

ESTRUCTURAS FINANCIERAS Y POLÍTICA ECONÓMICA IGUALITARIA

I. INTRODUCCIÓN

En diferentes encarnaciones, el igualitarismo ha sido una preocupación fundamental de la política económica durante la mayor parte del siglo xx¹. El impulso igualitario –y su corolario, la oposición a las enormes desigualdades provocadas por el capitalismo de libre mercado– estuvo representado por el socialismo de corte soviético y el keynesianismo socialdemócrata, desarrollados, principalmente, en el cuarto de siglo posterior a la Segunda Guerra Mundial. Ambos modelos consiguieron grandes éxitos en diferentes países, especialmente durante la década de 1960. Los países con economías de tipo soviético alcanzaron elevadas tasas de crecimiento, y la mayoría de las personas que vivían en ellos disfrutaron de un aumento del nivel de vida, incluidos la renta, el trabajo, la salud y la seguridad de la vivienda. El enfoque socialdemócrata/keynesiano también consiguió reducir la desigualdad y aumentar la seguridad, además de contribuir a amortiguar los ciclos económicos capitalistas².

Sin embargo, ambos modelos contenían también algunas contradicciones básicas. Entre las más evidentes estaban las bases políticas dictatoriales del modelo soviético y la incapacidad respectiva para cambiar de una fase

¹ Deseo dar las gracias a las siguientes personas por sus estimulantes comentarios sobre este trabajo: Philip Arestis, Dean Baker, Fred Block, Bob Brenner, Jerry Epstein, Andrew Glyn, Ilene Grabel, John Grahl, Marty Hart-Landsberg, Michael Howard, Makoto Itoh, John King, los participantes en los seminarios celebrados en las universidades de Vermont, Cambridge y California-Riverside, y los participantes en el congreso celebrado en septiembre de 1994 con el título «Demand Rehabilitation: Finance, Trade and Technology», patrocinado por Pantheon Sorbonne Paris i y SOAS, Universidad de Londres. También estoy agradecido a mis alumnos de doctorado de la UC-Riverside por introducirse conmigo en este tema. En *International Papers in Political Economy* se publica una versión reducida.

² Algunas pruebas generales de estos indicadores se resumen en Robert POLLIN y Alexander COCKBURN, «Capitalism and its Spectres: The World the Free Market and the Left», *The Nation*, 21 de febrero de 1991, pp. 224-236.

inicial de industrialización a gran escala a otra basada en las innovaciones de los procesos de producción y del diseño de los productos. Por su parte, el modelo keynesiano ha sido incapaz de invertir las tendencias al descenso del crecimiento y al aumento del desempleo masivo en las economías avanzadas. El modelo soviético se ha hundido por completo bajo el peso de dichas contradicciones y el keynesianismo socialdemócrata se ha ido eclipsando desde la década de 1970³. Ninguno de esos modelos ofrece en la actualidad una base viable para un proyecto igualitario renovado.

Los movimientos políticos progresistas se han visto debilitados por la ausencia de programas económicos igualitarios coherentes. Ante esta ausencia, los movimientos progresistas son incapaces de especificar un programa político de base amplia. Dicha laguna es especialmente perjudicial, dado que el apoyo a la izquierda ha comenzado de nuevo a crecer, una vez que todas las consecuencias del reaganismo, del thatcherismo, de los programas de ajuste estructural del FMI y del Banco Mundial, y de la terapia de choque de libre mercado en Europa oriental ya han quedado claras.

Este artículo propone un nuevo enfoque de la política económica igualitaria. Trata de los métodos para producir aumentos drásticos de control democrático sobre los mercados financieros y sobre la asignación de crédito, sin sacrificar las fuentes básicas de microeficacia, macrocoordinación y estabilidad necesarias para una estrategia económica viable. El hecho de que aquí nos centremos en cuestiones financieras no significa que sea menos necesario establecer medidas políticas comparables en otras esferas económicas, en especial el mercado de trabajo y las instituciones respectivas. No obstante, la premisa de este artículo es que las políticas centradas en las instituciones y en las actividades financieras deben ser un elemento básico de cualquier proyecto político igualitario renovado.

Varias son las razones de esto. Para empezar, está claro desde hace tiempo que incluso los gobiernos más ligeramente progresistas se enfrentan a una formidable oposición contra sus programas, ejercida por poderosos intereses dentro de los mercados financieros. Algunos ejemplos bien conocidos de este fenómeno recurrente incluyen los gobiernos laboristas británicos en las décadas de 1930, 1960 y 1970, el gobierno de Mitterrand en Francia en la de 1980, y, más recientemente, la presidencia de Clinton en Estados Unidos⁴.

³ Se pueden encontrar diversas perspectivas sobre la situación de la socialdemocracia de Europa occidental en Perry ANDERSON y Patrick CAMILLER, eds., *Mapping the West European Left*, Londres, Verso, 1994, y en Andrew GLYN, «Social Democracy and Full Employment», NLR 211, pp. 33-55.

⁴ La claudicación del gobierno de Clinton ante las presiones de los mercados financieros se recoge en detalle en Bob Woodward, *The Agenda*, Nueva York, 1994. Woodward señala que tanto Clinton como los miembros relativamente progresistas de su gobierno se vieron verdaderamente aturdidos por la capacidad de los mercados financieros de anular su mandato electoral. Clinton, por ejemplo, declara en un momento determinado, «¿Quieren ustedes decirme que el éxito del programa y mi reelección depende de la Reserva Federal y de una panda de cabrones que negocian con bonos?» (p. 84). Más tarde concluye: «Aquí estamos, ayudando al mercado de bonos y perjudicando a quienes nos votaron» (p. 91).

Los gobiernos del tercer mundo se enfrentan regularmente a presiones todavía más fuertes, especialmente desde la década de 1980, porque el FMI y el Banco Mundial han impuesto programas de ajuste estructural deflacionario de acuerdo con condiciones establecidas por la comunidad financiera internacional.

Pero incluso suponiendo que dichas fuerzas políticas se pudiesen neutralizar, la tendencia de los mercados financieros a la especulación y a la inestabilidad también ha debilitado la capacidad de los gobiernos para aplicar con éxito políticas macroeconómicas igualitarias. Los principales instrumentos para llevar a cabo una política macroeconómica –gasto deficitario e intervenciones monetarias del banco central– son mecanismos financieros y, por lo tanto, su capacidad para operar con eficacia depende de que las iniciativas políticas se puedan transmitir bien a través del sistema financiero. La inestabilidad del mercado financiero ha aumentado sustancialmente desde comienzos de la década de 1970, en relación con la primera fase del período de posguerra, incluidos acontecimientos que marcan época como la caída del sistema de Bretton Woods a comienzos de la década de 1970, la crisis de la deuda latinoamericana a comienzos de la de 1980, y la oleada de fusiones y absorciones en Estados Unidos y el Reino Unido a finales de dicha década. Este aumento de la inestabilidad financiera ha debilitado el mecanismo de transmisión desde los instrumentos a los objetivos políticos.

Dadas estas consideraciones, se deduce que los movimientos igualitarios tendrán que enfrentarse a presiones del mercado financiero mediante medidas programáticas explícitas. Sin embargo, en contraste con las cuestiones del mercado laboral, en su mayor parte, la izquierda ni siquiera ha considerado seriamente el tipo de política que podría ser eficaz para tratar de solucionar los problemas políticos y estructurales derivados de los mercados financieros. Hay también razones más positivas para que los igualitarios presten atención a políticas centradas en el sistema financiero. La financiación es el conducto para todas las actividades económicas en las economías de mercado. Debido a que nada se produce a no ser que sea financiado, ejercer control sobre el sistema financiero es una forma eficaz de influir en la mayor gama posible de actividades con un conjunto de herramientas políticas relativamente modestas y sencillas.

Además, muchos investigadores han observado ya que hay considerables diferencias en los sistemas financieros que operan dentro de las diversas economías capitalistas. Lo que ha emergido de esta investigación es que algunos sistemas financieros –en especial los que a menudo se denominan sistemas «basados en la estructura bancaria»– han tenido más éxito que otros –los sistemas «basados en el mercado de capitales»– para promover el crecimiento y la estabilidad financiera a largo plazo. Los cimientos del éxito de los sistemas basados en la estructura bancaria es que descansan en mecanismos ajenos al mercado para organizar las instituciones financieras. Estos mecanismos ajenos al mercado siguen funcionando,

además, a pesar de la oleada de globalización y liberalización de los mercados financieros que ha ido ganando velocidad al menos desde la caída del Bretton Woods. Aunque estos sistemas basados en la estructura bancaria no se han establecido para avanzar en los objetivos igualitarios, el principal argumento del artículo es que se pueden adaptar con éxito a tal efecto, una vez comprendidos y reorientados adecuadamente sus mecanismos básicos de funcionamiento.

Tras esta introducción, el artículo se organiza en tres apartados principales. El apartado segundo hace un repaso de la bibliografía sobre los sistemas financieros basados en la estructura bancaria y aquellos basados en los mercados de capital. En general, esta bibliografía considera que los sistemas basados en la estructura bancaria, como los de Japón, Francia, Alemania y Corea del Sur, han tenido más éxito que los sistemas basados en el mercado de capitales, como el estadounidense y el británico, a la hora de resolver problemas de incentivos, coordinación e información en las economías capitalistas, y de hecho en todos los sistemas económicos complejos. Debido a esto, los sistemas basados en la estructura bancaria están mejor equipados para promover horizontes temporales a más largo plazo y un entorno financiero estable. Sus estructuras crean también condiciones más favorables para las intervenciones políticas de los gobiernos activos, incluidas las tradicionales políticas macroeconómicas y las políticas de asignación pública del crédito. Al mismo tiempo, los sistemas basados en la estructura bancaria funcionan generalmente mediante burocracias públicas y privadas muy poco democráticas, lo que claramente se opone a cualquier proyecto de política igualitaria. El reto, por lo tanto, es definir diseños políticos que puedan combinar los aspectos que promueven la eficacia de los sistemas basados en la estructura bancaria con un grado de participación democrática en el sistema financiero que todavía no se ha probado en los modelos existentes.

El apartado tercero asume este reto. El ángulo desde el que enfoca esta cuestión es reexaminar los diferentes sistemas financieros según el marco analítico de opción salida/opción voz desarrollado por Hirschman⁵. En este marco, la salida es la retirada de una relación con una persona u organización cuando uno deja de estar satisfecho con esa relación. La opción voz significa expresar directamente la propia insatisfacción a la persona u organización pertinente. En las sociedades capitalistas, el ejercicio de la opción salida está generalizada dentro de las relaciones de mercado, mientras que las esferas políticas y burocráticas están dominadas por el ejercicio de la opción voz. Dentro de este marco, se puede ver que la distinción fundamental entre los sistemas financieros no es si están basados en la estructura bancaria o en los mercados de capitales, sino si están dominados por los mecanismos de salida o de voz. Los sistemas

⁵ Albert O. HIRSCHMAN, *Exit, Voice and Loyalty: Responses to Decline in Firms, Organizations, and States*, Cambridge, Massachusetts, 1970.

basados en la estructura bancaria están principalmente dominados por la opción voz y, por lo tanto, proporcionan canales más eficaces para las intervenciones políticas en los mercados financieros que los sistemas de mercados de capitales dominados por la opción salida salida. Trabajando desde esta perspectiva, puede reconsiderarse el principal interés para formular las políticas igualitarias: la cuestión no son las instituciones bancarias o de mercados de capital específicas que prevalecen en un sistema financiero, sino más bien cómo se pueden reestructurar todos los sistemas para proporcionar una base efectiva para el ejercicio democrático del mecanismo de voz.

Plantear la cuestión de esta forma, por lo tanto, nos permite considerar diversos medios para crear mecanismos de «voz democrática» que conserven también los aspectos de eficacia y de promoción de la estabilidad de las actuales estructuras financieras basadas en la banca, es decir, los sistemas de «voz elitista». Basándome principalmente en la reciente bibliografía sobre la economía de Estados Unidos, considero las propuestas existentes en las áreas de gobierno corporativo, reinversión en la comunidad, gestión de los fondos de pensiones y política del banco central. Sin embargo, también hago hincapié en que dichas políticas de crédito democráticas pueden ser eficaces en diversos marcos institucionales y entornos políticos. De hecho, la adaptabilidad de este planteamiento político es uno de sus principales puntos fuertes. Por ejemplo, aunque dichas propuestas han funcionado con éxito a escala limitada dentro de la economía estadounidense contemporánea, su eficacia aumentaría probablemente dentro de una economía, como la francesa, en la que una gran proporción de las principales instituciones financieras son de propiedad pública.

En la sección cuarta, planteo una cuestión más general: ¿pueden conservarse los rasgos de promoción de la eficacia y de la estabilidad de un modelo dominado por la opción voz, una vez que pasamos de un sistema de voz elitista a un sistema de voz democrática? Enfoco la cuestión a través del nuevo modelo de socialismo de mercado «centrado en la estructura bancaria» desarrollado por Bardhan y Roemer⁶. Trabajar a partir de su análisis nos proporciona un puente para enlazar con la bibliografía sobre el socialismo de mercado y así explorar las cuestiones básicas sobre la eficacia de un modelo de voz democrático.

La breve conclusión reúne todos los argumentos a favor de dichas políticas financieras basadas en la opción de voz democrática como base para renovar las políticas económicas igualitarias. Además, esta sección señala que la globalización y la liberalización de los mercados financieros plantean nuevos retos para la viabilidad de cualquier sistema finan-

⁶ Pranab BARDHAN y John ROEMER, «Market Socialism: A Case for Rejuvenation», *Journal of Economic Perspectives* 6 (1992), pp. 101-116.

ciero basado en la estructura bancaria o dominado por la opción voz. Al mismo tiempo, las experiencias realizadas hasta el momento sugieren formas en las que se pueden retener las características esenciales de un sistema de voz sin tener que resistirse a todos los aspectos de la globalización.

II. SISTEMAS FINANCIEROS CAPITALISTAS ALTERNATIVOS

1. *Sistemas basados en las estructura bancaria y sistemas basados en el mercado de capitales*

Comenzando con el clásico ensayo de Gershenkron, hay un corpus de análisis económico pequeño pero ahora en rápido crecimiento que da importancia a las diferencias en los sistemas financieros de los países capitalistas⁷. Gershenkron, en particular, contrastó el desarrollo financiero del Reino Unido y Alemania. Sostuvo que, debido a que la industrialización británica fue precoz y gradual, las empresas se financiaron principalmente mediante la reinversión de los beneficios retenidos. Todavía no se habían formado grandes bolsas de ahorro intermediado, por lo que no era práctico que las empresas confiaran en las fuentes externas para la financiación a largo plazo. Como resultado, en la tradición británica, las empresas no financieras no desarrollaron vínculos estrechos con las instituciones financieras. Cuando más adelante comenzaron a surgir, las grandes instituciones financieras fueron entidades independientes, sin un especial vínculo con las empresas. La relación distante entre los sectores no financiero y financiero del Reino Unido estableció la base para el fuertemente desarrollado e independiente mercado de capitales del país⁸.

Gershenkron contrasta este patrón con el de Alemania. La industrialización comenzó más tarde en este país, y por ello las empresas se enfrentaron al problema de apropiarse rápidamente de las tecnologías del capital y los sistemas de producción, por ejemplo, los del acero, que los británicos ya habían desarrollado. Las empresas eran incapaces de financiar por sí solas estos procesos y, como resultado, se crearon grandes bancos universales que les proporcionaron financiación a largo plazo así como dirección ejecutiva. Los bancos universales fueron también capaces de coordinar los planes de inversión para los grupos de empresas con los que estaban asociados. Dentro de esta vía de desarrollo, las posibilidades

⁷ Alexander GERSHENKRON, *Economic Backwardness in Historical Perspective*, Cambridge, Massachusetts, 1962.

