

Las fuentes del crecimiento y el papel de las finanzas (*)

Robert M. Solow

Dos son los objetivos de esta breve conferencia. El primero es explicar algunos puntos importantes de la manera de pensar de los economistas actuales sobre el proceso del crecimiento económico en las economías desarrolladas, incluso haciendo hincapié en algunas definiciones básicas. Concedo importancia a este punto porque creo que el debate público sobre las fuentes que dan origen al crecimiento económico y las políticas que puedan promoverlo sigue, en gran medida, una línea equivocada. Como consecuencia de ello, se produce, al menos en Estados Unidos, un debate político muy poco claro que llega a introducir confusión incluso en conceptos tan básicos como el de la oferta y la demanda. Así pues, espero sugerir un marco claro en el que podamos analizar los temas de política y que nos permita introducir en el debate lo que los economistas académicos han podido esclarecer en lo tocante a las fuentes del crecimiento económico. En la medida de lo posible, me referiré a España como ejemplo. Confieso, sin embargo, que no conozco a fondo la economía española.

En la segunda parte, utilizaré algunas de las ideas de la primera para analizar la relación entre el sistema financiero de una economía nacional y el desempeño de esta economía en lo que respecta a la productividad y al crecimiento. Utilizaré en este punto algunas investigaciones recientes del McKinsey Global Institute, en las que he colaborado. No hemos estudiado específicamente a España, pero hemos analizado la marcha de la productividad en Francia y en Alemania, así como en Japón y Corea, y creo que algunas de las lecciones que hemos aprendido son de general aplicación.

Voy a comenzar con algunas ideas fundamentales del crecimiento económico. Ante todo, les ruego

tenham en cuenta que evitaré extenderme demasiado sobre la tasa de crecimiento; la razón para ello es que la tasa de crecimiento de una nación durante un plazo relativamente corto, como de unos cinco años, puede ser muy diferente de la tasa de crecimiento que pueda mantener a más largo plazo, como de veinte o treinta años, y que puede depender de factores muy diferentes. Una concentración excesiva en las tasas de crecimiento puede inducir a confusión. Cuando elegimos entre políticas que puedan tener consecuencias a largo plazo, es preferible decir: he aquí el camino que probablemente seguirá la economía de nuestro país si adoptamos la política A, y he aquí el tipo de camino que es probable que surja de acuerdo con la política B; ¿cuál de estos caminos preferimos?

Quiero que piensen ahora en tres tipos diferentes de sendas de crecimiento. Es probable que la primera de ellas sea suavemente ascendente; considérenla como la senda de crecimiento de "la práctica óptima". La llamo así porque representa lo que podría hacer una economía que funcione adecuadamente, y que solamente esté limitada por factores tales como sus condiciones demográficas y su base de recursos naturales. Sin embargo, ser la "práctica óptima" significa poseer un conocimiento cabal de lo último en tecnología y haber eliminado todos o casi todos los obstáculos a la productividad impuestos por un régimen monopolista exagerado, regulaciones excesivas y cualesquiera otros malos hábitos que podamos imaginar. A efectos prácticos, esta senda de crecimiento de la práctica óptima se identifica a veces con la tendencia seguida por la economía estadounidense cuando alcanza altos niveles de empleo, o por algunos otros países con niveles elevados de productividad. Ni que decir tiene que Estados Unidos no es en realidad un ejemplo de práctica óptima, pues abun-

dan los malos hábitos que coartan su productividad. Lo que interesa es que ustedes piensen aquí en la evolución económica a la que cualquier país pudiera aspirar.

