas décadas no haya alineado puntualmente los costes de capital, al menos para las grandes compañías que pueden obtener fondos en mercados de todo el mundo». Ahora se limita a defender una política permisiva: debería permitirse a las firmas tener una propiedad concentrada y de casa si así lo desean.

lidad financiera: su incapacidad para movilizar y organizar rápida, eficazmente y a gran escala los recursos de capital. Se trata de una debilidad que todavía podría poner en peligro el proyecto mismo de la UME.

¿Modelos de resistencia?

Nuestro argumento hasta aquí ha sido que las finanzas globalizadas, basadas en la desregulación e internacionalización del sistema financiero estadounidense, no son ni un mito ni una tendencia alarmante, sino una realidad. Un artículo reciente de Ronald Dore pone en cuestión el triunfo del capitalismo «anglosajón»; sin embargo, la mayor parte de las pruebas que presenta Dore son enteramente compatibles con la posición expresada más arriba²⁶. La obstinada resistencia de la sociedad japonesa a la agenda del modelo del valor para el accionista demuestra por sí misma las enormes presiones externas ejercidas sobre los modelos heredados de organización económica. Dore, al igual que muchos de aquellos atraídos por las formas de empresa concebidas de acuerdo con el modelo «de grupos de interés», parece considerar las finanzas como una superestructura, sometida, en última instancia, a la determinación por la «base» del sistema industrial japonés. Sin embargo, su propio informe acerca del prolongado estancamiento japonés a lo largo de la década de 1990 muestra hasta qué punto han resultado poderosos los factores financieros. La crisis bancaria, considerada como una de las principales causas de retraso, estaba «más o menos» resuelta para 1996. Desde aquella fecha, se ha reconocido que las presiones sobre las finanzas públicas han jugado un papel negativo. De este modo, el endeudamiento, privado y público, ha introducido el desorden en la recuperación de la industria japonesa durante toda una década, y esto en el país que figura como primer acreedor mundial, inundado de activos inmovilizados²⁷.

Toda vez que Dore minimiza el impacto de las fuerzas financieras, puede exagerar, por la misma razón, el de las ideologías. En otro lugar, trae a colación una conversación con un directivo japonés que pensaba que «una

²⁶ «Will Global Capitalism be Anglo-Saxon Capitalism?», NLR 6 (noviembre-diciembre 2000). Véase también su *Stock Market Capitalism: Welfare Capitalism. Japan and Germany versus the Anglo-Saxons*, Londres, 2000.

²⁷ En parecidos términos, Taggart Murphy («La crisis económica japonesa», NLR 2 [mayo-junio de 2000]) proporciona un ilustrativo análisis acerca de las concienzudas negociaciones que lentamente están desenmarañando la red de insolvencias y de deudas de dudoso cobro en el sistema bancario japonés; pero Murphy escribe como si este proceso careciera de importancia, como si se tratara de un fenómeno secundario. Compárese, por citar un célebre contraejemplo, con el rescate del LTCM [Long Term Capital Management, en 1998 (N. del T.)], cuya insolvencia aparece ante los ojos de muchos como un desencadenante de la inestabilidad e, inclusive, de la irracionalidad del comercio de derivados financieros. Su recapitalización (para ser exactos, un «rescate interno» [*bail-in*] antes que un rescate externo [*bail-out*], habida cuenta de que los recursos provinieron de sus propios acreedores y no de la Reserva Federal) se completó en unos días. Para una versión más desarrollada de este punto, véase Photis LYSANDROU, «Globalization and the Euro: lessons and policy implications of the Asian crisis», University of North London School Discussion Paper 28, octubre de 2000.