⁸ Tom Nairn retrotrae aún más la razón de los débiles vínculos entre la industria y el sector bancario en el Reino Unido, hasta la época de la revolución inglesa, durante la cual las antiguas clases terratenientes y el capital financiero se unieron para evitar que la burguesía industrial controlase el Estado. NAIRN, «The Decline of the British State», NLR 101-102 (febrero-abril de 1977), pp. 3-61.

de que se formase un mercado de capitales independiente eran inferiores a las del Reino Unido⁹.

Como señala Jacobs, el análisis de Gershenkron no intenta explicar por qué se mantuvieron las diferencias entre los sistemas alemán y británico mucho después de que Alemania adquiriese un nivel de desarrollo comparable al del Reino Unido¹⁰. Y tampoco aprueba el juicio sobre los méritos relativos de ambos sistemas como base para el desarrollo futuro. No obstante, aproximadamente en la última década, ha aparecido gran cantidad de bibliografía sobre estas cuestiones¹¹. Esta bibliografía ha examinado un conjunto más amplio de países que los considerados por Gershenkron, incluidos Estados Unidos, Japón y Francia en el grupo principal, así como otros, dependiendo de las cuestiones particulares planteadas por cada estudio.

⁹ El análisis histórico que Gershenkron hace de la experiencia alemana coincide con las observaciones contemporáneas de Rudolph HILFERDING, *Finance Capital: A Study of the Latest Phase of Capitalist Development*, Londres, 1981 (1891). Sin embargo, el enfoque analítico de Hilferding estaba equivocado, al considerar el modelo de banca universal alemán la fase evolutiva más avanzada y esencialmente inevitable de las economías capitalistas. Esta perspectiva subestimaba la permanencia del modelo de mercado de capitales británico, así como la evolución de las propias empresas bancarias. Laurence Harris nos proporciona un buen estudio sobre estas cuestiones. Véase «Alternative Perspectives on the Financial System», en L. Harris, J. Coakley, M. Croasdale, y T. Evans, eds., *New Perspectives on the Financial System*, Nueva York, 1988, pp. 7-38.

¹⁰ Michael P. Jacobs, «National Financial Systems, Aggregate Investment, and the Cost of Capital», manuscrito, Departamento de Economía, New School for Social Research, 1994. Éste es un argumento comparable al que Ben Fine y Laurence Harris presentan respecto a la tesis de Nairn sobre el sistema británico, es decir, que Nairn no explica adecuadamente por qué se mantuvo el sistema británico en diferentes coyunturas históricas en las que se dieron oportunidades políticas para reestructurarlo. *The Peculiarities of the British Economy*, Londres, 1985.

¹¹ Algunos de los principales estudios de esta bibliografía son: John ZYSMAN, *Government, Markets and Growth: Financial Systems and the Politics of Industrial Change*, Ithaca, 1983; Tad M. RYBCEZINSKI, «Industrial Finance Systems in Europe, US and Japan», *Journal of Economic Behavior and Organization* 5, 3-4 (1984), pp. 275-286; Andrew COX, «The State, Finance and Industry Relationship in Comparative Perspective», en A. Cox, ed., *The State, Finance and Industry*, Sussex, 1986, pp. 1-59; Colin MAYER, por ejemplo, «New Issues in Corporate Finance», *European Economic Review* 32 (1988), pp. 1167-1189; Eric BERGLOF, «Capital Structure as a Mechanism of Control: A Comparison of Financial Systems», en M. Aoki, B. Gustafsson y O. E. Williamson, eds., *The Firms as a Nexus of Treaties*, Londres, 1989, pp. 237-262; y Michael PORTER, por ejemplo, *The Competitive Advantage of Nations*, Nueva York, 1992. El libro de Will HUTTON, *The State We're In*, Londres, 1995, es un excelente análisis periodístico sobre estas cuestiones, especialmente en lo relacionado con la economía británica contemporánea. Estudios recientes que examinan estas cuestiones desde las perspectivas de la economía política, y de los cuales me he beneficiado en gran medida, son Don GOLDSTEIN, «Financial Structure and Corporate Behavior in Japan and the US: Insulation vs. Integration with Speculative Pressures», manuscrito, Departamento de Economía, Allegheny College, 1995; Ilene GRABEL, «Saving and the Financing of Productive Investment: The Importance of National Financial Complexes», en R. Pollin, ed., *The Macroeconomics of Finance, Saving and Investment*, Ann Arbor, 1996; y Michael P. JACOBS, «National Financial Systems, Aggregate Investment, and the Cost of Capital» y «A Cluster Analysis of Twelve Countries' Financial Systems», Ensayo I, tesis doctoral, New School for Social Research, 1994.

Esta bibliografía reciente ha seguido encontrando útiles las distinciones fundamentales establecidas por Gershenkron, entre lo que denominamos sistemas financieros basados en la estructura bancaria y sistemas financieros basados en el mercado de capitales. En general, estos últimos se caracterizan por unos mercados de capitales muy desarrollados, con una propiedad muy dispersa de las acciones y de los instrumentos de deuda, y una implicación relativamente baja de los grandes bancos tanto en la asignación de fondos como en la propiedad de los activos financieros. Los sistemas basados en las estructuras bancarias, por el contrario, se caracterizan por un pequeño número de bancos universales activamente implicados en la financiación a largo plazo de la actividad inversora en las empresas no financieras. Los bancos son la principal fuente de obtención de fondos a largo plazo y conservan la propiedad a largo plazo de sus instrumentos de deuda. En estas economías hay un mercado secundario de activos financieros relativamente reducido.

Aparte de esto, la fundamental contribución de Zysman añadió una tercera dimensión a la distinción entre estos sistemas: la naturaleza de la participación del gobierno en ellos¹². Zysman descubrió importantes diferencias en el papel del gobierno en Japón, Francia, Alemania, el Reino Unido y Estados Unidos, los cinco países que ha estudiado. En especial, llegó a la conclusión de que el gobierno desempeñaba un papel más limitado en los sistemas de Estados Unidos y del Reino Unido, basados en el mercado de capitales. En contraste, Francia y Japón eran sistemas basados en la estructura bancaria en los que el gobierno participa activamente en la distribución de crédito a las empresas privadas, mediante los controles de precio y cantidad. Zysman sostiene que la distinción de Alemania como sistema basado en la estructura bancaria es que el gobierno no desempeña un papel activo en la administración de precios y cantidades.

Para proceder al contraste entre estos sistemas efectuado a continuación, comenzamos describiendo los rasgos institucionales específicos –es decir, lo que los distingue como sistemas basados en el mercado de capitales o en la estructura bancaria– pero avanzamos hacia el objetivo de efectuar generalizaciones más amplias sobre ambos tipos de sistemas. Describo también, por lo tanto, las diferencias entre los sistemas teniendo en cuenta si son «fluidos» (los mercados de capitales) o «vinculados» (los basados en la estructura bancaria), y a continuación, de manera más extensa, considerando si son sistemas dominados por la opción «salida» o por la opción «voz». Al mismo tiempo, al generalizar de esta forma acerca de la naturaleza de estos sistemas, no pretendo dar la impresión de que las operaciones financieras reales en los diversos países se han congelado a lo largo del período considerado. En diversos momentos, principalmente en la conclusión, analizo algunas de las formas de las que han evolucionado.

¹² John ZYSMAN, *Government, Markets and Growth: Financial Systems and the Politics of Industrial Change*, Ithaca, Nueva York, 1983.

do recientemente estos sistemas. Y tampoco sugiero que las diferencias en los sistemas financieros puedan en sí mismas explicar las diferencias generales en los resultados económicos. Los «milagros» de crecimiento japoneses y surcoreanos, por ejemplo, dependieron crucialmente, entre otras cosas, del apoyo inicial recibido de la economía estadounidense a través del gasto en las guerras de Corea y Vietnam y de otros factores: movimientos obreros dóciles, estrategias de exportación bien especificadas, y firmes compromisos de gasto en educación¹³. No obstante, al centrarme aquí en la cuestión de la estructura financiera, estoy claramente atribuyendo considerable significación a su importancia relativa como determinante de los resultados económicos en general.

2. Efectos de los sistemas alternativos

¿Por qué son importantes estas características de los sistemas financieros de los diversos países? La respuesta depende en primer lugar de la perspectiva teórica desde la que examinemos la cuestión. De acuerdo con las proposiciones neoclásicas de «irrelevancia» planteadas por Modigliani y Miller, la estructura financiera no debería importar en absoluto para determinar la valoración de las empresas ni, más en general, para establecer los patrones de inversión¹⁴. Esto se debe, en mercados competitivos perfectos, a que el mismo producto (una empresa) tendrá el mismo precio en mercados separados (los mercados de deuda y los mercados de títulos patrimoniales). Por lo tanto, la estructura de capital de la empresa no puede generar ventajas para las empresas o para sus accionistas.

Dado que la tesis de Modigliani-Miller supone la existencia de mercados competitivos perfectos, se deduce que la «profundización financiera» –el desarrollo de mercados financieros sofisticados para conseguir que sean bajos los costes de transacción que supone alcanzar el perfil óptimo de riesgo/recompensa de cada operación– mejorará la eficacia. Éste es el punto de vista adoptado por MacKinnon y Shaw, específicamente con respecto a los mercados financieros de las economías menos desarrolladas, pero su perspectiva tiene una aplicación general¹⁵. Desde este punto

¹³ Se pueden encontrar estudios más amplios sobre estas economías en Makoto ITOH, *The World Economic Crisis and Japanese Capitalism*, Nueva York, 1990, sobre Japón; y en Alice AMSDEN, *Asia's Next Giant*, Nueva York, 1989; Martin HART-LANDSBERG, *The Rush to Development: Economic Change and Political Struggle in South Korea*, Nueva York, 1993; y Ha-Joon CHANG, *The Political Economy of Industrial Policy*, Nueva York, 1994, sobre Corea del Sur.

¹⁴ Franco MODIGLIANI y Merton MILLER, «The Cost of Capital, Corporation, Finance, and the Theory of Investment», *American Economic Review* (junio de 1958), pp. 261-295.

¹⁵ Véase Ronald MACKINNON, *Money and Capital in Economic Development*, Washington DC, 1973; y Edward S. SHAW, *Financial Deepening in Economic Development*, Nueva York, 1973. Grabel presenta, entre otras cosas, un estudio esclarecedor de la tesis de MacKinnon-Shaw. Ilene GRABEL, «Speculation-led Economic Development: A Post-Keynesian Interpretation of Financial Liberalization Programs in the Third World», *International Review of Applied Economics* 9, 2 (1995), pp. 127-149. Es notable que el propio MacKinnon haya revisado su

de vista, por lo tanto, podríamos concluir que el modelo anglosajón basado en el mercado de capitales, con mercados financieros profundos y liberalizados, conseguiría unos resultados superiores a los sistemas basados en la estructura bancaria, como Francia, Japón y Alemania. De hecho, la mayor parte de la bibliografía ha llegado a la conclusión contraria: en múltiples parámetros, los sistemas basados en la estructura bancaria han obtenido mejores resultados que los basados en el mercado de capitales. ¿A qué se debe esto?

La bibliografía parte en este punto de diversas perspectivas. Un sector de la misma, que se mantiene dentro de la tradición de Gershenkron, es principalmente histórico y descriptivo (por ejemplo, Zysman y Cox). Los enfoques teóricos más explícitos se deben al interés del nuevo keynesianismo y el nuevo institucionalismo por los problemas de la información y las relaciones principal/agente, por las ideas poskeynesianas de incertidumbre y fragilidad financiera, y por lo que cada vez se denomina más la perspectiva de las «capacidades organizativas» de la empresa¹⁶. Quizá la idea más influyente que subyace a esta bibliografía se retrotraiga al clásico estudio sobre el desarrollo de las grandes empresas estadounidenses realizado en 1932 por Berle y Means¹⁷. En él, sostenían que el aumento de la forma de organización en grandes empresas favorecería una divergencia entre los intereses de los gestores y de los propietarios, lo que en la actualidad se conoce como el problema principal/agente. El problema es que los directivos, como mandatarios de un conjunto disperso y no organizado de propietarios dentro de un sistema financiero basado en el mercado de capitales, actuarán en nombre de sus propios intereses, que no son necesariamente idénticos, o ni siquiera compatibles, con los de los

postura, admitiendo que pueden ser necesarias algunas formas de intervención estatal para solucionar problemas de información asimétrica. Véase, por ejemplo, «Macroeconomic Instability and Moral Hazard in Banking in a Liberalizing Economy», en P. Brock, M. Connolly y C. González-Vega, eds., *Latin American Debt and Adjustment. External Shocks and Macroeconomic Policies*, Londres, 1989, pp. 99-111.

¹⁶ Stiglitz sirve de referencia a las perspectivas nekeynesianas sobre los problemas de información y sobre la estructura financiera. Véase, por ejemplo, Joseph E. STIGLITZ, «Banks vs. Markets as Mechanisms for Allocating and Coordinating Investment», en J. A. Roumasset y S. Barr, eds., *The Economics of Cooperation: East Asian Development and the Case for Pro-Market Intervention*, Boulder, 1992, pp. 15-38. Se puede encontrar un análisis de las perspectivas poskeynesianas sobre la incertidumbre y la fragilidad financiera en James CROTTY, «Are Keynesian Uncertainty and Macrotheory Compatible? Conventional Decision Making, Institutional Structures and Conditional Stability in Keynesian Macromodels», en G. Dymski y R. Pollin, eds., *New Perspectives in Monetary Macroeconomics: Explorations in the Tradition of Hyman P. Minsky*, Ann Arbor, 1994. Versiones alternativas de la perspectiva de las «capacidades organizativas» se pueden encontrar en Michael PORTER, *The Competitive Advantage of Nations*, Nueva York, 1990; y William LAZONICK, «Organizational Capabilities in American Industry: The Rise and Decline of Managerial Capitalism», *Business and Economic History* (2.ª serie) 19 (1990), pp. 35-54, y «Controlling the Market for Corporate Control: The Historical Significance of Managerial Capitalism», *Industrial and Corporate Change*, 1, 3 (1992), pp. 441-488.

¹⁷ Adolph A. BERLE y Gardiner C. MEANS, *The Modern Corporation and Private Property*, Nueva York, 1932.

propietarios de la empresa. Los gestores, por ejemplo, pueden tener como objetivo maximizar su propio salario, seguridad, poder e incentivos más que el valor de las acciones de los accionistas; esto constituiría un caso clásico de incompatibilidad de incentivos entre mandante y mandatario.

Al menos igual de problemático es que, incluso aunque el tipo de incompatibilidades de incentivos planteado por Berle/Means se resolviera satisfactoriamente, esto en sí es probable que no promueva la viabilidad de la empresa a largo plazo. Las razones de ello surgen de los respectivos problemas de información asimétrica entre propietarios y gestores, de las incompatibilidades de incentivos entre los propietarios y los trabajadores de las empresas, y de la incertidumbre que domina el funcionamiento de los mercados financieros. En primer lugar, la información a la que los accionistas tienden a responder son los indicadores financieros a corto plazo, los cuales no son necesariamente congruentes con la capacidad de la empresa para producir los productos deseados a precios competitivos, que constituye el determinante básico de la viabilidad de la empresa a largo plazo. Los accionistas reconocen medidas obvias de reducción de costes, como el recorte de salarios o los despidos, y responden favorablemente a las mismas, pero es probable que no aprecien o incluso que denigren otras fuentes de viabilidad a largo plazo, como la capacidad de la empresa para innovar técnicamente y su habilidad para crear un entorno productivo para sus trabajadores. Es en parte un problema de información asimétrica, en el que los accionistas no están adecuadamente informados sobre el funcionamiento de la empresa, pero hay también un problema más básico de incompatibilidades de incentivos o, dicho claramente, de conflicto de clases. Dado que las fuentes de viabilidad productiva a largo plazo pueden no reducir los costes a corto plazo, sus beneficios no irán a parar a los accionistas, que son los más interesados en los beneficios a corto plazo derivados del aumento del precio de los activos. Por otra parte, los beneficios de mantener la competitividad mediante la creación de un entorno de trabajo productivo, más que mediante despidos y recorte de salarios, interesan claramente a los trabajadores.