Cuando los economistas tratan de entender esta senda para una economía cualquiera, la desglosan hasta llegar a las fuentes de las que emana su capacidad para producir el PIB real. Toman como punto de partida la disponibilidad del factor trabajo. A partir de ahí, la experiencia y el análisis les ha enseñado que el conocimiento, las técnicas y las aptitudes de la fuerza laboral pueden ser un factor sumamente importante, que determina su nivel de productividad. Estas características suelen resumirse como "capital humano". Sin embargo, este capital humano es difícil de medir; cuando se pretende llegar a cifras o cantidades, la solución de compromiso es calibrar el capital humano por el nivel de educación, de escolaridad y de formación incorporado en la fuerza laboral. De este modo, la escolaridad mejorada y ampliada puede considerarse como una fuente de crecimiento. Este razonamiento no es del todo satisfactorio, pero es el mejor que podemos hacer de momento. Se están realizando investigaciones en las que se trata de aprender algo sobre las técnicas y aptitudes generales que son más apreciadas por los empresarios y sobre la manera en que cambian. Estas investigaciones, sin embargo, se encuentran en una fase demasiado preliminar para ser de utilidad en el análisis cuantitativo.

Las otras fuentes de capacidad productiva son de carácter más tradicional. Las más importantes son los bienes de capital físico en forma de maquinaria y construcciones y, algunas veces, las tierras y otros recursos naturales. Finalmente, hemos de reconocer que, con el correr del tiempo, una cantidad determinada del factor trabajo y del capital humano y físico puede producir una cantidad cada vez mayor de bienes y servicios debido a que mejora la tecnología, van disminuyendo los obstáculos que causan ineficiencia en la producción (o, como todos reconocen, a veces van aumentando) y mejora o empeora la organización de la industria. Estas fuerzas suelen resumirse en lo que llamamos "productividad total de los factores". Tal vez sería mejor considerar la productividad total de los factores como algo parecido al nivel tecnológico, interpretándolo en un sentido muy amplio, de manera que no sólo incluya la tecnología propiamente dicha, sino también el *know-how* de la organización. Estos factores determinan la senda de crecimiento de la práctica óptima.

Al igual que cualquier otra senda de crecimiento, ésta puede describirse por la altura en que se sitúa y

por la rapidez con que se produce el crecimiento. Se trata de cosas muy distintas. Una mejora en la política económica puede elevar la senda de crecimiento de un país sin que mejore su tasa de crecimiento. Esto es positivo; si pulsando un botón pudiese lograrse que una economía tenga cada año un PIB un 10 por 100 más alto del que tendría sin pulsarlo, sería un logro notable. Todo el mundo pulsaría el botón. Yo diría que ese país se ha acercado más a la senda de la práctica óptima, y que su nueva política constituye sin duda una contribución positiva al crecimiento económico, incluso si la tasa de crecimiento a largo plazo no ha experimentado cambio alguno. Numerosas políticas económicas sólo pueden elevar la senda del crecimiento a largo plazo de una economía nacional, pero no pueden hacer que su pendiente sea más pronunciada. En términos generales, hacer más pronunciada o ascendente la senda del crecimiento significa aumentar el ritmo del avance tecnológico. Nosotros, los economistas, al igual que la mayoría de la gente, hablamos mucho sobre este tema; pero la verdad es que se sabe muy poco sobre las fuerzas que rigen la evolución de la tecnología de la práctica óptima. Más investigación es, sin duda, mejor que menos, pero no está del todo claro de qué modo más investigación afecta a la tasa de avance tecnológico.

La senda de la práctica óptima es algo así como un concepto universal. Pero fijemos ahora nuestra atención en una economía nacional o regional específica. Esta economía tiene una senda de crecimiento que llamaré la senda del producto potencial. Se trata de una senda que acepta la organización actual de la economía, incluyendo el nivel tecnológico al que puede acceder eficazmente. En un momento determinado, el año 1998 por ejemplo, la economía cuenta con un tipo de capacidad productiva normal: el PIB que puede generar sin crear tirantez en la oferta de trabajo, sin sobrecargar su capital productivo, sin tener necesidad de técnicas que actualmente no posee. La producción de su producto potencial en un año es un objetivo que una economía puede alcanzar, tal vez no de manera instantánea, pero sí en el plazo de uno o dos años, o quizá menos. Es importante tener presente que la senda potencial, tal como la he definido, es un concepto que corresponde al lado de la oferta; tiene que ver con la capacidad de producir. El objetivo de una política orientada al crecimiento es acercar la senda potencial a la de la práctica óptima. El logro de este objetivo elevará, con toda certeza, la senda potencial. Es muy probable que ello implique un aumento temporal de la tasa de crecimiento, conforme la economía se vaya moviendo hacia una senda potencial más elevada, pero es posible que no se produzcan cambios en la tasa de crecimiento a largo plazo.