compañía global debe tener una propiedad global», como si ello significara una capitulación ante las panaceas en dirección de empresas más en boga en este momento²⁸. Pero la insolvencia bancaria, un mercado de valores estrecho y falta de liquidez, la opacidad de los grupos industriales entrelazados donde uno no puede estar seguro de quién posee o debe esto o aquello, se han tornado en constricciones bastante palpables sobre la reorientación de la producción japonesa, de tal forma que el punto de vista de los directivos –una decisión más para salir– puede tener más lógica de la que aceptada por Dore. En lo que respecta al modelo de involucración de intereses alemán, el juicio pesimista de Dore apenas difiere del parecer que hemos presentado aquí. Durante décadas, las grandes compañías y bancos han erigido enormes participaciones cruzadas en sus respectivos capitales sociales, manteniendo densas redes de reciprocidad y cooperación, tanto financiera como industrial. Un componente clave de la reforma fiscal del pasado verano fue la retirada de las barreras fiscales que impedían la disolución de esta estructura. Eliminando sencillamente el impuesto sobre las ganancias de capital derivadas de la venta de estos valores en cartera, pueden ser transferidos fácilmente a instituciones de gestión de fondos (que suelen ser los banqueros de «vinculación» de ayer) que a partir de entonces los gestionan no como sostenes de los sistemas de financiación endógena, sino como otros tantos productos de sus carteras. La consecuencia, aceptada tanto por los prestatarios como por los prestamistas en Alemania, aunque todavía no por el Parlamento europeo, consiste en poner en juego un trillón de dólares en activos de las corporaciones²⁹. Hace sólo unos años se daba por descontado que no se podía comprar una compañía alemana. Pero eso era entonces.

Un crash no cambiará las cosas

Son numerosos los comentaristas que afirman que el sistema financiero basado en el dólar se encamina hacia un desplome. Disponen de argumentos contundentes a su favor. Incluso desde las presunciones más optimistas de la economía del «nuevo paradigma», resulta difícil prever una ola de beneficios que pueda justificar los precios actuales de la renta

²⁸ Ronald DORE, «Asian Crisis and the Future of the Japanese Model», *Cambridge Journal of Economics* 22, 6 (noviembre de 1998).

²⁹ Peter Gowan ha indicado que esta transformación de las finanzas alemanas fue un *quid pro quo* por la participación de las compañías alemanas en la economía estadounidense (comunicación personal). Lo que sin duda es correcto, pero el deseo de atraer a Alemania inversión extranjera directa estadounidense constituyó también un motivo importante. En términos más generales, la insistencia de Gowan en la fuerza política utilizada para extender lo que él denomina el «sistema Wall Street-dólar» por todo el globo puede aceptarse sin dejar de lado el hecho de que la estructura económica resultante tiene una lógica de desarrollo intrínseca o creyendo que los cambios económicos que acarrea son reversibles. Véase Peter GOWAN, *The Global Gamble: Washington's Faustian Bid for World Dominance*, Londres 1999 [ed. cast.: *La apuesta por la globalización*, Madrid, Akal, colección «Cuestiones de antagonismo», 2000].

variable, si es que las acciones han de mantener algo parecido a sus rendimientos históricos. Si, por otra parte, hay que contar con que estos rendimientos serán más bajos en el futuro –lo que en sí mismo es una consecuencia de la revolución financiera– entonces los precios ya son demasiado altos³⁰. Lo cierto es que esta preocupación es compartida por los guardianes mismos del sistema financiero del dólar, incluido Greenspan. Hay otros grandes desequilibrios que caracterizan la situación presente: el enorme déficit comercial de Estados Unidos y la correspondiente contracción del ahorro, donde los consumidores estadounidenses confían profundamente en la revalorización del mercado de posesiones para mantener su riqueza. Ya tuvimos una amarga experiencia de la inestabilidad del crecimiento basado en activos con el resultado del *boom* inmobiliario mundial de 1987-1990.

El autor de estas líneas comparte la *Schadenfreude* [alegría ante los males ajenos] que acompaña a todo desbarajuste del mecanismo financiero dominante basado en el dólar, pero ya pasó el tiempo en el que cabía colegir una inversión real de las tendencias presentes a partir de desarrollos coyunturales. Tal y como demuestra un examen del patrón de desarrollo cíclico de los últimos treinta años, las finanzas globalizadas no se ven impulsadas por una fase particular, sino por el propio mecanismo cíclico (véase Cuadro 3). Las crisis, amortiguadas y absorbidas en la descomunal economía dolarizada esencialmente mediante ajustes de los instrumentos de política macroeconómica de Estados Unidos, han provocado imponentes cambios de régimen en Europa occidental³¹. Por supuesto, en este caso uno de los factores clave ha sido la falta de unidad entre los Estados europeos, es decir, su incapacidad de definir una respuesta común. Pero, a este respecto, ¿son en realidad las cosas tan diferentes hoy?