Finalmente, como sostienen desde hace tiempo los poskeynesianos, los precios de los activos en los mercados de capitales dotados de profundidad están fuertemente influidos, si no completamente dominados, por las actividades de los especuladores, cuya única preocupación es adivinar la evolución del mercado, no evaluar el potencial productivo de la empresa¹⁸. Lejos, por lo tanto, de fomentar el flujo de información útil entre propietarios y gestores, un mercado financiero profundo y de libre funcionamiento es más probable que favorezca los brotes crónicos de exceso financiero especulativo o, en terminología contemporánea, de «fallos de coordinación» generales.

¹⁸ Este punto está bien desarrollado en James Crotty, «Are Keynesian Uncertainty and Macrotheory Compatible?», cit.

El argumento en la bibliografía es que los sistemas basados en la estructura bancaria resuelven estos problemas de información asimétrica, de incertidumbre y de falta de coordinación, así como el conflicto de clase y otras incompatibilidades de incentivos con más éxito que los basados en el mercado de capitales. Como resultado, los sistemas basados en la estructura bancaria consiguen mejores resultados en tres áreas cruciales: promover horizontes a más largo plazo, favorecer la estabilidad financiera y proporcionar un marco para la aplicación con éxito de las políticas públicas.

3. *Horizontes temporales y estabilidad financiera*

La razón más básica alegada en la bibliografía para explicar los mejores resultados obtenidos por los sistemas basados en la estructura bancaria es que promueven horizontes temporales a largo plazo, que a su vez se transforman en una inversión productiva a largo plazo. Los sistemas basados en el mercado de capitales, por el contrario, promueven horizontes a más corto plazo, en los que los gestores de las empresas se preocupan principalmente de alcanzar los criterios de rendimiento definidos por los mercados de capitales orientados hacia las transacciones.

Será útil ahora considerar la terminología de Porter, de acuerdo con la cual dos sistemas se distinguen teniendo en cuenta si son sistemas de capital «fluidos» o «vinculados». En los sistemas de capital fluidos, las relaciones de las empresas con los proveedores del capital son distantes, por lo que los accionistas disponen de una información y una influencia directa limitadas sobre las actuaciones de los directivos. Las decisiones de los accionistas y de los propietarios de obligaciones se basan en simples ratios financieros y en los precios de las acciones de la empresa. Además, sus intervenciones en el proceso de gobierno empresarial son principalmente *ex post*, por ejemplo, mediante la venta de acciones o el deterioro de la valoración de las obligaciones. En este marco, los gestores se ven obligados a seguir las mismas medidas estándar de rendimiento financiero.

En los sistemas de «capital vinculado», por el contrario, los proveedores de capital tienen grandes participaciones en las empresas no financieras y mantienen con ellas relaciones a largo plazo. Esto permite a los proveedores de capital compartir enfoques con los gestores respecto a la experiencia técnica y al establecimiento de posiciones en el mercado. Los proveedores de capital pueden, por lo tanto, ejercer una influencia *ex ante*. Las empresas, a su vez, se benefician de lo que Lazonick denomina «compromiso financiero», que define como una situación en la que quienes reclaman los beneficios de las empresas «no forzarán estas reclamaciones de forma que socaven el desarrollo y la utilización de las capacidades organizativas de las mismas»¹⁹. Con este tipo de compromiso financiero asociado a los

¹⁹ Lazonick, «Organizational Capabilities in American Industry», cit., p. 51.

sistemas de capital vinculado, hay muchas más probabilidades de que se establezcan factores conducentes a un alto rendimiento de los trabajadores, como por ejemplo estructuras de trabajo menos jerárquicas y seguridad a largo plazo en el empleo. Además, el flujo *ex ante* de información y control en los sistemas de capital vinculado induce una mayor tolerancia por parte de las entidades crediticias y de los inversores respecto a ratios de apalancamiento más elevados. Al mismo tiempo, los sistemas basados en el mercado de capitales son más susceptibles a la inestabilidad financiera que los basados en la estructura bancaria. ¿A qué se debe esto? La fuente subyacente de inestabilidad financiera, en el nivel contable más sencillo, consiste en que los compromisos derivados del endeudamiento superan sistemáticamente el flujo de ingresos necesario para cumplirlos. A su vez, la explicación básica de la desviación sistemática entre ambos flujos financieros es que las cantidades recibidas como préstamo se usan en exceso para financiar actividades que no producen un adecuado flujo de ingresos. Los tipos de actividades financiados con deuda que con más probabilidad producen esta trampa de endeudamiento son el gasto especulativo y el compensatorio, es decir, endeudarse para comprar activos existentes con la expectativa de conseguir ganancias de capital, y para compensar el descenso de las corrientes de ingresos o de otros fondos de generación endógena. Dicho de otra forma, la inestabilidad se produce cuando la deuda se utiliza insuficientemente para financiar el gasto productivo, es decir, el gasto que aumenta los ingresos mediante el aumento de la capacidad productiva de las empresas y de los individuos. Cuando el crédito se dedica al gasto especulativo y compensatorio en un grado excesivo respecto al gasto productivo, el resultado probable será que las corrientes de ingresos son inadecuadas para financiar el crecimiento de la deuda²⁰. Nótese aquí que la fuente de dificultades básica no es el aumento de la deuda *per se*, ni siquiera el aumento de la deuda respecto a los ingresos o a los activos. Los ratios de apalancamiento son sostenibles siempre que, a lo largo del tiempo, se genere un flujo de beneficios para hacerles frente.

Como modelo general, los sistemas basados en la estructura bancaria están mejor diseñados para evitar tales disparidades entre los compromisos derivados del endeudamiento y los flujos de ingresos, ya que al estar los recursos más comprometidos con proyectos a largo plazo, se debilitan los impulsos especulativos. Esto, a su vez, significa que los proyectos tendrán un periodo de gracia mayor antes de tener que generar recursos para sus acreedores crediticios.

²⁰ La perspectiva contemporánea más influyente sobre la inestabilidad financiera ha sido la desarrollada por Hyman P. MINSKY, por ejemplo en *Stabilizing an Unstable Economy*, New Haven, 1986. Se pueden encontrar diversas perspectivas sobre el enfoque de Minsky o basadas en él en Steven FAZZARI y Dimitri B. PAPADIMITRIOU, eds., *Financial Conditions and Macroeconomic Performance: Essays in Honor of Hyman P. Minsky*, Armonk, Nueva York, 1992, y en Gary DYMSKI y Robert POLLIN, eds., *New Perspectives in Monetary Macroeconomics: Explorations in the Tradition of Hyman P. Minsky*, Ann Arbor, 1994.

4. *Evidencias en los horizontes temporales y en la estabilidad financiera*

Horizontes temporales, coste de capital e inversión

En los últimos años se ha acumulado una amplia gama de estudios que respaldan la opinión de que los sistemas basados en la estructura bancaria han proporcionado horizontes a más largo plazo y mayor estabilidad financiera. En primer lugar, pruebas obtenidas a partir de encuestas a directores ejecutivos de Estados Unidos, Japón y Europa realizadas por Poterba y Summers, llegaron a la conclusión de que los directores ejecutivos estadounidenses creen que sus horizontes temporales son más cortos que los de sus homólogos europeos y japoneses²¹. Estos directivos afirman que sus horizontes relativamente cortos derivan en buena medida del entorno del mercado financiero en el que operan, dado que creen que los mercados de valores estadounidenses infravaloran las inversiones a largo plazo. Si las empresas fuesen valoradas más de acuerdo con la percepción de los gestores, creen que sus inversiones a largo plazo aumentarían, por término medio, quizá hasta un 20 por 100.

La encuesta reveló también que, para los directores ejecutivos estadounidenses, la tasa de beneficio mínima esperada que los induciría a acometer un nuevo proyecto de inversión –es decir, la «tasa crítica de rentabilidad»– es sustancialmente más elevada de lo que el análisis general de costes del capital sugeriría. Por regla general, los directores ejecutivos de Estados Unidos informaron de que su tasa crítica de rentabilidad era del 12,2 por 100. Compárese esto con una media de beneficios reales en los últimos cincuenta años de menos del 2 por 100 sobre las obligaciones de la empresa y aproximadamente un 7 por 100 para las acciones ordinarias.

Además, como señala Porter, esta diferencia en los marcos temporales y en las tasas críticas de rentabilidad está asociada con una asombrosa diferencia entre los objetivos de los gestores: los directivos estadounidenses consideran el rendimiento del capital y el aumento del precio de las acciones como sus principales objetivos empresariales, mientras que los directivos japoneses califican la mejora de los productos existentes, o la introducción de otros nuevos, y el aumento de la cuota de mercado como sus principales prioridades²². Los directivos japoneses consideraron el aumento del precio de las acciones el último entre los ocho objetivos incluidos en el estudio.

²¹ James POTERBA y Lawrence SUMMERS, «Time Horizons of American Firms: New Evidence from a Survey of CEOs», manuscrito, Departamento de Economía, Massachusetts Institute of Technology, 1992.

²² Michael PORTER, *Capital Choices: Changing the Way America Invests in Industry*, Washington DC, 1992.

Los resultados de esta encuesta concuerdan también con la evidencia obtenida de las operaciones reales de las empresas. Porter descubrió que la parte de inversión dedicada a investigación y desarrollo, activos intangibles (especialmente inversión en «formación y recursos humanos de la empresa») e instalaciones y equipo es inferior en Estados Unidos que en Alemania y Japón. Además, la proporción de gastos totales en investigación y desarrollo dedicada a proyectos a largo plazo es inferior en Estados Unidos. En este país, el 22,6 por 100 de los presupuestos totales para ID se dedicaron a dichos proyectos, mientras que en Japón y Europa las cifras fueron del 46,8 y del 60,5 por 100 respectivamente²³.

En relación con esto, estudios recientes han observado también que las presiones del mercado financiero a corto plazo han creado obstáculos formidables para desarrollar entornos de trabajo de «alto rendimiento», a pesar del reconocimiento cada vez más extendido de los beneficios a largo plazo que se pueden obtener mediante un entorno de trabajo más seguro y menos jerárquico. Appelbaum y Berg, por ejemplo, publican los resultados de una encuesta realizada en 1995 a altos ejecutivos de sección y de recursos humanos de grandes y medianas empresas estadounidenses. La encuesta descubrió que el 98 por 100 de los participantes estaba de acuerdo en que mejorar el rendimiento de los trabajadores mejoraría significativamente los resultados empresariales, mientras que el 73 por 100 afirmaba que la inversión más importante de su empresa era en personal. Aun así, cuando se les pidió que clasificaran una serie de prioridades empresariales, los participantes situaron el rendimiento de los trabajadores y la inversión en personal casi al final de la lista, bastante por debajo de las medidas estándar del rendimiento financiero²⁴.

Considerando los indicadores financieros más directos, al menos a lo largo de las décadas de 1970 y 1980, varios estudios han concluido que el coste real del capital después de impuestos era superior en Estados Unidos que en Japón y Alemania, y que las diferencias en los sistemas financieros de estos países se consideran uno de los factores que más contribuyen a esta situación. McCauley y Zimmer, por ejemplo, escriben que una mayor integración de la industria y las finanzas han permitido un mayor apalancamiento sin aumentar en la misma proporción los riesgos de quiebra, y también han reducido los problemas de liquidez de las empresas no financieras. Además, los gobiernos japoneses y alemanes están más activamente involucrados en la disminución de los costes asociados con los períodos de problemas financieros de las empresas no financieras²⁵.

²³ *Ibid.*

²⁴ Eileen APPELBAUM y Peter BERG, «Financial Market Constraints and Business Strategy in the US», en J. Michie y J. Grieve Smith, eds., *Restoring Full Employment: Rebuilding Industrial Capacity*, Oxford, 1996.

²⁵ Robert N. MCCAULEY y Steven A. ZIMMER, «Explaining International Differences in the Cost of Capital», *New York Federal Reserva Bank Quarterly Review* (verano de 1989), pp. 7-28.

Fusiones, adquisiciones hostiles y especulación

Congruente con estos resultados generales es el que los sistemas basados en la estructura bancaria evitasen casi por completo las fusiones, absorciones y adquisiciones hostiles de empresas que fueron tan generalizadas en Estados Unidos y en el Reino Unido en la década de 1980. De hecho, según la obra de Michael Jensen, el analista más influyente sobre la oleada de fusiones y absorciones durante esta década, el fenómeno estadounidense y británico representó precisamente un esfuerzo por resolver los problemas de mandante y mandatario resultantes del sistema financiero angloamericano. Este esfuerzo fue casi en su totalidad beneficioso, en opinión de Jensen²⁶.

Jensen sostiene que el mercado para el control empresarial, y las reestructuraciones empresariales que ha provocado, remedia los problemas de incentivos, coordinación e información de la forma empresarial angloamericana con medios directos: limitando las prerrogativas de los directivos y aumentando el control de los propietarios. Los directivos se ven obligados a soportar constantes amenazas a su poder y a su posición, y son, por lo tanto, mucho más receptivos a los intereses de los accionistas. Este punto de vista sostiene también que la sustitución de capital social por deuda es una herramienta útil para reducir la autoridad de los directivos sobre el flujo de tesorería no utilizado, porque, al contrario de lo que sucede con el pago de dividendos a los propietarios de acciones ordinarias, los gestores están legalmente obligados a efectuar los pagos en concepto de intereses derivados de su deuda.

Siguiendo esta perspectiva, sería de esperar que la enorme inversión en adquisiciones hostiles de empresas que se produjo durante la década de 1980 hubiese generado beneficios netos comparablemente iguales para las economías estadounidense y británica. Aunque existe una notable controversia sobre la evaluación de los resultados, una cuidadosa investigación realizada por Crotty y Goldstein sobre la experiencia estadounidense descubrió que los costes sociales generales excedían con mucho a los beneficios.

Se acumula la evidencia de que los costes de crear y distribuir el crédito en los mercados financieros liberalizados de la década de 1980 probablemente sean significativos y persistentes. En muchos casos, los trabajadores de las empresas fusionadas sufrieron una pérdida directa de seguridad, rentas y/o trabajo. Los efectos externos de estas pérdidas han sido sustanciales; las comunidades han sufrido, y el compromiso de los trabajadores con el crecimiento de la productividad se ha visto muy afectado. La productividad está amenazada también por los efectos restrictivos de la deuda sobre la inversión y los gastos en investigación y desarrollo. Finalmente,

²⁶ Véase, por ejemplo, Michael JENSEN, «The Takeover Controversy: Analysis and Evidence», en J. Coffee Jr., L. Lowenstein y S. Rose-Ackerman, eds., *Knights, Raiders and Targets: The Impact of the Hostile Takeover*, Nueva York, 1988, pp. 314-354.

la estabilidad financiera y la flexibilidad de las empresas industriales y comerciales y de las instituciones financieras de toda la economía se ha visto perjudicada²⁷.