De todos modos, a muy largo plazo, la tasa de crecimiento potencial no puede ser superior a la tasa de crecimiento de la práctica óptima.

La tercera senda que considero es la senda real que ha seguido la economía, aquélla que se describe en los informes económicos trimestrales o anuales. Ésta es, sin duda, fluctuante; hay años buenos y años malos. En los años malos, la senda real se sitúa muy por debajo de la potencial. La economía no está haciendo uso de toda su capacidad productiva normal. Esta brecha se pone de manifiesto en la capacidad inactiva y en un nivel de desempleo demasiado elevado. En los años muy buenos, la senda real puede estar por encima de la potencial. En este caso, la economía está sobrepasando su capacidad productiva normal, tal vez por un insuficiente mantenimiento del capital productivo y por unos horarios laborales más prolongados. En estas circunstancias, normalmente esperamos que con el tiempo se produzca un sobrecalentamiento de la economía y se genere una inflación. De hecho, una manera de pensar en la producción potencial, e incluso de medirla, es identificarla con el nivel más bajo de desempleo y de capacidad no utilizada que pueda mantenerse sin presiones inflacionarias.

¿Cómo se explica que una economía nacional produzca menos de lo que podría producir sin generar tensiones? La respuesta suele ser que la demanda es deficiente. Las empresas podrían producir más y emplear más personal, pero no lo harán a no ser que puedan encontrar un mercado para la producción adicional a precios razonables. Las recesiones (cuando la producción real está por debajo de la potencial) ocurren cuando la demanda es inadecuada, debido a que las exportaciones se han debilitado, o a que las importaciones competitivas están desplazando a la producción nacional, o a que los consumidores se muestran reacios a comprar, o a que las empresas no están dispuestas a hacer inversiones. Si la política económica pretende cerrar la brecha entre el PIB real y el potencial, deberá actuar por el lado de la demanda a fin de estimular el gasto.

Cuando una recesión llega a su fin y el PIB empieza a ponerse a la altura de su potencial, la tasa actual de crecimiento de la economía es muy elevada. En tanto la senda real esté por debajo de la potencial, el producto puede crecer rápidamente. Durante este proceso de recuperación, los políticos y los periodistas suelen prodigarse en felicitaciones por la tasa de crecimiento conseguida. Si bien no hay nada falso en ello, puede resultar engañoso. Este tipo de “crecimiento” es autolimitante. Se trata de un crecimiento

de la demanda. Cuando el PIB alcanza su nivel potencial, el crecimiento ulterior se ve limitado por la oferta, por la capacidad productiva (el PIB puede situarse por encima del potencial durante un tiempo, como expliqué antes, pero no es buena idea). Si bien la demanda puede aumentar con gran rapidez, el aumento de la oferta, de la capacidad productiva, se produce mucho más lentamente. En realidad, la tasa de crecimiento de la senda potencial es precisamente lo que define la velocidad con que la economía está aumentando su capacidad mediante la inversión, el crecimiento de la fuerza laboral, la mejora de las técnicas y el movimiento hacia un nivel tecnológico más elevado. Todos estos desarrollos correspondientes al lado de la oferta requieren instrumentos de política muy diferentes de los que son propios de tiempos de recesión.

En una recesión, el objetivo de la política macroeconómica a corto plazo es dirigir la senda real hacia la senda potencial, a fin de lograr lo que la prensa estadounidense llama un “aterrizaje suave”. Si es posible lograrlo, los pasos siguientes corresponden a la política de crecimiento, cuyo objetivo es hacer todo lo posible por acercar la senda potencial de la economía a la senda de la práctica óptima. Las acciones deseables no han de ser necesariamente las que son apropiadas para poner fin a una recesión. La manera de elevar la senda potencial es a través de la inversión —en capital productivo, en capital humano y en infraestructuras públicas— y mediante el logro de un nivel tecnológico más alto, de ordinario recibiendo prestado de la práctica óptima y tal vez aumentando la participación de la fuerza de trabajo. Como podrán comprobar, son acciones por el lado de la oferta (la inversión productiva tiene una doble vertiente: forma parte de la demanda agregada, pero contribuye a la oferta agregada. Éste es el comienzo de muchos puntos interesantes de la teoría económica, pero no nos ocuparemos de ellos en estos momentos).