Una desaceleración en Estados Unidos implicaría la inmediata desvalorización de los activos estadounidenses en otros países: un giro en redondo de la balanza por cuenta corriente estadounidense y un deterioro de la competitividad europea/japonesa; la presión sobre Europa para que crezca con los medios más inadecuados –grandes recortes fiscales, el sacrificio de la estabilidad financiera–; y, en la medida en que el mercado de bonos estadounidense se viera implicado, una presión igual sobre los tipos de interés a largo plazo en Europa.

³⁰ Para un intento de calibrar la sobrevaloración de los títulos estadounidenses, véase Sushil WADHWANI, «The US Stock Market and the Global Economic Crisis», *National Institute Economic Review* 167 (enero 1999), pp. 86-105. También, Robert SHILLER, *Irrational Exuberance*, Princeton, 2000 (reseña de Andrew Glyn en NLR 5 [septiembre-octubre de 2000]).

³¹ Robert BRENNER («La expansión económica y la burbuja bursátil», NLR 6 [enero-febrero de 2000]) pudiera subestimar la capacidad de Estados Unidos de manejar un *crash* bursátil con su amenaza de «aterrizaje forzoso». Brenner tiene en cuenta las constricciones sobre la política monetaria, pero no habla de la vigorosa expansión presupuestaria con la que sin duda habrá de tropezarse todo descenso importante. Las finanzas públicas estadounidenses son lo bastante saludables como para permitir esa respuesta, que intervendría para limitar la depreciación del dólar.

CUADRO 3: *Algunas crisis*

	Crisis	Respuesta estadounidense	Consecuencias
1971-1973	Balance de pagos estadounidense	Devaluación del dólar, ruptura de Bretton Woods	La política monetaria pasa a ser un instrumento macroeconómico clave en los países europeos
1979-1982	Inflación estadounidense	<i>Shock</i> de Volcker: aumento drástico de los tipos de interés estadounidenses	Aumento enorme y persistente del paro en los países europeos: crisis fiscal del Estado de bienestar
1987-1990	<i>Crash</i> bursátil estadounidense,	Vuelta a la expansión monetaria en EE.UU. en un clima de liberalización de capitales	<i>Boom</i> y quiebra inmobiliaria mundial; tensiones en el SME; fin del pleno empleo en Suecia

Puede leerse la debilidad y el *status* de subordinación del proyecto de la UME en las declaraciones cada vez más alarmadas y carentes de unidad de la dirección del BCE. Parecen cada vez más incapaces de organizar la clásica respuesta estadounidense ante tales dificultades: «desatención benigna». Aquí aparecen serios peligros. Concretamente, para defender el euro o el precio de los eurobonos, las condiciones monetarias podrían volverse más severas, y esto en un contexto en el que continúa o incluso se acelera la marcha forzada de los gobiernos de los Estados miembros en pos del equilibrio presupuestario. Así pues, se da aquí la posibilidad de un círculo vicioso, en el que el estancamiento y la débil rentabilidad socaven ulteriormente la fortaleza y la organización de las finanzas europeas, exponiendo a todos los sistemas europeos a una presión externa constante. Los mecanismos institucionales que podrían bloquear un proceso semejante son débiles: la concertación de las políticas presupuestarias nacionales –en la medida en que existe– permanece centrada en los objetivos del Pacto de Estabilidad, mientras que no existe una política presupuestaria de importancia macroeconómica de conjunto en el ámbito de la Unión. La verdad es que Europa no está generando suficientes activos, ya sean «reales» o «financieros». La honda preocupación por *les grandes équilibres* ha detenido el desarrollo durante veinte años (en relación con una economía estadounidense perpetuamente desequilibrada). Lo que se precisa, en los terrenos tanto económico como social, es un relanzamiento del desarrollo económico, sostenido por un enorme mecanismo financiero; pero un mecanismo que funcione con criterios diferentes de los que rigen en las finanzas globalizadas estadounidenses.