Esto no quiere decir que la actividad financiera especulativa esté ausente de los sistemas basados en la estructura bancaria. La inflación del mercado de valores japonés en la década de 1980 y su desplome en 1989 proporcionan clara evidencia de que la volatilidad allí es comparable a la de Estados Unidos y el Reino Unido²⁸. Pero el elemento crucial es que, debido a la íntima relación entre las empresas financieras y no financieras en los sistemas basados en la estructura bancaria, el comportamiento financiero especulativo no ejerce una influencia significativa sobre la actividad económica real. En el propio Japón, por ejemplo, paquetes mayoritarios de acciones de muchas empresas se mantienen en manos de socios estratégicos de los *keiretsu*, conglomerados de banca e industria. No obstante, aproximadamente el 40 por 100 del capital de las grandes empresas está en posesión de accionistas no aliados. Este segmento del mercado japonés está incluso más interesado por las transacciones a corto plazo que el mercado estadounidense, siendo el resultado neto que el volumen total de contratación y de negocio es muy similar en ambos países. Goldstein afirma que el mercado financiero japonés está muy bifurcado entre los segmentos fluido y vinculado, ejerciendo este último todavía una influencia predominante.

5. *Política económica bajo sistemas alternativos*

En términos generales, los sistemas basados en la estructura bancaria tienen una estructura más adecuada que los basados en el mercado de capitales para conseguir resultados favorables de dos herramientas políticas básicas: la política expansionista y la estrategia industrial. La fuente básica de las ventajas inherentes al sistema basado en la estructura bancaria es la mayor integración entre las empresas financieras y no financieras, que genera un objetivo común ausente en los sistemas basados en el mercado de capitales.

Política macroeconómica expansionista

En los sistemas basados en la estructura bancaria, dado que los bancos son accionistas y participan activamente en la gerencia de las empresas, estarán, junto con las empresas no financieras, más favorablemente dispuestos hacia las políticas macroeconómicas expansionistas. En el sistema angloamericano, en el que las empresas financieras no están directa-

²⁷ James CROTTY y Don GOLDSTEIN, «Do US Financial Markets Allocate Credit Efficiently? The Case of Corporate Restructuring in the 1980s», en G. Dymski, G. Epstein y R. Pollin, eds., *Transforming the U.S. Financial System: Equity and Efficiency for the 21st Century*, Armonk, Nueva York, 1993, p. 276.

²⁸ Don GOLDSTEIN, «Financial Structure and Corporate Behavior in Japan and the US: Insulation vs. Integration with Speculative Pressures», manuscrito, Departamento de Economía, Allegheny College, 1995.

mente ligadas a la industria, es más probable que favorezcan políticas restrictivas. El valor de los activos financieros sobresalientes es más importante para las empresas angloamericanas que las perspectivas de crecimiento de las empresas no financieras, y como tal, les preocupa más la amenaza de inflación que a las instituciones comparables de los sistemas basados en la estructura bancaria²⁹.

Estas características se reflejan en las políticas de los bancos centrales de los diferentes tipos de países. En Estados Unidos y el Reino Unido, el banco central goza de un grado relativamente alto de independencia, que con el tiempo ha evolucionado a una estrecha alianza con los intereses financieros. Estos bancos han tendido, por lo tanto, a favorecer políticas restrictivas. En los sistemas basados en la estructura bancaria, en los que hay un fuerte vínculo entre el banco y la industria, el sesgo restrictivo tiende a ser más débil, aunque Alemania, con su combinación de sistema basado en la estructura bancaria y un banco central fuertemente independiente, es una clara excepción a esta tendencia general³⁰.

En relación con esto, en el modelo de Estados Unidos y el Reino Unido, la independencia del sistema financiero ha conducido a una fuerte orientación internacional de su sector financiero. En ambos casos, la divisa interna se usa extensamente para transacciones internacionales, y alrededor de la financiación internacional se ha desarrollado un formidable sector. Al mantenimiento de la confianza en la moneda se le da, por lo tanto, mayor prioridad que en los sistemas basados en la estructura bancaria³¹. También parece que los efectos secundarios negativos de la política expansionista tienden a ser más fuertes en el sistema angloamericano que en los sistemas basados en la estructura bancaria, aunque hace falta investigar más para establecer este punto. El problema más general es que la política expansionista en los sistemas basados en el mercado de capitales

²⁹ Este argumento se desarrolla teórica y empíricamente en Gerald y Juliet SCHOR, «Macropolicy in the Rise and Fall of the Golden Age», en S. Marglin y J. Schor, eds., *The Golden Age of Capitalism: Reinterpreting the Postwar Experience*, Nueva York, 1990, pp. 126-152.

³⁰ Gerald Epstein clasifica los bancos centrales de los países de la OCDE según su grado de independencia. («A political Economy Model of Comparative Central Banking», en G. Dymski y R. Pollin, eds., *New Perspectives in Monetary Macroeconomics: Explorations in the Tradition of Hyman P. Minsky*, Ann Arbor, 1994, p. 259.) Según esta clasificación, a comienzos de la década de 1990, Alemania tenía el banco más independiente, seguido de Estados Unidos y el Reino Unido. Esta situación ha ido evolucionando desde la fecha en que Epstein realizó su clasificación, dado que el establecimiento de bancos centrales independientes se ha convertido en una de las principales políticas del Fondo Monetario Internacional y de quienes dirigen el movimiento hacia la Unión Monetaria Europea. Como medida importante de este cambio, en Francia se aprobó en 1992 la legislación que obligaba a su banco central a independizarse, y las medidas para poner en práctica este cambio de política han ido avanzando de manera continuada. Esta evolución tendrá importantes implicaciones para la futura viabilidad de los sistemas basados en la estructura bancaria. Aquí, sin embargo, nos interesa principalmente las lecciones que se deben sacar de experiencias recientes.

³¹ Véanse Fine y Harris, *The Peculiarities of the British Economy*, cit., pp. 61-62, y Epstein y Schor, «Macropolicy in the Rise and Fall of the Golden Age», cit.

tiene más probabilidades de engendrar una asignación de crédito para la financiación especulativa, como fusiones, absorciones, e inversiones inmobiliarias. Ciertamente, los sistemas basados en la estructura bancaria experimentan también un alto grado de especulación, pero en el núcleo de los sistemas del mercado de crédito se encuentran disposiciones institucionales para la financiación productiva.

Mercados financieros y estrategia industrial

La ventaja de los sistemas basados en la estructura bancaria es que aceptan con mayor facilidad las políticas de asignación pública del crédito como núcleo central de la estrategia industrial³². Las políticas de asignación pública del crédito, a su vez, se consideran en buena parte de la bibliografía un instrumento eficaz de la estrategia industrial. Al mismo tiempo, al considerar la experiencia histórica –especialmente la de Estados Unidos, que ha mantenido extensas políticas de crédito público–, las verdaderas relaciones causales entre la estructura financiera de un país, su grado de asignación pública del crédito, y sus esfuerzos y logros en el área de la estrategia industrial no están completamente definidas. Es decir, aunque pueda parecer que los países con sistemas basados en la estructura bancaria tienen más éxito a la hora de poner en práctica políticas de crédito y de estrategia industrial, esto puede ser el resultado, principalmente, de que estos mismos países están más activamente interesados por la distribución del crédito y por la estrategia industrial. De manera relacionada, históricamente no está claro en qué medida los países con sistemas de mercado de capitales pueden desplegar políticas crediticias para compensar las distorsiones de los mercados de capitales, es decir, establecer políticas crediticias para reproducir las características deseables de un sistema basado en la estructura bancaria dentro del marco institucional del mercado de capitales. Volveremos sobre estas cuestiones en la sección tres; como preludeo a dicho análisis, consideraré ahora brevemente las experiencias de diversos países que cuentan con políticas crediticias y estrategias industriales.

Zysman, por ejemplo, sostiene con énfasis que las políticas de asignación pública del crédito son necesarias –de hecho son una herramienta esencial– para aplicar con éxito estrategias industriales. Afirma que hay dos razones para esto. La primera es que:

³² Siguiendo a Sawyer, uso el término «estrategia industrial» más que «política industrial». Sawyer establece una distinción entre una noción amplia de que el gobierno «puede desempeñar un papel capacitador positivo en la economía y las instituciones [...] pueden tener una influencia beneficiosa en el funcionamiento de la economía» asociado con «una estrategia industrial»; y el concepto más estricto de «política industrial» equivalente a la «política sobre la competencia». Malcolm SAWYER, «Industrial Strategy and Employment in Europe», en J. Michie y J. Grieve Smith, eds., *Unemployment in Europe*, Londres, 1994, p. 177. Otros análisis útiles sobre el significado de la expresión política industrial se encuentran en Chang, *The Political Economy of Industrial Policy*, cit., y Grahame Thompson, «Grounding Industrial Policy?», *International Review of Applied Economics* 9, 2 (1995), pp. 221-228.

[...] resulta difícil controlar las decisiones empresariales o influir sobre ellas mediante normas administrativas y reguladoras. Se puede, sin embargo, influir sobre esas mismas decisiones mediante una negociación en la que el pago por los servicios prestados se calcule sin ambigüedades en términos monetarios. La influencia discrecional sobre la financiación industrial permite al gobierno negociar dentro del marco de las decisiones políticas y afectar directamente al balance de situación³³.

Además, Zysman sostiene que la asignación pública del crédito es un instrumento político universalmente aplicable. Como tal, «elimina la necesidad de encontrar una autoridad determinada para influir sobre decisiones específicas o de controlar un organismo que tiene autoridad formal sobre un instrumento político específico». En comparación, Zysman afirma que la política fiscal no es ni mucho menos tan eficaz como herramienta política. Los impuestos tienden a operar sobre los beneficios brutos provenientes de los ingresos, y por lo tanto son un incentivo más *ex post* que *ex ante* para perseguir las prioridades de la estrategia industrial. La política fiscal es también menos flexible; es razonable utilizarla para categorías de actividad concretas, pero no para fines industriales específicos³⁴.

A pesar de las diferencias de detalle, parece haber tres elementos comunes básicos en las políticas de asignación pública del crédito entre los países que han usado dichas políticas para financiar una estrategia industrial. En primer lugar, el gobierno nacional es el principal receptor inicial de la oferta de ahorro de la economía. Esto se consigue mediante diversos mecanismos: en Japón, mediante el sistema de ahorro postal, en Francia y Taiwan mediante la propiedad pública de los bancos. En Corea del Sur, a la propiedad pública de los bancos se ha sumado el control por parte del gobierno de los persistentes excedentes presupuestarios. Mediante todos estos mecanismos, el Estado tiene poder para actuar como principal intermediario financiero de la Economía³⁵.

³³ Zysman, *Government, Markets and Growth*, cit., pp. 76-77.

³⁴ Trabajando con datos estadounidenses, Thomas Karier, por ejemplo, llega a la conclusión de que las deducciones fiscales para estimular la inversión privada son enormemente ineficaces: sólo el 12 por 100 de las deducciones se gastan realmente en nuevas inversiones. El otro 82 por 100 se usa para pagar dividendos más altos, comprar acciones u obligaciones, o reducir de otra manera la dependencia de las fuentes externas de fondos. Karier, «Investment Tax Credit Reconsidered: Business Tax Incentives and Investments», The Jerome Levy Economics Institute of Bard College Public Policy Brief, núm. 13, 1994. Por su parte, Stiglitz plantea dudas sobre los programas de subvenciones de crédito porque los costes son difusos y difíciles de calcular. Joseph E. STIGLITZ, «The Role of the State in Financial Markets», manuscrito, Departamento de Economía, Universidad de Stanford, 1993, p. 5.

³⁵ Nótese que la concentración pública del ahorro privado también permite al Estado proporcionar seguros de depósitos sin enfrentarse al problema de riesgo moral de «favorecer prácticas de préstamo excesivamente arriesgadas por parte de intermediarios privados que gestionan depósitos garantizados públicos», que existe en un sistema de seguro de depósito/intermediación privada como el estadounidense. Fue precisamente este problema en Estados Unidos la causa directa del fiasco de las *Savings and Loan*. Véase Martin H. WOLFSON, «The evolution of the Financial System and the Possibilities for Reform», en G. Dymksi *et al.*, eds., *Transforming the U.S. Financial System*, cit., pp. 133-156.

A partir de aquí, el Estado puede, pues, utilizar el desembolso de crédito como una herramienta política. Esto se puede hacer bien desembolsándolo a intermediarios privados, como ha hecho el sistema japonés, o bien concediendo préstamos directos a empresas no financieras, como se hace en Francia o Corea³⁶. Finalmente, poderosos organismos oficiales –como el MITI en Japón y el *Trésor* en Francia– están en posición de controlar fácilmente el progreso de su estrategia industrial mediante su supervisión de la devolución del flujo de pagos de deuda por parte de las unidades prestatarias.

Experiencias en Estados Unidos y en el Reino Unido

Estados Unidos y el Reino Unido han tenido diferentes experiencias respecto a la distribución del crédito público y la estrategia industrial. Desde la década de 1930, Estados Unidos ha tenido considerable experiencia de políticas de asignación pública del crédito. De hecho, considerando todas las formas que ha asumido esta última –préstamos directos, préstamos garantizados y préstamos empresariales de financiación pública–, el gobierno federal es el mayor acreedor del mercado financiero estadounidense, concediendo o avalando anualmente entre el 15 y el 30 por 100 de todos los préstamos concedidos. Los principales receptores de fondos han sido el sector de la construcción, la agricultura y la educación. Estos programas, además, han obtenido un notable éxito en relación con los objetivos establecidos. Por ejemplo, han contribuido sustancialmente al acceso sin precedentes a la propiedad de una vivienda disfrutado por una gran proporción de estadounidenses no pudientes³⁷.

La amplitud y el éxito de estos programas demuestran que las políticas crediticias se pueden aplicar con eficacia en un sistema financiero basado en el mercado de capitales. Al mismo tiempo, aunque estas políticas han sido cruciales en el desarrollo de sectores concretos, no se han utilizado en Estados Unidos para guiar una estrategia industrial general. Es, por lo tanto, difícil calibrar en qué medida un conjunto más amplio de políticas de crédito industrial podrían verse frustradas por la estructura de los mercados financieros estadounidenses. Sin embargo, el éxito de estos programas sugiere de por sí, en contra de lo opinado por Zysman, que la capacidad de aplicar con éxito políticas de asignación de crédito quizá no

³⁶ Chag analiza cómo se utilizaron una combinación de racionamiento de la cantidad y subvenciones del tipo de interés en Corea del Sur para promover la industria de maquinaria del país. Escribe que «los créditos se denegaban normalmente a aquellos que deseaban importar máquinas disponibles en el país, y sin embargo se proporcionaban créditos subvencionados, que a veces alcanzaban el 90 por 100 del valor del producto, a los compradores de maquinaria de fabricación nacional», Chang, *The Political Economy of Industrial Policy*, cit., p. 102.

³⁷ Una referencia básica sobre el desarrollo de los programas federales de crédito en Estados Unidos es Batty P. BOSWORTH, Andrew S. CATRON y Elisabeth H. RHYNE, *The Economics of Federal Credit Programs*, Washington DC, 1987.

dependa significativamente de que el sistema financiero del país esté basado en la estructura bancaria o en el mercado de capitales.

En cuanto al Reino Unido, los gobiernos del partido laborista de las décadas de 1960 y 1970 intentaron aplicar estrategias industriales, pero sin utilizar las políticas de asignación pública del crédito como parte de dicho esfuerzo. El sistema financiero del mercado de capitales privado actuó así como barrera para establecer con éxito una política industrial. Como señala Zysman:

A pesar de la esperanza que albergaban los laboristas de reformar el capitalismo, el gobierno no disponía ni de los instrumentos para hacerlo ni de una concepción de cómo manipular la economía industrial [...]. Los controles físicos, que demostraron ser inviables, se consideraban la única alternativa a un respaldo reactivo del sistema de mercados. Ni siquiera la nacionalización alteró las relaciones distantes entre el gobierno y las ahora empresas públicas [...]³⁸.