También aquí el lenguaje común puede inducir a engaño. Una acción típica orientada al crecimiento, como el aumento sostenido de la tasa de inversión en la economía (por ejemplo, del 20 al 22 por 100 del PIB), elevará la senda potencial a una posición más alta, paralela a la senda anterior. Si la economía logra moverse suavemente hacia su nueva senda potencial, habrá un período durante el cual crecerá con más rapidez de lo que permitan tanto la senda potencial antigua como la nueva. Sin embargo, esta aceleración es básicamente temporal. Es como si usted conduce por una carretera siguiendo a un grupo de automóviles que van a 100 km por hora. Usted decide pasarlos y alcanza a otro grupo de coches aún más numeroso que van también a una

velocidad de 100 km por hora. Durante el recorrido desde el primer grupo al segundo, su velocidad excederá de los 100 km por hora, pero al final usted tendrá que acomodarse a la velocidad a la que marcha ese segundo grupo más numeroso (¡un aterrizaje suave es muy importante en este punto!). Es natural que políticos y periodistas describan ese trayecto intermedio como una tasa más alta de crecimiento. Están en lo cierto en términos aritméticos, pero esa tasa más alta no puede sostenerse por mucho tiempo. Cuando la economía vuelva a crecer al ritmo al que están creciendo tanto la nueva senda potencial como la antigua, la tasa actual de crecimiento descenderá. Este hecho no debería interpretarse como un fallo o un retroceso; emana del hecho concreto de que un aumento de la tasa de crecimiento potencial, al igual que el aumento de la tasa de crecimiento de la práctica óptima, no siempre es fácil de lograr.

Por supuesto, un país cuyo potencial económico propio quede considerablemente lejos de la práctica óptima puede tratar de realizar los cambios que le permitan alcanzarla. Dichos cambios pueden consistir en acciones relativamente sencillas, como aumentar la tasa de inversión, o acciones más complejas, como acelerar la adopción de nueva tecnología por parte de las empresas nacionales, o acciones aún más difíciles, como abrir la economía nacional a una mayor competencia —en el mercado nacional, con importaciones y con competidores extranjeros— e impulsar la iniciativa empresarial donde haga falta. En la medida en que una economía nacional pueda desplazarse hacia la práctica óptima, su propia senda potencial de producción crecerá más rápidamente, incluso con una rapidez mayor que la del crecimiento de la senda de la práctica óptima. Esta fase puede durar largo tiempo; es una manera de describir el desarrollo económico. Sin embargo, es de suponer que la mayoría de las economías industriales avanzadas, por ejemplo las de la OCDE, están ya cerca de la práctica óptima.

Se conocen, en líneas generales, los determinantes del crecimiento a largo plazo al nivel de práctica óptima, pero estamos muy lejos de entender su evolución en términos cuantitativos. Por ejemplo, no hay todavía una respuesta terminante a la pregunta: ¿por qué se frenó de manera tan drástica el crecimiento de la productividad después de, por ejemplo, 1973? Sabemos que se ralentizó, sabemos que este cambio no puede explicarse por cambios en la oferta de trabajo y en la acumulación de capital; tiene que ver con lo que antes llamé productividad total de los factores, es decir, la eficiencia con la que todos los factores de la producción se transforman en producto.

Todo ello puede tener relación, en parte, con la tecnología, y en parte con otras fuentes de aumento de la eficiencia.

Podemos aplicar este modo de pensar al caso concreto de España. Las conclusiones que voy a citar corresponden a 1988, no a 1998. Ello es debido a la escasez de información primaria; la he tomado de un estudio realizado por Robert Hall y Charles Jones en mayo de 1998. Sería interesante conjeturar lo que podría deducirse de datos más recientes, pero dejo este trabajo para otros.

En 1988, el PIB en términos reales por trabajador en España se cifraba en dos tercios aproximadamente del nivel de Estados Unidos; en un 68 por 100 del de dicho país, para ser exactos. Es posible que en 1988 la economía española estuviera operando por debajo de su potencial, con un exceso de capacidad inactiva y de desempleo. Ignoraré esta posibilidad para el presente ejercicio (a propósito, las cifras estándar indican que los niveles de productividad de Francia y de Italia equivalían al 82–83 por 100 de la estadounidense, y que el de Portugal era el 37 por 100).

De acuerdo con el esquema que les he descrito, puede analizarse el desempeño relativo de la productividad en España desglosándolo en tres componentes. El primero de ellos es una diferencia en la intensidad del capital físico, lo que expresa el hecho de que España cuenta con menos capital por trabajador que Estados Unidos y que, por esta razón, su productividad es menor. El segundo componente es una diferencia en el capital humano por trabajador, lo que en la práctica refleja el hecho de que el promedio de los trabajadores españoles tienen una menor cualificación que los estadounidenses, y que por esta razón son menos productivos. El tercer componente es la brecha estimada respecto a la práctica óptima, que he descrito como una mezcla de diferencias en el nivel tecnológico, en el grado de eficiencia y en muchos otros factores intangibles.

Las cifras reales indican que España tenía en 1988 un capital por trabajador equivalente al 71 por 100, aproximadamente, del de Estados Unidos (siguiendo la anterior comparación, Francia se situaba en torno al 97 por 100, Italia en el 95 por 100 y Portugal alrededor del 34 por 100 del nivel de Estados Unidos). La fuerza laboral española tenía, por término medio, un nivel de escolarización equivalente al 61 por 100, aproximadamente, del trabajador medio estadounidense. (La cifra para Francia era del 67 por 100, para Italia del 65 por 100, y del 30 por 100 para Portugal).

El paso siguiente es convertir estas diferencias de capital físico y humano por trabajador en las diferencias de productividad de las que son responsables.

Si se realizan los tipos estándar de cálculos que suelen hacer los economistas, los resultados confirman la conjetura de que los principales países de la OCDE están operando cerca de la práctica óptima. Más exactamente, es posible que ninguno de ellos llegue a la práctica óptima, pero se sitúan en niveles más o menos similares. Hay excepciones a la regla: Portugal queda muy por debajo de ese nivel de rendimiento, al igual que Japón (lo que puede parecer sorprendente). Las diferencias entre Estados Unidos, España, Francia e Italia se encuentran dentro del margen de error de los cálculos. La implicación es que las diferencias de productividad que se advierten entre ellos pueden explicarse en gran parte por diferencias en el capital físico y humano por trabajador.

Les pondré un ejemplo. Les dije que en 1988 el PIB por trabajador en España era el 68 por 100 del nivel de Estados Unidos, y que el nivel de Francia se situaba en torno al 83 por 100. Si España tuviera el mismo capital físico por trabajador que Estados Unidos (en vez del 70–71 por 100 real), la productividad española equivaldría al 75–78 por 100 de la productividad estadounidense, con lo que la brecha sería más pequeña, pero no mucho más. Si España, en cambio, tuviera el mismo nivel de capital humano por trabajador que Estados Unidos en vez de tener sólo un 60 por 100, la productividad española se elevaría hasta el 90–95 por 100 de la estadounidense, y ello representaría ciertamente un cambio sustancial.

Los modelos econométricos corrientes muestran una implicación muy importante: la manera más eficaz de conseguir que un país como España crezca con más rapidez es mejorar la educación y las técnicas de su población trabajadora, es proporcionarle más y mejor cualificación. Es evidente que se trata de un proceso lento, cuyos efectos favorables van apareciendo paulatinamente. Podría esperarse durante este período una tasa de crecimiento algo más rápida de la economía española hasta completarse el proceso de aumento del capital humano por trabajador. Después, la tasa de crecimiento regresaría al nivel que tuviera la de la práctica óptima en aquel momento.