6. Aspectos no deseables de los sistemas basados en la estructura bancaria

A pesar de las múltiples características positivas de los sistemas basados en la estructura bancaria, también presentan deficiencias graves, en especial desde la perspectiva del establecimiento de un programa económico igualitario. La relación estrecha y entrelazada entre las principales empresas, los bancos y las burocracias ofrece oportunidades de clientelismo en la asignación de crédito³⁹. Incluso menos deseable desde la perspectiva de establecer un programa igualitario es el hecho de que las políticas de asignación pública del crédito se hayan aplicado con éxito en países como Japón, Corea del Sur y Taiwan, donde los planificadores eran completamente independientes de los procesos democráticos de toma de decisiones. En Francia, como en las economías del Este asiático, las políticas de crédito del Estado se establecían independientemente dentro de la elitista sección del *Trésor* del Ministerio de Hacienda, pero esas políticas estaban sin embargo sometidas a ciertas presiones democráticas dentro del marco del sistema de gobierno francés. Por esta misma razón, sin embargo, Cox sostiene que las políticas de asignación pública del crédito en Francia tuvieron menos éxito que las de Japón: es decir, los franceses se veían obligados en mucha mayor medida a utilizar estas políti-

³⁸ Zysman, *Government Markets and Growth*, cit., p. 82; véase también Fine and Harris, *The Peculiarities of the British Economy*, cit., pp. 123-124.

³⁹ Al estudiar las economías del Este asiático, quedó claro que las pequeñas y medianas empresas sufrían discriminaciones en su acceso al crédito subvencionado. Sin embargo, aun así estas empresas se beneficiaban de las políticas públicas de crédito, ya que funcionaban como proveedores de empresas más grandes y directamente subvencionadas. Por otro lado, en Japón, y más recientemente en Corea del Sur, el gobierno permitió también que las pequeñas y medianas empresas se refugiasen en la legislación que les permitía asociarse en carteles. Véase Amsden, *Asia's Next Giant*, cit., pp. 180-184.

cas simplemente para subvencionar empresas industriales con problemas, evitando así los costes sociales de cerrar las factorías⁴⁰. Independientemente de la precisión de la evaluación realizada por Cox, el argumento que suscita es importante. Sugiere que cuanto más se convierte el Estado en un ámbito de conflicto político, más probabilidad hay de que las políticas de asignación de crédito se conviertan en un instrumento para grupos que compiten en busca de prerrogativas especiales. Dichas observaciones suscitan dudas sobre la idea de que las políticas públicas de asignación de crédito se pueden aplicar con éxito dentro del marco democrático; mucho menos, como estamos proponiendo, que dichas políticas sean el instrumento para ampliar sustancialmente la democracia y mejorar el rendimiento económico. Ésta es la cuestión básica que consideramos en la siguiente sección.

III. FINANCIACIÓN DEMOCRÁTICA E IGUALITARISMO

1. *Opción salida y opción voz en los sistemas financieros*

El marco analítico de las opciones salida/voz presentado por Hitschman es importante para este análisis, porque proporciona un vehículo para explorar en qué medida se pueden utilizar los sistemas financieros para aumentar la igualdad y la eficacia. Dentro de este marco, el sistema angloamericano está dominado por la opción salida como medio para ejercer influencia. Los accionistas o los obligacionistas de una empresa expresan habitualmente su disgusto vendiendo sus derechos sobre la empresa. En el sistema estadounidense se ha incorporado un mecanismo voz mediante su extenso sistema de asignación pública de crédito, pero, de nuevo, estos programas se diseñaron con objetivos limitados en mente y, por lo tanto, el mecanismo voz es consecuentemente limitado.

En contraste, los sistemas financieros basados en la estructura bancaria tienen como premisa el ejercicio de la influencia mediante la opción voz. Las principales instituciones financieras y los organismos estatales se involucran activamente en el establecimiento de los planes a largo plazo de las empresas no financieras y posteriormente se comprometen en el proceso de aplicación de dichos planes. Al mismo tiempo, como hemos señalado, el ejercicio de la opción voz en estas economías está casi completamente confinado a un grupo elite de capitalistas, dirigentes políticos y burócratas de alto nivel.

Pretendemos analizar aquí dos cuestiones específicas: la primera es de qué forma podría funcionar el ejercicio de la opción voz en un marco institucional democrático y al mismo tiempo conservar la capacidad que poseen los sistemas basados en la estructura bancaria con opción voz eli-

⁴⁰ Cox, «The State, Finance and Industry Relationship in Comparative Perspective», cit.

tista para resolver los problemas de incentivos, coordinación e información. Dicha ampliación democrática del mecanismo voz profundizaría necesariamente el desarrollo de organizaciones colectivas que pretenden influir en las políticas de asignación pública de crédito. Éstas, a su vez, podrían proporcionar una base para establecer lo que Cohen y Rodgers denominan «democracia asociativa», es decir, la consecución de «objetivos igualitarios mejorando los tipos y el alcance de la organización colectiva de que disponen los ciudadanos»⁴¹. La segunda cuestión, que abordamos en la siguiente sección, es si los sistemas financieros dominados por el mecanismo voz se podrían ampliar todavía más en una dirección igualitaria, para que sirvan específicamente, de la manera sugerida por Bardhan y Roemer, como base de las economías socialistas de mercado⁴².

Problemas de los sistemas dominados por la opción salida

El propio Hirschman ha analizado el sistema financiero angloamericano como ejemplo de sistema dominado por la opción salida, y ha reconocido los costes asociados con dicho sistema. Escribe:

Cuando la gestión de una empresa de gran tamaño se deteriora, la primera reacción de los accionistas mejor informados es mirar a su alrededor en busca de activos de empresas mejor gestionadas. De esa forma, al orientarse hacia la opción salida, más que la de voz, se dice que los inversores siguen la norma de Wall Street, según la cual, «si no te gusta la gestión, deberías vender tus acciones». Según un conocido manual, esta norma «tiene como resultado la perpetuación de la mala gestión y las malas políticas». Naturalmente, la culpa no es tanto de la norma de Wall Street como de la inmediata disponibilidad de oportunidades de realizar inversiones alternativas en el mercado de valores, lo que hace el recurso a la opción voz en lugar de la opción salida bastante impensable para cualquier accionista que no esté especialmente comprometido⁴³.

En cierta medida, el movimiento de fusiones de la década de 1980 se puede interpretar como un intento de superar la hegemonía de la opción salida y crear un vehículo para la opción voz en los sistemas financieros angloestadounidenses. Fue un intento fracasado, como hemos visto, tanto en sus propios términos, debido a que sus enormes costes superaron con mucho los beneficios, como también, más en general, por su concepción fuertemente rígida sobre qué grupos merecían ejercer el mecanismo voz (accionistas) y cuáles deberían quedar excluidos (todos los grupos de interés).

⁴¹ Joshua COHEN y Joel RODGERS, «Associative Democracy», en P. Bardham y J. Roemer, eds., *Market Socialism: The Current Debate*, Nueva York, 1993, p. 236.

⁴² Bardhan y Roemer, «Market Socialism», cit., pp. 101-116; y Bardhan y Roemer, eds., *Market Socialism*, cit.

⁴³ Hirschman, *Exit, Voice and Loyalty*, cit., p. 46.

Combinar la opción salida y la opción voz

Aunque el argumento de Hirschman apunta a las ventajas de una fuerte opción voz, también reconoce que la situación más favorable es aquella que consigue un equilibrio adecuado entre las opciones salida y voz. Alcanzar dicho equilibrio es, sin embargo, difícil. En primer lugar, la opción voz se puede atrofiar en situaciones en las que se dispone de ambas opciones pero la opción salida es muy accesible. Considérese, por ejemplo, un importante caso en el que se introdujo un mecanismo de voz en el sistema financiero estadounidense, dominado por la opción salida. Ésta es la experiencia, desde 1977, de la *Community Reinvestment Act* [Ley de Reinversión en la Comunidad]. Según los términos establecidos en esta ley, los bancos están obligados a proporcionar fondos a las comunidades en las que operan. Sin embargo, esta normativa se da en un entorno fuertemente desfavorable. Los bancos, cuando tratan con prestatarios de pequeña entidad, intentan generalmente presentar préstamos normalizados en forma de valores negociables en el mercado nacional y mundial. Casi por definición, los préstamos que producen nuevas oportunidades para las comunidades pobres tienden a no cumplir las condiciones de los préstamos normalizados. Además, las comunidades locales no disponen de medios institucionales para controlar el cumplimiento de la ley por el banco. No es sorprendente de la *Community Reinvestment Act* haya tenido poco impacto en las prácticas crediticias de los bancos⁴⁴.

De ahí se deduce que se deben limitar las opciones de salida para que la opción voz sea eficaz. Pero también es cierto que un entorno que carece de una verdadera opción salida tampoco es viable. Sin la opción salida, las sanciones con las que se puede amenazar al expresar su insatisfacción pueden suponer poca credibilidad⁴⁵. Para considerar los mercados financieros, el bifurcado mercado japonés nos ofrece un modelo útil. Allí, como hemos visto, paquetes mayoritarios de empresas están fuertemente controlados en el seno de los *keiretsu*, que gestionan sus empresas entrelazadas mediante el ejercicio de la opción voz. Al mismo tiempo, debido a que aproximadamente el 40 por 100 de los activos financieros se negocian en bolsa, se proporciona una opción salida viable que también transmite la evaluación del mercado público sobre los resultados de una empresa. Esto crea asimismo grandes oportunidades para la actividad financiera especulativa, pero generalmente no disminuyen el «compromiso financiero» (en referencia de nuevo al término de Lazonick) de los *keiretsu* con las operaciones a largo plazo de la empresa.

⁴⁴ Se puede encontrar un análisis de la Ley de Reinversión en las Comunidades en James T. CAMPEN, «Banks, Communities and Public Policy», en G. Gymski *et al.*, eds., *Transforming the US Financial System*, cit., pp. 221-252.

⁴⁵ Tal fue el caso, por ejemplo, de la antigua economía soviética. Una razón importante por la que no existían controles de calidad adecuados era que los consumidores nunca podían amenazar con trasladar su negocio a otra parte.

Estas observaciones apuntan hacia una importante generalización: lo crucial en la organización de un sistema financiero eficaz no es si el sistema se basa en la estructura bancaria o en el mercado de capitales, sino cómo conseguir la mezcla apropiada de mecanismos de voz y de salida. Observamos que hace falta una fuerte opción voz para resolver los problemas de incentivos, coordinación e información en un sistema financiero de forma que favorezca los horizontes a largo plazo y la estabilidad financiera, pero también debe existir una opción salida viable que dé peso al menos a las voces insatisfechas. Plantear el tema de esta forma permite una mayor flexibilidad –e incluso optimismo– al abordar cuestiones políticas. El problema de política inicial no es ungrir un sistema (el basado en la estructura bancaria) y rechazar el otro (el basado en el mercado de capitales), porque ambos han evolucionado en diversos países durante largos períodos de la historia y es improbable que sean desplazados por completo. El actual reto parece mucho más manejable: cómo, dentro de los entornos institucionales existentes, se puede fortalecer suficientemente la opción voz sin anular la opción salida.

2. *El poder político y el ejercicio de la opción voz*

Por supuesto, dar prioridad a la opción voz sobre la opción salida no soluciona en absoluto el problema de quién puede ejercer dicha opción de voz. En los actuales sistemas basados en la estructura bancaria, la extensión de la opción voz es bastante limitada. ¿Pueden los sistemas financieros con opción voz dominante ser viables si dicha opción voz se amplía considerablemente?

Para estudiar esta cuestión será útil considerar una formulación de Edward Banfield a la que Hirschman hace referencia: «El esfuerzo que una parte interesada hace para presentar su causa ante el encargado de tomar las decisiones será proporcional a la ventaja que se puede obtener de un resultado favorable multiplicada por la probabilidad de influir en la decisión»⁴⁶. Partiendo de este marco, se puede establecer que el reto es establecer instituciones mediante las cuales se puedan obtener las ventajas derivadas de ejercer la opción voz, que existe una alta probabilidad de que tales ventajas se obtengan. En las sociedades capitalistas, por supuesto, los ricos tienen muchos más medios para organizar mecanismos de voz eficaces. De hecho, una crítica legítima a los intentos de ampliar la opción voz es que generará meramente nuevos vehículos para que los ricos busquen –y obtengan– rentas. Ésa es la razón por la que los medios para fortalecer la democracia asociativa son componentes cruciales del fortalecimiento de la opción voz, especialmente, como escriben Cohen y Rodgers, «los esfuerzos por promover la representación organizada de

⁴⁶ Edward Banfield, *Political Influence*, Nueva York, 1961; cit. en Hirschman, *Exit, Voice and Loyalty*, cit., p. 39.

intereses excluidos»⁴⁷. ¿Cómo se puede hacer esto en los sistemas financieros?

Una intervención drástica en este sentido sería la nacionalización de una buena parte de las instituciones financieras de un país. Dejamos a un lado que dicha estrategia sea o no políticamente factible. Sin embargo, una preocupación todavía más básica es si es probable que una estrategia de nacionalización pueda por sí sola cambiar la estructura de las instituciones financieras de un país de forma significativa, y específicamente si es probable que promueva la ampliación del mecanismo de voz.

La experiencia francesa es instructiva. Aproximadamente la mitad del sistema bancario francés ha sido nacionalizado desde la década de 1940, y el gobierno de Mitterrand nacionalizó otro 30 por 100 tras llegar al poder en 1981⁴⁸. Aun así, como Lipietz, entre otros, ha escrito, el sistema financiero operaba de manera esencialmente indistinguible de los bancos privados, antes y después de 1981. Además, la decisión de nacionalizar del gobierno Mitterrand nunca ha estado ligada a una estrategia más amplia de democratización del mercado financiero, ni siquiera como experimentación. Muy al contrario, la primera gran decisión política del gobierno fue defender la ortodoxia financiera respecto al tipo de cambio, una postura que mantuvo sistemáticamente a partir de entonces⁴⁹.

Una política de nacionalización plantea, por lo tanto, la cuestión de cómo promover un mecanismo de voz democrático dentro de las instituciones financieras. Más adecuadas son una serie de propuestas formuladas recientemente, las cuales, dadas las relaciones de propiedad existentes, se centran en métodos específicos para ampliar el mecanismo de voz. Como ilustración, citaré algunas de las que se han propuesto principalmente dentro del contexto de Estados Unidos, pero el enfoque básico es generalizable fuera de este caso específico. Considero estas propuestas en función de los criterios de Banfield para evaluar los mecanismos de voz: si proporcionan medios para aumentar la probabilidad de influir en las decisiones y si aumentan las ventajas que se pueden obtener de las decisiones favorables.

⁴⁷ Cohen y Rodgers, «Associative Democracy», cit., p. 238.

⁴⁸ Alain LIPIETZ, «The Limits of Bank Nationalization in France», en L. Harris, J. Coakley, M. Croasdale, y T. Evans, eds., *New Perspectives on the Financial System*, Nueva York, 1988, pp. 389-402.

⁴⁹ Véase Serge HALMI, Jonathan MICHIE y Seumas MILNE, «The Mitterrand Experience», en J. Michie y J. Grieve Smith, eds., *Unemployment in Europe*, Londres, 1994, pp. 97-115; allí se encontrará un análisis de la evolución del pensamiento socialista respecto a esta cuestión, desde su plataforma electoral hasta el primer período del gobierno de Mitterrand.

3. *Decisiones de influir mediante la opción de voz democrática*

Comenzando en el área del gobierno de las grandes empresas, Block ha desarrollado una propuesta muy específica de cambiar drásticamente la estructura legal pertinente. Sugiere que los consejos de dirección de las grandes empresas consten, por ejemplo, de un 35 por 100 de empresarios, un 35 por 100 de accionistas y un 30 por 100 de otros, incluyendo quizá a representantes de los consumidores o de la comunidad. Esta propuesta, como señala Block, «dejaría inicialmente sin cambio buena parte del funcionamiento diario de la empresa»⁵⁰. Las empresas seguirían vendiendo sus productos en mercados competitivos, y confiarían en el mercado de trabajo para la oferta de trabajadores. Dada la nueva estructura de gobierno, la relación que la empresa tiene con estos mercados evolucionaría indudablemente con el tiempo. En cualquier caso, dicha evolución sería flexible: Block no hace suposiciones respecto a cómo se vería afectado el funcionamiento por la estructura de gobierno democrática. Lo único seguro es que crear el mecanismo de voz democrático apartaría la toma de decisiones de la empresa de la influencia de los ricos, en especial de los mayores accionistas de la empresa.

Analizando los fondos de pensiones de los trabajadores –el mayor vehículo de ahorro en Estados Unidos, que incorpora un tercio de los activos financieros de la economía–, Barber y Ghilarducci siguen un método similar al de Block⁵¹. Proponen que se aumente de manera sustancial la autoridad de los propios participantes de los fondos sobre las decisiones de inversión de éstos. Esto se conseguiría mediante el establecimiento de una representación de participantes elegidos en los consejos de los fondos de pensiones. En la práctica actual, los gestores de los fondos y los reguladores del gobierno casi siempre interpretan las regulaciones existentes de la manera más restrictiva, y por lo tanto tratan su responsabilidad fiduciaria como equivalente a aquella para herederos incompetentes. Es decir, toda la autoridad descansa en los gestores, y ninguna en los participantes en los fondos. Barber y Ghilarducci sostienen que se podrían implementar prácticas más democráticas incluso bajo las leyes existentes.

También se han avanzado diversas propuestas para introducir más responsabilidad en el sistema de la Reserva Federal, y de esa forma debilitar su independencia de las presiones políticas democráticas. Una de las propuestas es instituir elecciones directas a los consejos de dirección de los Bancos de la Reserva Federal en la región de cada banco. En la actualidad, los consejos de los bancos regionales son elegidos por directivos

⁵⁰ Fred BLOCK, «Capitalism Without Class Power», *Politics and Society* 20 (1992), p. 289.

⁵¹ Randy BARBER y Teresa GHILARDUCCI, «Pension Funds, Capital Markets, and the Economic Future», en G. Dymksi *et al.*, eds., *Transforming the US Financial System*, cit., pp. 287-320.

de los bancos privados que componen el sistema y por los gobernadores del sistema en Washington⁵².

4. *Obtener ventaja mediante la opción de voz democrática*

A pesar de la utilidad de sus propios términos, ninguna de estas propuestas de aumentar los mecanismos de voz democráticos abordan directamente los criterios de Banfield de aumentar las ventajas que se pueden obtener con unos resultados favorables. En países que ya disponen de extensos sistemas de asignación pública del crédito o, como Alemania, un sistema privado dominado por la opción voz, democratizar estos mecanismos de voz existentes puede en sí producir resultados más favorables. Sin embargo, dentro de los sistemas basados en el mercado de capitales privados, como Estados Unidos y el Reino Unido, dichas intervenciones democráticas tendrían poco impacto a no ser que se introdujese al mismo tiempo un sistema de asignación pública del crédito.

La justificación habitual de las políticas de crédito público aduciendo la existencia de «fallos del mercado» deriva de la sustancial divergencia entre los costes y beneficios sociales frente a los privados de muchos tipos de flujos de préstamo⁵³. Así, por ejemplo, los efectos sobre el desempleo y el desarrollo comunitario de los préstamos para financiar viviendas baratas serán muy diferentes de los préstamos para financiar adquisiciones hostiles. Pero los beneficios de los préstamos para financiar viviendas baratas no sólo afectarán, o quizá ni siquiera principalmente, al promotor del proyecto o al banco, sino que se expandirán ampliamente por la comunidad. En tales casos, una autoridad pública, que representa a la comunidad, primará la subvención de un préstamo de construcción de viviendas antes que otro dedicado a la adquisición hostil de empresas. En los últimos años se ha desarrollado una bibliografía que considera los múltiples aspectos prácticos de la aplicación de tales políticas públicas de crédito. Consideremos brevemente algunos de estos análisis en el área de la inversión de los fondos de pensiones, así como, más en general, en las áreas de las políticas de regulación, monetaria y presupuestaria.

⁵² En Dymski *et al.*, eds., *Transforming the US Financial System*, cit., se analizan diversas propuestas. La propuesta de que se elijan directamente los consejeros de los Bancos de la Reserva Federal se desarrolla en POLLIN, «Public Credit Allocation through the Federal Reserve: Why it is Needed; How it Should Be Done», en G. Dymski *et al.*, eds., *Transforming the US Financial System*, cit., pp. 321-354.

⁵³ Un conjunto de criterios mucho más extenso para dichas intervenciones, y para las intervenciones estatales más generalmente, se analiza en Chang, *The Political Economy of Industrial Policy*, cit.

Fondos de pensiones

Se ha publicado una extensa bibliografía que reconoce que, en principio, un alegato a favor de incorporar los costes y beneficios sociales de la inversión en los fondos de pensiones deriva directamente de que los participantes en los fondos –como trabajadores ligados a comunidades específicas– serán probablemente los beneficiarios del empleo extra y de los efectos de estas inversiones en la comunidad⁵⁴. Al mismo tiempo, dichos esfuerzos se enfrentan también a graves dificultades. El problema básico es que los beneficios sociales totales de una inversión en un fondo de pensiones determinado no es probable que sean acaparados totalmente por los participantes en un fondo determinado. Otras comunidades y otros trabajadores disfrutarán también probablemente de los beneficios, pero sin tener que participar en los costes correspondientes. Como resultado, para los propios participantes en el fondo de pensiones, el fondo produce una tasa de rendimiento inferior que la que obtendrían siguiendo los criterios de inversión ortodoxos. Desde la década de 1970, se han citado muchos ejemplos en Estados Unidos en los que los fondos obtuvieron de hecho un menor rendimiento o incurrieron en riesgos mayores al apoyar inversiones cuyos beneficios sociales eran difusos.

Estas críticas, sin embargo, se deben contemplar en un contexto más amplio. En primer lugar, los fondos de pensiones gestionados según los criterios financieros ortodoxos también obtuvieron malos resultados en la década de 1980, con la tendencia cada vez más especulativa de los mercados. Según un estudio, los fondos de pensiones obtuvieron de media un 2,6 por 100 menos que la media del índice 500 de Standard and Poor's, y esto antes de restar los honorarios de los gestores, que equivalían por término medio al 0,5 por 100 de los activos. Dichos resultados sugieren que los fondos deberían sencillamente despedir a sus directivos y adquirir un fondo vinculado como el 500 de Standard and Poor's. El problema aquí es que, al hacerlo, los participantes en el fondo, lejos de aumentar su control sobre la asignación de sus propias pensiones, habrían rendido por completo su autoridad a los caprichos del mercado.

La alternativa sería utilizar la política para crear condiciones de mercado que respaldasen los criterios de inversión social. Barber y Ghilarducci señalan que, según se ha ido ganando experiencia, y cuando los gobiernos han decidido apoyarlos, muchos esfuerzos de inversión social de los fondos de pensiones han tenido éxito. Para solidificar estos éxitos, y para avanzar iniciativas similares hacia la construcción de una estructura financiera guiada por una opción voz democrática, será necesario establecer medidas de fomento más amplias en las áreas de política reguladora, de banco central y fiscal⁵⁵.

⁵⁴ Este análisis sigue el estudio de la bibliografía existente incluido en Barber y Ghilarducci «Pension Funds Capital Markets, and the Economic Future», cit.

⁵⁵ Véanse Robin MURRAY, «Pension Funds and Local Authority Investment», en L. Harris, J. Coakley, M. Croasdale y T. Evans, eds., *New Perspectives on the Financial System*, Nueva

Regulación financiera

Consideremos de nuevo la *Community Reinvestment Act* [Ley de Reversión en la Comunidad], ya que es una iniciativa reguladora reciente en Estados Unidos en la que al menos se ha dotado de rango de ley, si bien no se ha aplicado en la práctica, un programa de opción voz democrática. Uno de los principales problemas de la *Community Reinvestment Act* es que es aplicable sólo a los bancos. Los bancos afirman, legítimamente, que se les ha situado en desventaja competitiva en relación con otros intermediarios. Esta desventaja se utiliza, pues, para no aplicar la ley. Un medio sencillo pero drástico de fortalecer la *Community Reinvestment Act* sería, por lo tanto, ampliar sus requisitos a todos los intermediarios: para «nivelar hacia arriba el campo de juego» de todas las instituciones financieras⁵⁶. Como proponen D'Arista y Schlesinger, dicha nivelación hacia arriba de los requisitos reguladores se podría conseguir con bastante facilidad. El principal cambio legislativo supondría el establecimiento de unos sistemas de autorización uniforme para todos los intermediarios, que incluyese a todas las instituciones que acepten depósitos del público y hagan préstamos o compren valores con dichos fondos. A dichas instituciones se les exigiría entonces que mantuviesen algún tipo de cartera de «inversión en la comunidad»⁵⁷.

Dicho cambio requeriría también, claramente, una revisión de la noción de «cartera comunitaria»: es obvio que la propuesta no tendría como objetivo inundar de nuevas oportunidades de préstamo a «comunidades» ya favorecidas con fuertes concentraciones de instituciones financieras, como Wall Street, mientras que áreas con pocas instituciones financieras se ven privadas de fondos. Para mantener el espíritu de la *Community Reinvestment Act*, el principio subyacente a su ampliación tendría que ser que las instituciones financieras deben tener en cuenta la incidencia social de su cartera de préstamos para cumplir con los términos de sus escrituras de

York, 1988, pp. 306-324, y Richard MINNS, «Pension Funds: An Alternative View», en Harris *et al.*, eds., *New Perspectives on the Financial System*, cit., pp. 325-344, se presentan perspectivas contrastadas sobre la viabilidad de estrategias comparables en el Reino Unido. La experiencia en Suecia desde 1976, con el fondo asalariado propuesto por el economista sindical Rudolph Meidner ofrece también interesantes perspectivas sobre la gestión progresista de los fondos de pensiones. Sin embargo, el plan de Meidner era un esfuerzo por ampliar la propiedad y el control de los trabajadores sobre el funcionamiento de la empresa (similar a la propuesta de Block en este último aspecto), además de influir en la composición general de la inversión, que constituye la principal preocupación de las estrategias de inversión social en Estados Unidos. Respecto a un análisis de las cuestiones políticas suscitadas por la propuesta de Meidner, véase Jonas PONTUSSON, «Sweden: After the Golden Age», en P. Anderson y P. Camiller, *Mapping the West European Left*, cit., pp. 23-54.

⁵⁶ La propuesta de «nivelar hacia arriba el campo de juego» de todas las instituciones financieras se presenta en Jane W. D'Arista y Tom Schlesinger, «The Parallel Banking System», en G. Dymski *et al.*, eds., *Transforming the U.S. Financial System*, cit., pp. 157-200. Más datos sobre la evolución de la estructura reguladora financiera se presentan en el importante y extenso estudio de D'ARISTA, *The Evolution of US Finance*, vol. II, Armonk, Nueva York, 1994.

⁵⁷ D'Arista y Schlesinger, «The Parallel Banking System», cit.

constitución. Aplicar esta idea a una escala mayor podría quizá conseguirse mejor dentro del marco de la política del banco central.

La política del banco central

Con respecto a la Reserva Federal, unas medidas bastante sencillas podrían avanzar mucho en el apoyo a los criterios sociales en la asignación de crédito y la inversión, y por lo tanto complementar políticas para ampliar la responsabilidad democrática dentro del banco central. En la actualidad, la Reserva Federal opera mediante dos instrumentos políticos básicos: operaciones de mercado abierto, que consiste en la compra y venta de títulos del Estado en el «mercado abierto» para cambiar los tipos de interés a corto plazo; y la «política de ventanilla de descuentos» mediante la cual los bancos regionales de la Reserva Federal realizan préstamos directamente a bancos que precisan reservas de efectivo adicionales. Ambos instrumentos económicos conciernen exclusivamente a los movimientos a corto plazo de tipos de interés y agregados de crédito. Y sin embargo, como resultado de las experiencias de los últimos veinte años de innovación financiera, liberalización y globalización, la capacidad de la Reserva Federal para conseguir incluso sus objetivos de política a corto plazo ha disminuido⁵⁸.

Al mismo tiempo, he sostenido en otra parte que dos innovaciones relativamente sencillas en la política aplicada podrían aumentar sustancialmente la capacidad de los bancos centrales para influir en los patrones de asignación de crédito a más largo plazo, incluidas las políticas dirigidas al préstamo social⁵⁹. El primer cambio de política sería aumentar el papel del préstamo de ventanilla de descuento respecto a las operaciones de mercado abierto. Esto proporcionaría a los bancos regionales de la Reserva Federal, cada uno de los cuales funciona con su propia ventanilla de descuento, una autoridad reguladora más directa sobre las actividades de préstamo de los intermediarios privados, lo cual les permitiría promover horizontes y estabilidad financiera a más largo plazo, así como una serie de criterios de préstamo social derivados, por ejemplo, de una estrategia de inversión de los fondos de pensiones. También redistribuiría hacia abajo el poder de tomar decisiones de la Reserva Federal, creando canales de responsabilidad más eficaces. La segunda sugerencia es establecer requisitos diferenciales de activos-reservas para todos los intermediarios de Estados Unidos. Los usos de crédito preferidos, establecidos según el cálculo de los costes y beneficios sociales que suponen los préstamos, se harían entonces significativamente menos costosos que los usos de fondos no preferidos. Esta subvención de los préstamos socialmente

⁵⁸ Acerca de la limitada capacidad de las herramientas de política monetaria habituales para lograr sus objetivos, véase, por ejemplo, Benjamin FRIEDMAN, «Lessons of Monetary Policy from the 1980s», *Journal of Economic Perspectives* 3 (1988), pp. 51-72.

⁵⁹ Pollin, «Public Credit Allocation through the Federal Reserve», cit.

deseables constituiría entonces una forma sencilla de generalizar los criterios de préstamo social representados en la *Community Reinvestment Act* ampliada, o en una estrategia determinada de inversión de los fondos de pensiones.

Impuesto sobre la transacción de títulos

El objetivo de dicho impuesto sería reducir la actividad financiera especulativa aumentando los costes de comerciar con los valores financieros. Esto se haría sometiendo todas las transacciones de activos financieros a un pequeño impuesto. El tipo impositivo resultaría insignificante en aquellos casos en los que los activos se comprasen y se conservasen por un largo período. La carga del impuesto sólo la sentirían aquellos que realizan operaciones frecuentes.

Una de las ventajas de esta propuesta es que, incluso aunque no consiguiese reducir significativamente las operaciones especulativas, se convertiría en una formidable fuente de ingresos para el Estado, que a su vez podría financiar, por ejemplo, un programa público de inversión. Baker, Pollin y Schaberg calculan que, dado el nivel de negocio en los actuales mercados de valores de Estados Unidos, un impuesto del 0,5 por 100 sobre los títulos, que se recortaría proporcionalmente para los bonos y los productos derivados, supondría unos ingresos aproximados de 30.000 millones de dólares, aun cuando el volumen de negocio se redujese a la mitad⁶⁰.