¿Deberíamos aceptar el mensaje de los métodos econométricos corrientes? Creo que el mensaje es únicamente válido a grandes rasgos. La teoría económica que sirve de fundamento a sus resultados no es completa; y las cifras en sí son imperfectas, y no corresponden adecuadamente al concepto teórico apro-

piado. Sospecho que existen interacciones entre el capital humano y la tecnología, e incluso más aún entre la inversión y la tecnología, que no han sido debidamente analizadas en la teoría económica corriente. Sin embargo, dicho esto, sigo pensando que España no puede permitirse hacer caso omiso del mensaje principal: junto a la modernización continua de la industria, es necesaria una mejora sustancial de la cualificación del factor trabajo.

He aquí un contraste que vale la pena anotar: Portugal, como les dije, tiene un nivel de productividad que equivale a tan sólo el 37 por 100 del nivel de Estados Unidos. Tiene también una brecha sustancial por debajo de la práctica óptima. Si su capital físico por trabajador se pusiera a la altura del de Estados Unidos, el nivel de productividad de Portugal ascendería hasta un 50–55 por 100 del nivel estadounidense. Si su capital humano —su cualificación— se elevara hasta el nivel estándar de Estados Unidos, su productividad, de acuerdo con estos cálculos, aumentaría hasta el 55–60 por 100 de la estadounidense. Portugal se diferencia de España en dos aspectos importantes: hay una ineficiencia macroeconómica sustancial que no existe en España, y las deficiencias en capital físico y humano son aproximadamente de igual importancia; serían necesarias ambas formas de inversión para que Portugal se pusiera a la altura de los países avanzados de la OCDE. Este déficit en la eficiencia global podría explicar hasta un 20 por 100 de la deficiencia en la productividad.

Quisiera dedicar lo que resta de esta exposición a un tema conexo, pero algo diferente, que puede ser de especial interés para ustedes. El tema en cuestión es: ¿de qué modo afecta la naturaleza del mecanismo financiero a la senda del crecimiento de una economía como la española? Ustedes se dan perfecta cuenta de que estoy hablando en términos muy generales; hago referencia a “una economía como la de España”, no a España misma. A ustedes les corresponde pensar sobre el caso específico de España.

La relación con todo lo que les he explicado hasta ahora es la siguiente: es sumamente improbable que los cambios en las instituciones y los procedimientos financieros vayan a afectar a la tasa de crecimiento sostenible a largo plazo de la economía. Esa cifra mágica depende sobre todo de la evolución de la tecnología y de la gestión de la práctica óptima, que son cosas que se determinan en la economía mundial y se difunden a muchos países a través del aprendizaje, de la imitación y de la inversión multinacional. Sin embargo, la mejora del mecanismo financiero puede sin duda elevar la senda del crecimiento propio de un

país con respecto a la de otros. Y elevar el nivel de la senda de crecimiento es, a mi parecer, una contribución importante al crecimiento económico.

¿Cómo puede una mejora del mecanismo financiero hacer que una economía nacional produzca anualmente un 1 por 100, o un 5 por 100, o un x por 100 más de lo que podría producir sin dicha mejora? Se me ocurren dos caminos que conectan la economía financiera y la productividad, y puede que a ustedes se les ocurran otros.

La primera conexión tiene un carácter muy tradicional. Una función básica del sistema financiero es la de transferir fondos de los ahorradores a los inversores. Un grupo de agentes y de instituciones, incluyendo familias y administraciones públicas, acumula ahorros. Un grupo diferente de agentes y de instituciones, sobre todo empresas, toma decisiones de inversión. Existe, desde luego, algún solapamiento en este contexto: las empresas retienen parte de sus beneficios para financiar proyectos de capital. Pero la superposición está lejos de ser completa, y el sistema financiero actúa como un intermediario necesario. En Europa, como es sabido, los bancos y otras entidades de crédito desempeñan un papel muy importante, mientras que los mercados organizados de valores juegan un papel menos relevante en comparación con el Reino Unido y Estados Unidos. No es de esta diferencia de lo que quiero hablar.