Dichos impuestos han funcionado en muchos países, incluidos Francia, Alemania, Países Bajos y Japón. En años recientes, sin embargo, se han abandonado en buena medida como respuesta a dos argumentos: que los mercados financieros se han vuelto demasiado complejos como para permitir que el impuesto se imponga equitativamente entre los diversos mercados; y que la integración financiera mundial obliga a los países a minimizar los impuestos, y otros costes, que recaigan sobre los potenciales inversores, para evitar que los fondos se trasladen a otros países con impuestos más bajos. No obstante, ninguna de estas consideraciones supone barreras infranqueables para el diseño de un impuesto factible. Como ya se ha señalado, un tipo impositivo del 0,5 por 100 sobre los títulos no se aplicaría uniformemente a todos los mercados, sino que se recortaría en los mercados de bonos y de derivados según el vencimiento de los diversos instrumentos. Para disuadir a los inversores de abandonar el mercado estadounidense, el impuesto se debería aplicar a todas las operaciones realizadas por contribuyentes estadounidenses, con independencia del país en que se produjese la operación, al igual que el

⁶⁰ Dean Baker, Robert POLLIN y Marc SCHABERG, «Main Street vs. Wall Street: Taxing the Big Casino», *The Nation*, 9 de mayo de 1994, pp. 622-624.

impuesto sobre la renta se aplica sobre todos los ingresos, no sólo sobre los obtenidos en Estados Unidos. Dicho impuesto funcionaría mejor, por supuesto, en conjunción con un impuesto similar, como el propuesto por James Tobin sobre el comercio de divisas, en el que todos los países cooperen⁶¹. Sin embargo, las experiencias con versiones puramente internas de este impuesto dejan claro que puede funcionar eficazmente dentro de este contexto más reducido, especialmente en un país como Estados Unidos, con un profundo mercado de valores internos.

¿Son estas propuestas utópicas?

Las ideas esbozadas sobre políticas específicas se han obtenido completamente de programas que ya han sido utilizados, o al menos seriamente considerados, en Estados Unidos o en otros países capitalistas avanzados. Desde el punto de vista técnico son, pues, factibles al no apartarse demasiado de las actuales estructuras institucionales o políticas. Son también adaptables a las actuales realidades políticas de un país, dado que se podrían aplicar en fases, partiendo de la configuración institucional vigente.

Al mismo tiempo, consideradas en conjunto, no hay duda de que dichas ampliaciones de la opción voz democrática supondrían una sustancial expansión hacia abajo del poder económico, y la elite política y económica, por lo tanto, presentaría resistencia. Es de esperar, en especial, que las elites intentasen persistentemente socavar la eficacia de dichas políticas una vez convertidas en leyes, como han hecho en Estados Unidos con la *Community Reinvestment Act*. Esto suscita la cuestión planteada por Coakley y Harris para el Reino Unido y por Lipietz para Francia: si la propiedad pública de las instituciones financieras sigue siendo un imperativo, no como un fin en sí mismo, sino como el medio para aplicar el tipo de reformas igualitarias esbozadas aquí⁶². Dejaremos de nuevo a un lado las dimensiones políticas de dicha cuestión, aunque son obviamente de fundamental importancia, y pasaremos a la cuestión económica implícita: cómo funcionaría un sistema financiero dominado por la opción voz bajo propiedad pública.

⁶¹ David FELIX desarrolla los argumentos básicos a favor del impuesto «Tobin» sobre el comercio de divisas, incluida la opinión de que sus ingresos estén dirigidos a financiar las Naciones Unidas. «The Tobin Tax Proposal: Background, Issues, and Prospects», *Futures* 27, 2 (1995), pp. 195-208.

⁶² Jerry COAKLEY y Laurence HARRIS, *The City of Capital: London's Role as a Financial Centre*, Oxford, 1983; Lipietz, «The Limits of Bank Nationalization in France», cit.

IV. PROPIEDAD PÚBLICA Y POLÍTICAS CREDITICIAS

1. *El modelo de socialismo de mercado de Bardhan-Roemer*

Bardhan y Roemer han sostenido que lo que yo denomino sistemas de asignación pública de crédito dominados por la opción voz se pueden utilizar como institución organizadora central de una economía socialista de mercado factible⁶³. Su propuesta incorpora niveles de propiedad pública que abarcan más allá del sector financiero para incluir también empresas no financieras de gran escala. Pero la fuerza general de su propuesta saca a colación cuestiones válidas para cualquier tipo de estrategias de nacionalización. Más en general, como yo analizo más adelante, su enfoque puede considerarse como una estrategia dentro de una gama de alternativas para desarrollar un marco de voz democrática en los sistemas financieros.

Bardhan y Roemer sostienen que una economía socialista de mercado es aquella en la que los activos productivos de gran escala de la economía son, de alguna manera, propiedad pública. Los beneficios obtenidos por estas empresas se distribuyen igualmente entre los ciudadanos. El reto fundamental para dicha economía es el mismo que nunca se resolvió con éxito en los antiguos países comunistas: cómo resolver el problema principal/agente entre los directivos, como mandatarios, y los propietarios de la empresa, fuertemente dispersos, –el Estado y, en última instancia, la ciudadanía– como mandantes.

Dado que Bardhan y Roemer contemplan este problema como equivalente a aquel que se da entre propietarios y gestores en el capitalismo empresarial, sostienen que su resolución más eficaz emulará las soluciones que se han dado con éxito en las economías capitalistas: mediante una serie de instituciones financieras dominadas por un mecanismo de voz con un competitivo mercado de trabajo de los directivos y claros criterios de éxito en la gestión. Sostienen además que la solución de los problemas de incentivos del sistema establecerá fuertes protecciones contra lo que Kornai ha denominado «constricciones del presupuesto blando», los medios por los que los gobiernos se desvían de las políticas presupuestarias, fiscales y de precios establecidas para ayudar a las empresas ineficaces en lugar de permitirles quebrar⁶⁴. Bardhan y Roemer dedican menos atención a las formas en que los sistemas financieros dominados por la opción voz podrían también resolver eficazmente los problemas de coordinación e información macroeconómicas aunque, como analizo más adelante, estas ventajas del sistema de opción voz deberían ser también transferibles a las economías dominadas por la propiedad pública.

⁶³ Bardhan y Roemer, «Market Socialism», cit.

⁶⁴ Véase, por ejemplo, Janos KORNAL, «Market Socialism Revisited», en Bardhan y Roemer, *Market Socialism*, cit., pp. 42-68.

Bardhan y Roemer han diseñado un conjunto de instituciones financieras que se inspira en gran medida en el sistema del *keiretsu* japonés, y en otros sistemas existentes dominados por la opción voz. Por ejemplo, en su modelo que se halla realmente muy próximo al sistema del *keiretsu*, las empresas se organizan como sociedades por acciones, que serán propiedad de sus trabajadores, de otras empresas públicas del grupo y del principal banco de inversiones que financia al grupo y supervisa sus actividades. Podría haber también propietarios subsidiarios, incluidos los fondos de pensiones y las compañías de seguros. El Estado sería el principal propietario de los bancos, de los fondos de pensiones y de las compañías de seguros. En este caso, habría varios controladores de las actividades de la empresa: los trabajadores/propietarios, los trabajadores y gestores de otras empresas del mismo grupo industrial, y, más importante, los directivos del banco principal. Como principales suministradores de fondos para las empresas no financieras, los directivos del banco tendrían la responsabilidad de financiar al grupo individual y mantener su nivel de rendimiento. El principal banco recibiría, por lo tanto, información sobre el rendimiento de la empresa basada en sus propias evaluaciones así como en las de otras instituciones.

En este modelo, los bancos serían la principal fuente de financiación externa, que son a su vez de propiedad pública. El Estado podría así canalizar fácilmente los fondos, a través de los bancos públicos, hacia las empresas. ¿Cómo podrían evitar, entonces, estos sistemas el problema de las constricciones del presupuesto blando? Bardhan y Roemer señalan tres sistemas de protección principales. El más importante es el sistema de incentivos para los directivos. Los directivos de los bancos obligados a solicitar al Estado fondos de ayuda dañarán su reputación en el proceso. Además, el Estado tendría que establecer compromisos previos de criterios de rendimiento, y estar dispuesto a liquidar las empresas que no los cumplan. Finalmente, la economía estaría abierta a la competencia internacional⁶⁵. Esto crearía una fuente de responsabilidad externa para las empresas y el conjunto del sistema.

2. El sistema financiero con opción voz/salida y las relaciones de propiedad alternativas

Las propuestas de Bardhan-Roemer son esencialmente un medio para ampliar las posibilidades igualitarias de los sistemas financieros dominados por los mecanismos de voz, al combinar las características democráticas de un sistema de voz con una distribución igualitaria de los dere-

⁶⁵ Aunque Bardhan y Roemer no son claros en este punto, no se debería interpretar que abrir una economía a la competencia internacional implica un respaldo del libre comercio sin restricciones. Considerando un ejemplo extremo, no deberíamos esperar que una economía que operase bajo preceptos socialistas abriese sus mercados a mercancías producidas por presos.

chos de propiedad. La relación entre esta propuesta y las demás que hemos analizado se resumen en el Cuadro 1. Las filas de la matriz caracterizan los tres tipos de sistemas financieros: sistemas donde predomina la opción salida, la opción voz, y la opción voz democrática. Las columnas caracterizan las relaciones de propiedad dominantes: privadas, mixtas y públicas. En las primeras dos filas se sitúan diversos sistemas históricos y existentes. Las propuestas que hemos estudiado se encuentran en la fila inferior, dado que todas incluyen un mecanismo de voz democrática, pero se distinguen por el sistema de propiedad de bienes raíces predominante.

CUADRO 1. *Sistemas financieros y formas de propiedad*

<i>Marco institucional financiero predominante</i>	<i>Forma de propiedad predominante</i>		
	<i>Privada</i>	<i>Mixta</i>	<i>Pública</i>
<i>Opción salida</i>	Estados Unidos Reino Unido durante la década 1980	Reino Unido. Décadas de 1960-1970 (propiedad pública principalmente de empresas no financieras)	---
<i>Opción voz elitista</i>	Japón Alemania	Francia, Corea del Sur (principalmente propiedad pública de empresas financieras)	Antigua Unión Soviética
<i>Opción voz democrática</i>	Propuesta en Estados Unidos de reinversión en la comunidad, fondos de pensiones, Reserva Federal, impuestos sobre las transacciones de títulos.	Propuesta de Coakley-Harris	Propuesta de Bradhan-Roemer

Queda claro a partir de este Cuadro que el cambio para el que no hay experiencia equivalente es el movimiento hacia el mecanismo de voz democrática. Esto suscita la pregunta de si los éxitos de los sistemas de voz elitistas son transferibles a la opción de voz democrática. Al mismo tiempo, las propuestas representadas en el recuadro que combina la opción de voz democrática con la propiedad predominantemente privada están diseñadas para aplicarse de forma cada vez más amplia, como un programa reformista dentro de los sistemas capitalistas controlados por la opción salida o la opción voz elitista situados en los recuadros superiores de la matriz. Los avances hacia las propuestas de Bardhan-Roemer supondrían una transformación más amplia respecto a las economías capitalistas existentes, aunque no necesariamente hacia economías del tipo de la antigua Unión Soviética. En cualquier caso, dichos movimientos plantean la cuestión adicional de si la combinación de la opción voz democrática combinada con la propiedad pública erosionaría más los beneficios de los sistemas de voz elitistas. Éstas son las cuestiones a las que pasaremos ahora.

3. *Estructura financiera democrática, propiedad pública y crítica al socialismo de mercado*

La cuestión de si los sistemas financieros democráticos pueden retener las características de eficacia de los sistemas de voz dominados por la elite puede evaluarse dentro de un debate más amplio y venerable: si las fuentes de eficiencia de una economía de mercado se pueden reproducir dentro de un sistema económico igualitario. Esta cuestión ha recibido considerable atención en los debates sobre la viabilidad del socialismo de mercado. Oscar Lange fue, por supuesto, el primero en ofrecer un modelo que demuestra que la economía socialista de mercado podría funcionar eficazmente. Demostró que en una economía con libre elección de los consumidores, pero en la que los medios de producción fuesen de propiedad pública, el mecanismo de precios se podría seguir utilizando para resolver los problemas de información asociados con la formación de precios y la asignación de recursos⁶⁶.

Lange fue atacado por Hayek, que sostenía que su modelo, aunque internamente coherente, no tenía en cuenta la fuente fundamental de la eficacia capitalista. Ésta no era su capacidad para asignar recursos mediante el establecimiento competitivo de precios, sino más bien la naturaleza de su sistema de derechos de propiedad. En especial, Hayek sostenía que el sistema de propiedad privada favorece el progreso técnico que, a su vez, es la fuente del dinamismo capitalista⁶⁷. Recientemente, además, Howard y King han sostenido de manera muy meditada que esta crítica hecha por Hayek al socialismo de mercado sigue, de hecho, la propia idea que Marx tenía de los recursos del dinamismo del capitalismo. Howard y King establecen que:

Sin tener en cuenta la diferencia de lenguaje, Marx y Hayek están de acuerdo en dos asuntos básicos en referencia a la naturaleza de las relaciones sociales capitalistas. En primer lugar, la fuerza del capitalismo radica en su dinámica capacidad transformadora, no en su capacidad para engendrar asignaciones que satisfagan criterios estáticos de bienestar utilitario. En segundo lugar, el capitalismo es especialmente eficaz para aumentar la productividad⁶⁸.

Desde esta perspectiva, el capitalismo engendra eficacia porque su sistema de relaciones de propiedad proporciona libertad a los capitalistas para establecer nuevos métodos de producción y abandonar las técnicas existentes, y, de manera similar, para emplear y deshacerse de trabajadores según lo necesite. Además, el sistema proporciona una poderosa estruc-

⁶⁶ Oscar LANGE, «On The Economic Theory of Socialism» (1936), en B. Lippincott, ed., *On the Economic Theory of Socialism*, Minneapolis, 1956.

⁶⁷ E. A. HAYEK, «Socialist Calculation: The Competitive "Solution"», *Economica* 7 (1948), pp. 125-149, y *The Fatal Conceit*, Chicago, 1988.

⁶⁸ Michael HOWARD y John E. KING, «Is Socialism Feasible? An Analysis in Terms of Historical Materialism», *Review of Political Economy* 6, 2 (1994), p. 143.

tura de incentivos para los capitalistas, al presentar formidables recompensas materiales para aquellos que consiguen aumentar la productividad mediante la innovación, y graves castigos a quienes fracasan.

Para Howard y King, está claro que una economía socialista de mercado no puede permitir a los individuos privados este grado de libertad a la hora de elegir los métodos de producción, y especialmente en lo que respecta a la contratación y despido de trabajadores. No puede, por lo tanto, reproducir la fuente básica de eficacia del capitalismo, y de esa forma se verá superada por una economía con relaciones capitalistas de propiedad privada. Howard y King sostienen que si las economías de socialismo de mercado fuesen capaces de competir con las capitalistas en cuanto a innovación y productividad, deberían haber emergido embrionariamente en el capitalismo contemporáneo.

4. *¿Cuáles serían los resultados de un sistema de voz democrático?*

Claramente, las dudas planteadas por Howard y King, y la bibliografía crítica asociada, sobre el socialismo de mercado se pueden aplicar directamente a la versión de sistemas financieros dominados por una opción de voz democrática presentada por Bardhan-Roemer, dado que el suyo es un modelo específicamente de socialismo de mercado dominado por la propiedad pública. No obstante, las cuestiones generales relacionadas con las fuentes de la eficacia capitalista son cruciales para todas las versiones de sistema financiero dominado por una opción voz democrática. El punto de partida de los diversos sistemas financieros democráticos es que no se basan en el mercado como mero análogo informático (según el término utilizado por Patnaik)⁶⁹, que guía la formación de precios y la asignación de recursos. Se centran, por el contrario, en un conjunto de relaciones institucionales encargadas de resolver los problemas de incentivos, coordinación e información que se producen en las empresas de gran tamaño y, más en general, en el ámbito macroeconómico de las economías modernas, independientemente de las formas de propiedad alrededor de las cuales se organizan estas economías. Como tales, estos sistemas dominados por la opción voz pueden trascender a las críticas de los esquemas socialistas de mercado como el de Lange⁷⁰.

En primer lugar, como hemos visto, los actuales sistemas financieros dominados por la opción voz elitista son más eficaces que los sistemas de

⁶⁹ Prabhat PATNAIK, *Economics and Egalitarianism*, Nueva Delhi, 1991.

⁷⁰ Trabajando sobre una crítica del modelo de equilibrio general planteado por Arrow-Debreu, dicho argumento también se puede derivar del reciente libro de Stiglitz sobre el socialismo de mercado (Joseph E. STIGLITZ, *Whither Socialism?*, Cambridge, Massachusetts, 1994), como queda claro en la reseña que Roemer hace de esta obra. John E. ROEMER, «An Anti-Hayekian Manifesto», NLR 211, pp. 112-129.

salida para promover el aumento de productividad a largo plazo, y –centrándonos principalmente ahora en la escala macroeconómica que Bardhan y Roemer no estudiaron– promover la inversión productiva, reducir la fragilidad financiera y mitigar los efectos de la especulación. Es decir, los sistemas dominados por la opción voz elitista superan de hecho a los sistemas dominados por la opción salida, según los métodos de medición de la productividad y la innovación utilizados por Howard y King⁷¹. Además, dado que los sistemas dominados por la opción voz han funcionado bien en diversos ámbitos internacionales, justo es decir que han superado la prueba más rígida de Howard y King: han emergido de los intersticios del capitalismo, y han sobrevivido y crecido precisamente porque superan a los sistemas financieros dominados por la opción salida. Es cierto que parte de la base de su éxito ha sido la voluntad de la elite de establecer estrategias de «capacidades organizativas» a largo plazo para obtener un rendimiento elevado, renunciando, por lo tanto, a una ruta hacia las recompensas a más corto plazo, mediante el seguimiento de indicadores del mercado financiero. Esto sugiere que si las elites percibieran que los beneficios obtenidos por una estrategia de mercado financiero aumentan significativamente en términos relativos, podría ser cada vez más difícil mantener el consenso de la elite respecto a un sistema de voz. Por otra parte, para que los sistemas de voz elitistas se democratizaran sustancialmente, una de las premisas de dicha transformación tendría que ser la creación de una coalición política comprometida con el cultivo de las ventajas a largo plazo de un modelo de voz.

¿Podría un modelo de voz democrático funcionar sin basarse en el desempleo y penalizaciones aliadas como fuentes de eficacia? Aquí proceden diversos comentarios. En primer lugar, en la medida en que el propósito del desempleo es conservar el poder de negociación relativo de los capitalistas en los mercados de trabajo, cualquier ampliación significativa de la propiedad pública y de la opción voz democrática debería reducir esa fuente de presión a favor del desempleo. En segundo lugar, en la medi-

⁷¹ No hay suposición aquí respecto a cuál es la ruta más adecuada hacia la obtención de una productividad elevada, tanto para un líder como para un seguidor tecnológico; aunque es cierto que, históricamente, los sistemas dominados por la opción voz han estado asociados con los países de desarrollo tardío, como Alemania, Japón y Corea del Sur, mientras que los sistemas dominados por la opción salida, Estados Unidos y el Reino Unido, comenzaron como líderes tecnológicos. En *The Political Economy of Industrial Policy*, especialmente en el capítulo 3, Chang ofrece diferentes razones por las que la política industrial dirigida por el gobierno puede ser al menos tan eficaz para promover la innovación técnica endógena y las eficacias dinámicas a largo plazo. Quizá una cuestión fundamental aquí sea que la discusión da por supuesto que los aumentos de productividad, sin referencia a la composición del producto, son en sí mismos necesariamente deseables. Aunque éste no es el caso, hay poca duda de que lo que Edward Nell denomina «senda de crecimiento transformador» –es decir, un cambio en la composición del producto que incorpora los efectos ambientales de la producción sobre la tasa de rendimiento social– es deseable, y que los medios para conseguir ese resultado implicarán sostener niveles relativamente elevados y una asignación eficiente de los recursos de inversión. E. NELL, *Transformational Growth and Effective Demand*, Londres, 1992.

da en que el desempleo se asocia con fluctuaciones macroeconómicas independientes de los imperativos del mercado de trabajo, hemos visto que los sistemas financieros dominados por la opción voz consiguen mantener mejor un entorno macroeconómico estable. Al disponer de un entorno macroeconómico más estable, las economías dominadas por la opción voz están más capacitadas, por lo tanto, para utilizar con eficacia las herramientas tradicionales de política presupuestaria y monetaria.

¿Podrían los sistemas de voz democráticos mantener también el conjunto de microincentivos que están alcance del sistema de voz elitista? Bardhan y Roemer sugieren que así es, siempre que la economía esté abierta a la competencia internacional, el gobierno esté comprometido con el mantenimiento de criterios de rendimiento claros y restricciones presupuestarias duras y, lo que es más importante, exista un mercado de trabajo de directivos competitivo. Sin embargo, Putterman, y Roland y Sekkat sostienen que el mercado de trabajo de directivos no será eficaz dentro del tipo de marco de propiedad pública de Bardhan-Roemer, y sus argumentos establecen dudas sobre todos los sistemas de voz democráticos⁷².

El primer argumento, resaltado por Putterman, es que los ciudadanos en general son un grupo de propietarios excesivamente difuso. No tendrán ni la información adecuada ni la motivación para servir de controladores efectivos del rendimiento de los gestores. Aunque ésta es una duda grave, es una vez más el mismo problema que existe en un sistema privado de mercado de capitales. Putterman cita una solución del tipo ofrecido por Jensen a este problema dentro de un sistema de mercado de capitales, es decir, el seguimiento del control empresarial que se produce a través del mercado. Pero como hemos visto, la solución más eficaz y potencialmente más igualitaria es un sistema financiero dominado por la opción voz. Además, favorecer fuertes asociaciones de ciudadanos dentro del sistema dominado por la opción voz aumentará la eficacia del seguimiento del rendimiento de los directivos por parte de los ciudadanos.

La segunda duda, resaltada por Roland y Sekkat, es que cualquier sistema dominado por la propiedad pública tendrá cerrada la opción salida para los directivos insatisfechos con una carrera profesional en el sector público. El predominio de la propiedad pública pondrá al Estado en la posición de monopolista en relación con el mercado de trabajo de directivos, dando al gobierno poder para «manejar» la carrera profesional de éstos. Es un argumento convincente, pero sólo se aplica plenamente a un sistema con una propiedad completamente pública. Su postura apunta a los méritos relativos de aquellos sistemas situados en la mitad de la última fila del Cuadro 1: es decir, un sistema dominado por una opción voz demo-

⁷² Louis PUTTERMAN, «Incentive Problems Favoring Noncentralized Investment Fund Ownership», en Bardhan y Roemer, *Market Socialism*, cit., pp. 156-168. Gerard ROLAND y Khalid SEKKAR, «Market Socialism and the Managerial Labor Market», en Bardhan y Roemer, *Market Socialism*, cit., pp. 204-218.

crática con propiedad pública y privada de las grandes empresas. Es probable que esto proporcione un entorno favorable para la innovación en las estructuras financieras dominadas por la opción voz y al mismo tiempo evite que el Estado se convierta en un monopolista en el mercado de trabajo de los directivos.

V. CONCLUSIÓN

Los sistemas financieros dominados por una opción voz democrática ofrecen una base muy prometedora para reconstruir un programa de política económica igualitaria. Dicho enfoque, en primer lugar, está condicionado a lo que, según Patnaik, es el principal requisito de la economía igualitaria: «la creación de instituciones apropiadas para la participación activa de la clase trabajadora en la vida económica y política»⁷³. Además, este enfoque es enormemente flexible. Se puede desarrollar a partir de las estructuras institucionales existentes dentro de las economías capitalistas, y así, dependiendo de las circunstancias políticas, puede aplicarse gradualmente. Por otro lado, este aparato político es eficazmente adaptable a diversos sistemas de propiedad de los bienes raíces, que varían desde las economías de propiedad privada como la de Estados Unidos hasta sistemas de propiedad predominantemente pública, como los que todavía existen en la mayoría de los países de Europa del Este o como los han planteado Bardhan y Roemer.

Por supuesto, los capitalistas y sus aliados políticos se resistirán a cualquier cercenamiento serio de sus prerrogativas en los mercados financieros. Los sistemas de voz democráticos no se pondrán en práctica basándose exclusivamente en lo atractivo de su lógica. Ésta es la razón por la que hemos adoptado la sugerencia planteada por Coakley y Harris de que quizá sea necesaria la propiedad pública de las principales instituciones financieras, no como un fin en sí misma, sino como base para aplicar eficaces políticas de crédito democráticas. Aun así, en países como Estados Unidos, en los que la propiedad pública del sistema financiero no es políticamente factible, sigue siendo posible introducir importantes elementos de un programa de voz democrático. Programas como la reinversión en la comunidad, el establecimiento de objetivos para las inversiones de los fondos de pensiones, y el cambio de los objetivos de funcionamiento y del grado de responsabilidad del banco central son políticamente factibles incluso dentro de la economía actual de Estados Unidos, y deberían ser preocupaciones básicas de los movimientos progresistas. Además, trabajando para establecer dichas iniciativas políticas dentro de los sistemas financieros privados, conseguimos experiencia y conocimiento sobre los límites de la reforma bajo sistemas financieros privados.

La clave para la viabilidad del sistema de voz democrático es que pueda aplicar la solución de los sistemas financieros dominados por la opción

⁷³ Patnaik, *Economics and Egalitarianism*, cit., p. 33.

voz elitista a los problemas de incentivos, coordinación e información existentes en todas las economías. Hemos visto que el modelo basado en la estructura bancaria y en la opción voz elitista promueve objetivos compatibles entre los propietarios y los gestores de las empresas con mayor eficacia que los sistemas basados en la opción salida. Estas características del modelo basado en la opción voz elitista deberían ser transferibles a los sistemas de opción voz democrática.

Buena, si no la mayor, parte de la actividad económica en cualquier versión de modelo de voz democrática seguiría realizándose a través de los mercados. Sin embargo, el modelo de voz democrática no es vulnerable a las críticas legítimas del modelo de mercado socialista de Lange, según las cuales dicho modelo emplea los mercados como un mero análogo informático, olvidando las relaciones sociales que subyacen a ellos. Al mismo tiempo, en la medida en que el modelo de voz democrática es eficaz, debería ser también capaz de utilizar herramientas tradicionales de política macroeconómica –de hecho, debería estar mejor situado para utilizarlas que las economías más orientadas al libre mercado– para minimizar el desempleo. Y lo que es más importante, debería estar bien situado para compensar con fuentes alternativas de eficacia los «beneficios» de eficacia que comporta el desempleo.

¿Son viables los sistemas financieros dominados por la opción voz dentro de unos mercados cada vez más globalizados?⁷⁴ Es cierto que las economías capitalistas avanzadas con sistemas financieros basados en la estructura bancaria, como Japón, Francia y Alemania, han seguido la tendencia mundial, iniciada en la década de 1970, a liberalizarlos. Las reformas legislativas en Japón y Francia, por ejemplo, han aumentado la capacidad de los bancos comerciales para participar en los mercados de capitales. En Alemania, donde los bancos siempre han participado activamente en los mercados de capitales, la liberalización ha respaldado el uso de nuevos instrumentos financieros y la participación de los bancos extranjeros en los mercados de capitales internos⁷⁵. En Corea del Sur y en otros países del Este asiático se ha producido un movimiento general desde la década de 1970 hacia la liberalización de los tipos de interés, la titulación de los mercados financieros, y la relajación de los criterios reguladores⁷⁶.

Al mismo tiempo, los elementos fundamentales de los sistemas financieros basados en la estructura bancaria se han conservados intactos. Por ejemplo, las estrechas relaciones entre los bancos y la industria, como el

⁷⁴ El análisis incluido a continuación se ha beneficiado en gran medida del trabajo preliminar realizado al respecto por Ilene Gabel.

⁷⁵ Itzhak SWARY y Barry TOPF, *Global Financial Deregulation: Commercial Banking at the Crossroads*, Cambridge, Massachusetts, 1992, *passim*.

⁷⁶ Banco Mundial, *The East Asian Miracle: Economic Growth and Public Policy*, Nueva York, 1993, pp. 339-341.

sistema del *keiretsu* japonés, no se han visto erosionadas, a pesar de la liberalización del mercado de valores. Además, la participación del Estado en la asignación de crédito sigue siendo fuerte en los sistemas financieros basados en la estructura bancaria, con la excepción de Alemania, que nunca se ha basado en este mecanismo. El gobierno de los sistemas financieros basados en la estructura bancaria sigue recibiendo una sustancial proporción, si no la mayor parte, del ahorro de su país mediante sistemas de ahorro postal y formas similares de intermediación pública. Dada esta fuente de fondos, los gobiernos también pueden retener una considerable influencia en las decisiones de asignación de crédito, la cual ejercen mediante sus respectivos organismos de planificación⁷⁷. El hecho de que, a finales de la década de 1980, los mercados activos para el control de las grandes empresas no se desarrollaran en los sistemas financieros tradicionalmente basados en la estructura bancaria indica que la liberalización no ha subvertido las relaciones financieras «de capital vinculado» de estos países. No está claro si estas formas institucionales dominadas por la opción voz se rendirán con el tiempo a las presiones de los mercados financieros mundiales. Para que esto sucediese, haría falta que la continua profundización financiera generada mediante la globalización produjese oportunidades de beneficio cada vez mayores –y finalmente irresistibles– mediante estrategias de inversión «fluidas».

En resumen, dejamos como una cuestión abierta en qué medida la globalización representa una amenaza para la futura viabilidad de los actuales sistemas financieros basados en la estructura bancaria, por no decir nada de las políticas basadas en la opción voz democrática. Aun así, el modelo de sistema bifurcado existente en Japón –con un segmento abierto libre de aprovechar todas las oportunidades del mercado y un sector controlado de «capital vinculado»– parece ofrecer los perfiles de una solución viable para los actuales sistemas financieros basados en la estructura bancaria y, más importante, para el desarrollo de políticas de opción voz democrática que un movimiento progresista pudiese desear establecer. Aparte de esto, la cuestión debe evaluarse en términos políticos. Si la globalización es de hecho destructiva para el igualitarismo, los movimientos políticos progresistas tendrán que desarrollar programas económicos capaces de neutralizar estas fuerzas y al mismo tiempo avanzar en los mecanismos económicos igualitarios que promuevan la microeficacia y la macroestabilidad. Yo sostengo que un enfoque guiado por políticas financieras basadas en la opción voz democrática puede proporcionar la base para dicho programa económico.

⁷⁷ Ilene GRABEL, «Saving and the Financing of Productive Investment: The Imptortance of National Financial Complexes», en R. Pollin, ed., *The Macroeconomics of Finance, Saving and Investment*, Ann Arbor, 1996.