El punto que interesa en relación con la productividad es si el ahorro disponible se asigna a las oportunidades de inversión que tienen las rentabilidades más altas (ajustadas según su riesgo), puesto que ellas son las que más contribuyen a la productividad. Esto es lo que haría un mercado perfecto de subasta; pero nosotros no asignamos el ahorro en mercados perfectos de pujas y subastas, ni siquiera en la Bolsa de Nueva York, e incluso es dudoso que ese mercado perfecto sea posible. Así que el problema está en si el sistema con el que contamos en la realidad se acerca razonablemente a ese resultado ideal.

Es evidente que un país como Corea ha actuado inadecuadamente según este criterio. La industria coreana, organizada en una serie de conglomerados muy grandes (*chaebols*), cada uno de ellos con su propio banco o bancos, opera en el sentido contrario. Las compañías más fuertes del grupo subsidian a las compañías débiles del mismo, utilizando al banco como intermediario si es preciso. Es posible que fuera del *chaebol* haya inversiones más productivas, pero el banco las ignorará. Un sistema de este tipo tiene prácticamente garantizado que las inversiones se asigna-

rán de manera inadecuada, y que la productividad nacional será inferior a la que se podría alcanzar. En el caso de Corea, la situación empeoró aún más por culpa de la interferencia política y la corrupción. El gobierno favoreció a ciertas industrias, e incluso a determinadas empresas. Los bancos prestaron dinero a manos llenas a esos destinos en la creencia de que el gobierno rescataría los préstamos fallidos. He participado en un estudio de la economía de Corea; es posible identificar la desviación del ahorro hacia inversiones de baja productividad.

No sé cuál es la situación en España. Mi labor se limita a recordarles que la asignación del ahorro a inversiones de bajo rendimiento es una fuente de baja productividad nacional, y da lugar a una senda de crecimiento más baja que aquella que la economía nacional podría lograr de otro modo.

Hay una segunda conexión, algo menos obvia, entre la naturaleza del sistema financiero y el nivel de la senda de crecimiento. Esta conexión actúa a través del gobierno de las empresas, es decir, a través del mecanismo que motiva a las gerencias a utilizar prudentemente los fondos internos, a mantenerse actualizados en tecnología, a mejorar la organización de la producción y a dedicar al *marketing* la atención que merece. En un sistema organizado en torno a una Bolsa de valores, los analistas —y un bajo nivel de beneficios— son los que deben llamar la atención sobre las deficiencias en la gestión empresarial. Se supone que los precios de las acciones caerán, que los accionistas estarán insatisfechos y que la gerencia mejorará su desempeño o, de lo contrario, tendrá que hacer frente a una revuelta de los accionistas o a una absorción. Por supuesto, las cosas no siempre son así.

En un sistema en que los bancos y otras instituciones de crédito desempeñan el papel más importante en el mercado de capitales, corresponde a esas instituciones ejercer presión sobre las cúpulas empresariales para mejorar los rendimientos deficientes o para mantenerlos en altos niveles. En la medida en que las instituciones del mercado de capitales sean poco estrictas o estén poco atentas, o bien se comporten como poseedores de información privilegiada, en vez de hacerlo como organismos de control, hay que contar con que se produzca un descenso de la productividad que es propia de la práctica óptima. Como ustedes bien saben, muchos de los países asiáticos, para su perjuicio, han carecido de esta disciplina durante estos últimos años.

Terminaré con un breve resumen en tres observaciones. En primer lugar, la tasa de crecimiento es una

cifra, y una cifra que puede cambiar. La mejor manera de evaluar los resultados económicos consiste en preguntarse si la economía utiliza adecuadamente su potencial de producción y si su senda potencial se acerca al mejor nivel que pueda alcanzarse en la práctica. En segundo lugar, el análisis económico puede dar respuestas aproximadas a estas preguntas. En el caso de España, parece existir una deficiencia importante en el capital humano y una deficiencia de menor importancia en el capital físico. En tercer lugar, el papel del sistema financiero consiste en orientar el cré-

dito hacia donde la tasa de rendimiento sea mayor y en mostrarse después muy estricto con aquellos a los que haya financiado.

NOTA

(*) Traducción de DIORKI, revisada por la Redacción de PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO.