

La Nueva Economía y los Mercados Emergentes: 10 proposiciones especulativas¹

Por Ricardo Hausmann²

Resumen

Los economistas tenemos problemas a la hora de explicar el pasado, cuanto más para predecir el futuro. En este artículo, presento un conjunto de proposiciones de carácter especulativo sobre el impacto que tendrá la Nueva Economía (NE) sobre los mercados emergentes. Primero, es probable que la introducción de la nueva economía provoque una caída inicial del ahorro mundial. Segundo, fomentará inicialmente los flujos de capital en favor de los países donde el primer impacto de las nuevas tecnologías sea más elevado, tales como Estados Unidos y Europa, y en contra de otras regiones como las economías emergentes. Tercero, este efecto ya ha tenido lugar en una buena medida y ahora revertirá parcialmente. Cuarto, frente a la mayoría de las opiniones en este terreno, sostengo que la Nueva Economía no está especialmente sesgada en favor de las personas con una formación elevada. Quinto, a medida que se adopten las nuevas tecnologías, las tasas de crecimiento se aceleran primero en los países donde su difusión es más veloz pero, más tarde, los países donde la difusión es más lenta serán los que crezcan con mayor rapidez. Sexto, la NE facilitará la desintermediación, favoreciendo a los mercados de capitales frente a los bancos. Séptimo, la NE no favorece a los mercados de capitales nacionales. Octavo, la NE acelerará la formación de empresas de ámbito mundial. Noveno, las empresas multinacionales se convertirán en una seria alternativa a los mercados financieros a la hora de transferir internacionalmente el capital. Décimo y último, en este contexto, los fondos de pensiones, entre otros fondos de inversión de capitales, se convertirán en fondos de ámbito mundial.

¹ Quiero agradecer a José Campanella su competente ayuda en esta investigación. Estoy en deuda con Miguel Székely por proporcionarme los rendimientos estimados de la educación en Estados Unidos y con Laura Dos Reis y Patricia Cortés por la ayuda adicional que me han prestado durante la investigación.

² Ricardo Hausmann es Profesor de Economía en la Universidad de Harvard. Desde 1994 a 2000, ha sido Economista Jefe del Banco Interamericano de Desarrollo (BID).

1. Introducción

Los recientes resultados macroeconómicos de Estados Unidos han provocado la excitación de los economistas con respecto a la Nueva Economía (NE). El crecimiento norteamericano se ha acelerado desde su ritmo histórico del 2,5 por ciento hasta una media del 4 por ciento en los últimos ocho años. El crecimiento de la productividad se ha duplicado desde 1995 hasta alcanzar aproximadamente el 3 por ciento y el desempleo ha caído al 4 por ciento sin que la inflación haya mostrado su cara más fea. La proporción que supone la inversión privada en un PIB de rápido crecimiento ha aumentado en 3 puntos porcentuales, con el gasto en tecnologías de la información (TI) suponiendo el grueso de este incremento. Tras décadas en las que, como decía Robert Solow, los ordenadores están por todas partes menos en las estadísticas de productividad, de pronto ha tenido lugar una explosión de la productividad.

¿Se deben principalmente estos resultados a las nuevas Tecnologías de la Información (TI)? ¿Es la introducción de los ordenadores su causa principal? ¿Lo es Internet? ¿Podría ser que, por el contrario, se deban a reformas en otros sectores, tales como una mejor gestión de la asistencia sanitaria? ¿O es la consecuencia de otros cambios tecnológicos y organizativos sin ninguna relación con todo lo anterior? El debate sigue abierto³. La conexión entre los resultados macroeconómicos y su posible origen tecnológico es muy difícil de averiguar. La evidencia principal es que una gran parte de los nuevos gastos de inversión que han hecho las empresas se han dedicado a comprar TI.

No sólo sabemos poco de las causas de la aceleración de la tasa de crecimiento de la productividad, sino que ni siquiera conocemos si este fenómeno es un acontecimiento de los que se produce una sola vez y que ha venido provocado por una nueva tecnología de múltiples usos o, por el contrario, es el inicio de una nueva y larga expansión en la que la productividad estará creciendo a tasas más altas en el previsible futuro.⁴

Estas cuestiones son cruciales para el futuro de la economía mundial, pero se sitúan más allá del objetivo de este artículo. Por contra, especularé sobre lo que todo esto puede significar para las economías emergentes. ¿Cuál debería ser nuestra opinión sobre la nueva economía? ¿Cuál será su impacto sobre la macroeconomía y las finanzas internacionales de las economías emergentes? En la sección 2, propongo considerar la Nueva Economía como un aumento de la productividad futura y derivó algunas implicaciones de este hecho para la economía mundial. En

³ Véase Larraín and Sebastián (2001), Nordhaus (2001), Cohen y Debonennuil (2000). Gordon (2000) tiene una opinión escéptica de las consecuencias de las nuevas tecnologías de la información y de Internet sobre la productividad.

⁴ La subida inicial y la posterior caída del índice NASDAQ sugiere que el público ha modificado sus opiniones sobre esta cuestión. El descenso de la valoración de las empresas tecnológicas es consistente con la idea de que el valor actual neto de los beneficios generados por las nuevas tecnologías no es tan importante como se pensaba anteriormente.

concreto, comienzo mostrando que, para el conjunto de la economía mundial, esta perturbación tecnológica hará que la inversión *caiga* y los tipos de interés suban. Además, los déficits por cuenta corriente deberían aumentar en los países donde se esperen rendimientos más altos de las nuevas tecnologías. El creciente déficit por cuenta corriente de Estados Unidos y el colapso de los flujos de capital hacia las economías emergentes pueden interpretarse como fenómenos relacionados con esta perturbación tecnológica. Sin embargo, la reciente caída del NASDAQ es consistente con la idea de que la evaluación inicial que se hizo del significado económico de la NE está por encima de la evaluación que se hace en el presente y de que el impacto negativo sobre los flujos de capital dirigidos a las economías emergentes ahora revertirá parcialmente tras la corrección de los índices bursátiles. También especulo sobre el perfil temporal que tendrá la aceleración de la productividad en los distintos países.

La Sección 3 analiza el impacto de las nuevas tecnologías sobre los precios relativos. Afirmando que el efecto fundamental de la nueva economía consiste en reducir el coste de la información. Este hecho tiene el efecto de alterar de forma radical las actividades intensivas en información, tales como las finanzas y la gestión. Sostengo que las nuevas tecnologías tienden a concentrar los mercados de capitales en unos pocos mercados eficientes. La localización deja de ser relevante para los mercados financieros. Lo relevante es la liquidez, la transparencia, los costes de las transacciones directas, las reglas que garantizan la transparencia y, como mucho, la zona horaria. Esto significa que las transacciones financieras tienden a internacionalizarse. Por los mismos motivos, la reducción de los costes de información facilita la gestión de las empresas multinacionales. En un mundo de mercados crediticios heterogéneamente imperfectos, las empresas se fusionarán de modo que la empresa internacional se financiará en el mercado más eficiente y luego transferirá internamente los recursos a sus distintas subsidiarias. Esto significa que la empresa internacional puede arbitrar entre mercados financieros buenos y malos. Sostengo que este hecho contribuye a explicar el fuerte incremento reciente habido en la inversión extranjera directa (IED). Esto significará cambios profundos en las opciones que les queden a los inversores residentes en un país. Con un mercado de capitales nacional en retroceso, y con el stock de capital nacional formando parte de los balances de situación de empresas de ámbito mundial, incluso los fondos de pensiones se internacionalizarán.

2. Implicaciones Macroeconómicas de la "Nueva Economía"

¿Cómo debemos considerar la NE a la hora de realizar un análisis macroeconómico? La forma más sencilla de abordar esta cuestión consiste en suponer que las nuevas tecnologías elevan la productividad futura en general. Estas tecnologías harán que todo sea más productivo al permitir un mejor flujo de infor-

mación dentro de cada empresa y entre distintas empresas (por ejemplo, el llamado "business-to-business" o B2B) y entre productores y consumidores ("business to consumers" o B2C). Comoquiera que sea la forma que adopte, los futuros factores de producción serán más eficientes.

Proposición 1. Para la economía mundial en su conjunto, la nueva economía provocará un descenso de la inversión y un aumento de los tipos de interés

Asumamos primero que el conjunto mundial es una única economía cerrada.⁵ ¿Cuáles serían las consecuencias macroeconómicas de un aumento de la productividad futura? La respuesta convencional que se encuentra en un manual de macroeconomía intertemporal es bastante clara. Como la productividad futura aumenta, la demanda de inversión crecerá para beneficiarse de unos rendimientos futuros más elevados. Por el contrario, la oferta de ahorro disminuye puesto que las familias piensan que el valor actual neto de su renta ha aumentado y, de este modo, querrán gastar en el presente parte de esa renta futura. La menor oferta de fondos prestables y la mayor demanda de inversión generan una presión alcista sobre los tipos de interés. Los ahorradores deben decidir ahora si querrán ahorrar menos, porque son más ricos, o más, porque la subida de los tipos de interés hace más atractivo el ahorro. El análisis macroeconómico nos indica que esta decisión depende de la tasa de sustitución intertemporal del consumo por parte de las familias. Si es menor que la unidad, como indican la mayor parte de los estudios empíricos, entonces el efecto neto será una caída del ahorro. Como el ahorro debe ser igual a la inversión, esta última debe disminuir, empujada hacia abajo por el menor ahorro. Para que esto ocurra, los tipos de interés deben subir. Por tanto, en el mundo considerado como una única economía, la introducción de la NE debería reducir la inversión y elevar los tipos de interés.

¿Cómo se las arregla hoy el futuro crecimiento económico para poner el dinero en el bolsillo de la gente para que ésta se lo gaste? Una renta futura más alta significa unos valores más altos de las acciones que cotizan en los mercados y esta riqueza más elevada empuja al alza el consumo corriente. Por tanto, esta interpretación de la NE también es consistente con un ciclo alcista en los mercados de valores.

¿Se observa este comportamiento en el mundo real? De acuerdo con el *World Economic Outlook* del FMI, en la economía mundial la inversión bajó desde una media del 24,1 por ciento en 1994-95 hasta una media de 23,5 por ciento en 1999-2000 (véase la Tabla 1). Si bien esta reducción es relativamente modesta, ha tenido lugar en el contexto de una economía mundial en expansión y de una elevación del precio del petróleo, lo que en ambos casos debería haber provocado

⁵ El supuesto de que el mundo es una economía cerrada significa simplemente que no comerciamos (todavía) con los marcianos.

un aumento y no una disminución del ahorro mundial.⁶ Por tanto, consideramos que estos datos proporcionan evidencia de que nuestra historia no es inconsistente con los hechos. Una renta futura esperada más alta provoca una caída de la inversión a nivel mundial.

Este aumento esperado de la renta futura se reflejará en una subida en el presente de las cotizaciones en los mercados bursátiles. Los índices bursátiles a nivel mundial han subido de forma muy significativa desde mediados de los 90, en línea con esta historia. Es menos obvio si los tipos de interés reales han subido en todas partes. Desde luego, sí han subido para las economías emergentes y para las empresas de Estados Unidos.

Proposición 2. Las regiones en las que se espera un menor impacto de las nuevas tecnologías ven reducidos los flujos de capital que reciben, así como sus déficits por cuenta corriente

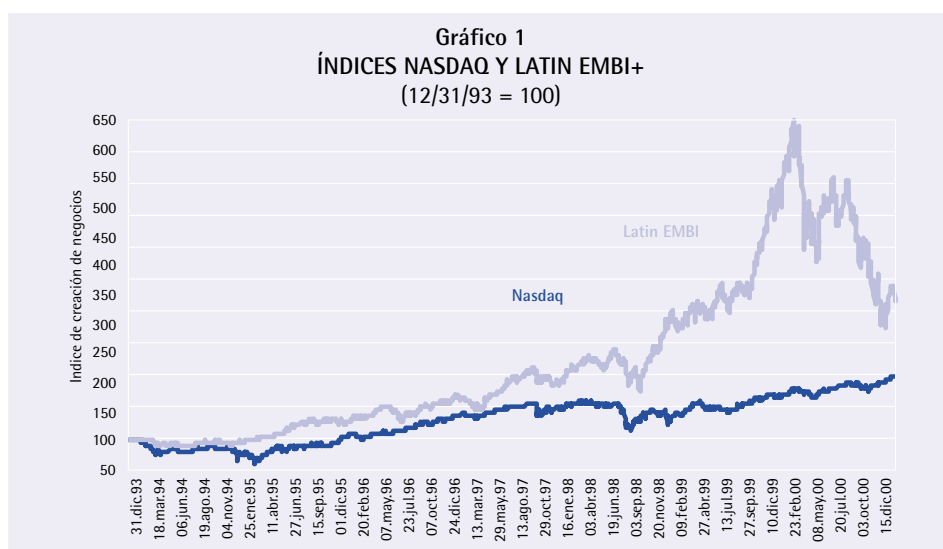
Vamos a suponer ahora que, aunque el mundo en su conjunto es una economía cerrada, ésta se compone de economías abiertas y heterogéneas. En concreto, es importante suponer que las nuevas tecnologías no tendrán los mismos efectos en todos los países. Los aumentos esperados de la productividad serán más fuertes en algunos países que en la media mundial, mientras que en otros países ocurrirá lo contrario. Como sostendremos después, estos aumentos de productividad también pueden darse inicialmente en algunos países, lo que elevará el valor actual neto de los rendimientos obtenidos en ellos. Comoquiera que sea, sólo necesitamos que la NE tenga efectos diferentes, incluso aunque sean positivos en todos los países.

En los países con unos efectos esperados más potentes, la expansión inicial del consumo y de la inversión debería ser más fuerte y, por tanto, los superávits por cuenta corriente deberían reducirse (o aumentar los déficits). Como el mundo es una economía cerrada, el deterioro de la cuenta corriente de los países con unos efectos potentes de la nueva economía tendría que compensarse con una variación de signo contrario en los países donde los efectos de la NE son de menor calado. Por tanto, la introducción de la Nueva Economía conduciría a una contracción relativa de la absorción interna de los países rezagados con el fin de que sus balanzas por cuenta corriente experimentasen la mejora necesaria para financiar la expansión de los países más adelantados. Del mismo modo, la valoración de las acciones en los mercados bursátiles debería aumentar más en los países con un impacto positivo mayor de la NE en relación a los países donde esos efectos beneficiosos de la NE son menores.

⁶ Un aumento del precio del petróleo tiende a aumentar el ahorro mundial porque transfiere inesperadamente mucha renta a unos cuantos países que inicialmente no se gastan una proporción muy grande de esa transferencia de renta.

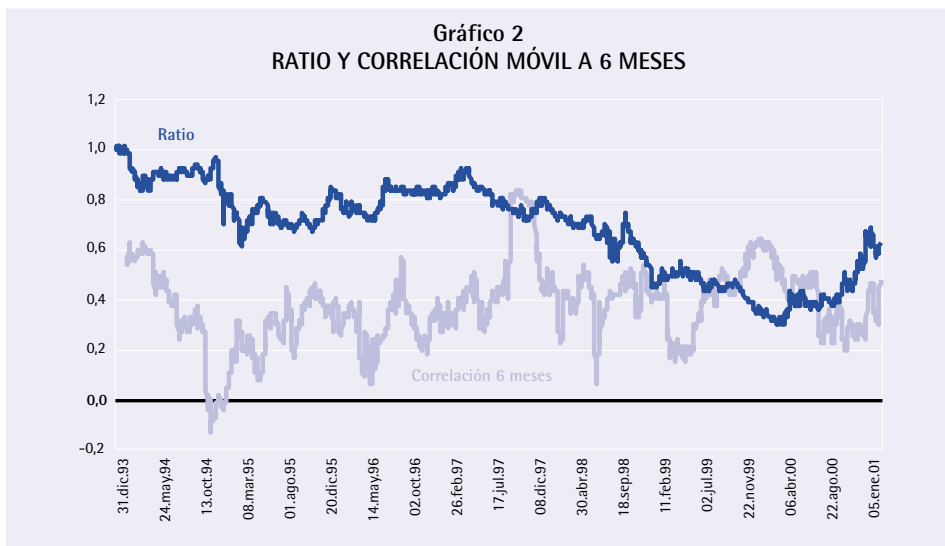
Es interesante resaltar que estas predicciones parecen ajustarse a los datos del periodo 1994–2000. En Estados Unidos, el país central de la NE, la proporción del ahorro privado sobre el PIB cayó un 3,2 por ciento, mientras que la inversión privada aumentó su proporción sobre el PIB un 2,6 por ciento, de modo que la variación total en la posición del sector privado fue de 5,8 puntos porcentuales del PIB. Sin embargo, una gran parte de esta variación se financió mediante una mejora de un 4,7 del PIB en el saldo financiero del sector público. En conjunto, el deterioro del saldo financiero privado junto con la mejora del saldo financiero público condujeron a un deterioro del déficit por cuenta corriente cifrado en un 1,1 por ciento del PIB. Un proceso similar se ha dado en Europa⁷. La proporción del ahorro privado sobre el PIB cayó un 3,2 por ciento, mientras que la inversión elevó su participación en un 1,3 por ciento, de forma que la variación del saldo financiero privado fue de un 4,5 por ciento del PIB. Sin embargo, la consolidación fiscal en Europa compensó en la práctica casi toda esa variación del saldo privado, por lo que el efecto sobre la cuenta corriente apenas se ha notado. Las cosas han evolucionado de manera distinta en Japón, con aumentos del ahorro privado y descensos de la inversión privada, compensados mediante unos saldos financieros públicos en deterioro y un mayor superávit por cuenta corriente. En el otro extremo, los países con mercados emergentes han visto incrementarse en un 3 por ciento sus saldos por cuenta corriente, a consecuencia de un desplome de la inversión.

El cambio en la situación relativa de las distintas zonas puede apreciarse observando los valores relativos de los activos. El Gráfico 1 muestra la evolución del NASDAQ



⁷ Obsérvese la enorme relación entre los saldos privados y públicos de ahorro-inversión. Volveremos más tarde a retomar esta cuestión cuando discutamos el impacto del ajuste en Estados Unidos.

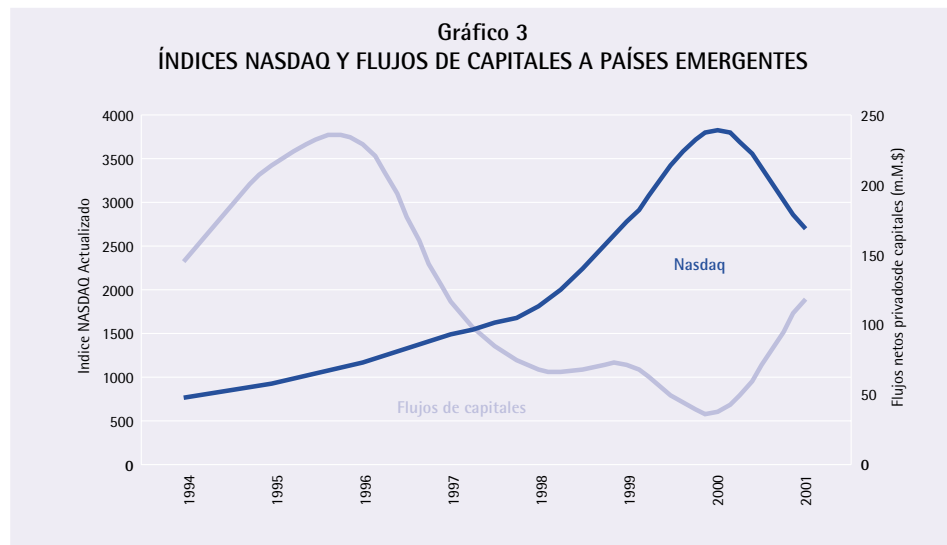
y del índice latinoamericano EMBI+. El Gráfico 2 muestra el cociente entre ambos índices y la media móvil de 6 meses de su correlación. En el Gráfico se aprecia el fortísimo cambio habido en las valoraciones relativas puesto que el índice NASDAQ triplicó su valor con respecto al índice latinoamericano EMBI+.



La mayor parte del público asociaría el descenso de los flujos de capital que se dirigen a los mercados emergentes con los efectos de las crisis asiática y rusa y con la crisis financieras y los contagios subsiguientes. Esta puede ser una descripción adecuada del proceso. Sin embargo, la lógica de la NE puede contribuir a explicar porqué tuvo lugar en primer lugar la reversión de los flujos de capital y porqué el capital que circula libremente acabó yendo donde fue. A medida que la NE tomaba fuerza, el capital empezó a salir de las regiones de la Vieja Economía cuyas perspectivas se consideraban entonces como de una menor brillantez relativa. No obstante, el proceso de ajuste a esos menores flujos de capital puede ser bastante traumático. Cuando los flujos de capital experimentan un frenazo inesperado (Calvo, 1998; Calvo y Reinhart, 1999), la situación interna de un país puede fácilmente tornarse fea, con cambios en los precios relativos que generan quiebras, especialmente si los pasivos están denominados en dólares. Por tanto, la misma crisis puede explicarse como la reacción endógena a un descenso de los flujos de capital hacia las economías emergentes provocado por presiones emanadas de la Nueva Economía. Las fragilidades financieras de estos países podrían explicar por qué la crisis fue tan grave. Pero la gran mejoría experimentada por la cuenta corriente de estos países sirvió, en el agregado, para financiar el aumento de la inversión en TI en otras partes del mundo.

La relación entre una NE boyante y los menores flujos de capital hacia los mercados emergentes puede mostrarse al observar la evolución entre el índice NASDAQ

y los flujos de capital hacia los países emergentes (Gráfico 3). En el agregado, la caída de estos flujos y la subida del índice NASDAQ están *negativamente* muy correlacionadas. Es importante subrayar esto porque la observación de datos obtenidos con frecuencias temporales elevadas tienden a resaltar la correlación *positiva* entre las fluctuaciones del NASDAQ y las del EMBI+, tal y como muestra el Gráfico 1.



En conclusión, la evidencia que hemos presentado sugiere que el impacto de la promesa de la Nueva Economía ya se ha dejado sentir, en general, en la economía mundial y, en particular, en los flujos de capital entre países. ¿Pero que nos deparará el futuro?.

Proposición 3. La valoración inicial del impacto de la NE fue excesiva. El mundo dará ahora marcha atrás en algunos de los cambios que ya han tenido lugar

Las acciones de las empresas de nuevas tecnologías fueron el indicador adelantado de la NE. Pero a partir de marzo de 2000, el NASDAQ ha sufrido un severo retroceso. ¿Por qué? Una interpretación que es consistente con nuestra historia anterior es que los beneficios potenciales de las nuevas tecnologías se sobrestimaron inicialmente. La gente pensó que los rendimientos de las nuevas tecnologías eran más altos de lo que realmente son. Las acciones de las empresas que inicialmente se pensó que eran la avanzadilla de la NE han sido las que han liderado la caída de los precios en los mercados bursátiles.

Una implicación de esta historia es que con una renta futura más baja, las familias tendrán que ajustar a la baja su consumo de modo que éste refleje esa nueva riqueza neta más pequeña. La inversión también debe caer para reflejar los nuevos rendimientos marginales más bajos. Con un consumo y una inversión menores, los tipos de interés mundiales tendrán que caer.

De acuerdo con esta visión, lo que realmente importa es la variación experimentada por el impacto *relativo* de la NE sobre los distintos países del mundo. El descenso de la valoración del dividendo de crecimiento ya ha tenido lugar en Estados Unidos, el país donde inicialmente se consideró que dicho dividendo sería el más elevado. Por tanto, *parte de los efectos negativos que esta expansión de la NE ha tenido sobre los flujos de capital hacia las economías emergentes deberían revertir parcialmente*. El déficit por cuenta corriente de Estados Unidos debería reducirse, de forma que este país absorbiese menos capitales procedentes del resto del mundo. Los tipos de interés también deberían bajar. Todo este proceso debería ocurrir mientras tiene lugar un debilitamiento del dólar norteamericano. El capital tendrá que transferirse a otras partes del mundo.

¿Está prevista una recuperación de los flujos de capital hacia los mercados emergentes, en general, y hacia Latinoamérica, en particular? Ya hemos visto que se ha producido una recuperación del índice EMBI+ con relación al NASDAQ y un aumento de los flujos de capital hacia estos países. Con unos tipos de interés más bajos en Estados Unidos, un dólar a la baja y una posible y modesta reducción del superávit presupuestario norteamericano, y descartando nuevos escenarios, los flujos de capitales hacia los mercados emergentes deberían continuar aumentando en los próximos dos años.

Proposición 4. A medida que se adoptan las nuevas tecnologías, las tasas de crecimiento se aceleran primeramente en los países donde aquéllas se difunden con mayor rapidez, pero posteriormente crecerán más deprisa los países más rezagados

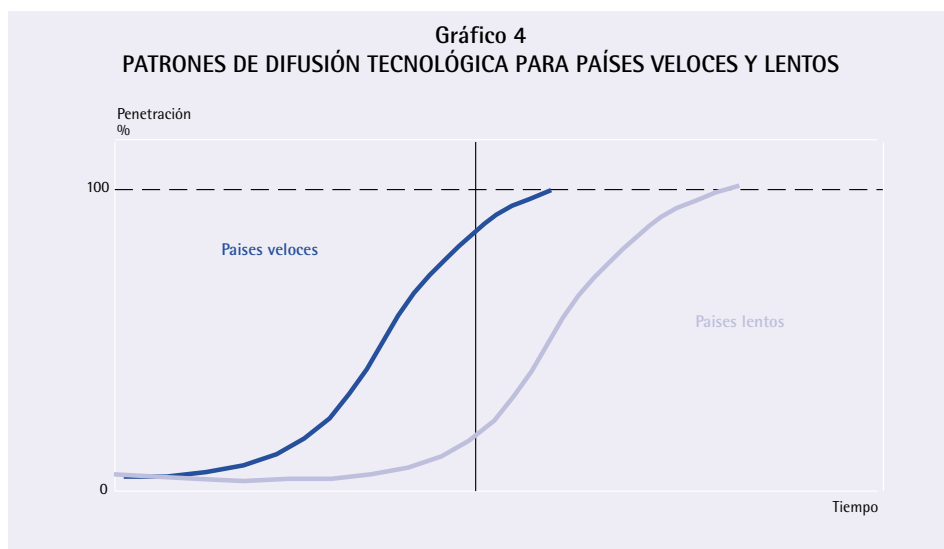
¿Dónde será más potente a largo plazo el impacto de las nuevas tecnologías? ¿Y cuál será el proceso de transición hasta ese largo plazo? La respuesta a la primera pregunta no es obvia. Por una parte, las nuevas tecnologías pueden que sean más efectivas en los países donde están siendo desarrolladas, ya que se tienen en cuenta los precios relativos, las rentas y las instituciones de esos mercados. Los ordenadores se han diseñado para que cuesten entre 1000 y 3000 dólares porque el público que vive en países industrializados pueden pagar esas cifras. Todos los hogares tienen teléfono y habitualmente más de uno. Y el servicio de correos postal se dedica realmente a la entrega de objetos postales. Las decisiones tecnológicas

cas reflejan esta situación. Además, como analizan Larraín y Sebastián (2001), la ausencia de complementos de esas nuevas tecnologías, como el capital humano, la flexibilidad en la gestión y unos sistemas de financiación más modernos pueden impedir que los países obtengan todos los beneficios potenciales de las nuevas tecnologías. Por tanto, una posibilidad es que el aumento de la productividad en términos absolutos asociados con la TI en los países menos desarrollados vaya a ser más pequeño debido a este efecto.

Sin embargo, hemos de considerar otros argumentos. Las nuevas tecnologías podrían permitir que los países en desarrollo diesen un salto tecnológico muy importante. Ya hemos visto cómo la telefonía móvil ha superado el lento desarrollo de la red tradicional. Internet permite a los ciudadanos de los países industrializados un acceso más fácil a la información que previamente estaba disponible por otros medios. Por el contrario, en los países en desarrollo, la gente puede ahora acceder a una información previamente no disponible en ningún formato. De ahí que el efecto beneficioso de las nuevas tecnologías pueda ser proporcionalmente más alto en los países menos desarrollados. Además, como Internet permite a cada país comerciar en línea, las economías más pequeñas logran el acceso a un mercado que es proporcionalmente mucho más grande, de donde los efectos sobre el crecimiento también pueden ser mayores para ellas.

De forma que los efectos a largo plazo de la nueva tecnología sobre los países emergentes pueden ser mayores o menores que los que se esperan en los países industrializados. Las autoridades públicas deberían asegurarse de que trabajan en las áreas de política adecuadas para extraer el máximo beneficio de estas nuevas tecnologías. Sin embargo, esa discusión supera el marco de este trabajo. No obstante, hay razones por las que la NE debería tener un impacto beneficioso en el Norte primero y posteriormente en el Sur. Esta predicción resulta de la característica de red que presenta la nueva economía. Un bien de red es aquél cuya utilidad aumenta cuando otras personas también lo utilizan. Los teléfonos, los faxes e Internet comparten esta característica: cuanto más gente los posean, más gente habrá con la que uno pueda comunicarse. De ahí que un determinante importante de las nuevas tecnologías sea la velocidad de difusión.

El Gráfico 4 ilustra la pauta típica de difusión de una innovación en un país líder y en un país rezagado. El mundo comienza sin Internet y termina con todo el mundo conectado a Internet. Pero las transiciones son diferentes. Una es más rápida que la otra. Sin embargo, obsérvese que la velocidad de adopción comienza siendo más rápida en el primer país pero, a la larga, la tasa de crecimiento en este país se ralentiza y es el país rezagado el que ahora crece más deprisa. Esto significa que la misma dinámica que puede haber explicado el rápido crecimiento en Estados Unidos, posteriormente dará como resultado un crecimiento más veloz en el resto del mundo. Tendremos que esperar para comprobarlo.



Proposición 5. La NE no está particularmente sesgada en favor de las personas mejor formadas

Volvamos al análisis. Es inevitable que una nueva tecnología profundice el retraso que lleva Latinoamérica. Mientras que la región no ha sido capaz de alcanzar un crecimiento de su renta per capita del 2 por ciento, la renta per capita de Estados Unidos ha venido creciendo por encima del 3 por ciento. ¿Siempre se irá ampliando esta brecha? ¿Nos retrasarán inevitablemente las tecnologías de la información? Después de todo, ¿no son las nuevas tecnologías intensivas en capital y caras? ¿Amplificará la NE los efectos que sobre la renta de Latinoamérica tiene su retraso educativo? Si uno piensa en esos programadores subidos al carro de la tecnología avanzada y en esos niños fenómenos de la generación "dot.com", uno se ve tentado a concluir que los beneficios de la NE es probable que se concentren en las personas con un mayor nivel educativo. Como, en promedio, los países desarrollados tienen más personas con un nivel educativo alto, entonces los beneficios los obtendrán en buena medida ellos. Es probable que el mundo en desarrollo se mantenga rezagado.

Hay cosas que pueden hacernos dudar de esta opinión. No está claro que escribir programas de ordenador sea más difícil que aprender ingeniería aeronáutica. Pero no es necesario aprender ninguno de estas dos cosas para utilizar un ordenador o volar en un avión. La tecnología avanzada siempre ha sido tecnología avanzada y siempre se ha desarrollado en unos pocos países por unos individuos muy bien formados. La cuestión es qué efectos tiene la NE sobre la demanda general de formación a medida que aquélla se difunde por toda la economía. Después de todo, ¿cuántos niños de enseñanza elemental navegan sin problemas por Internet?

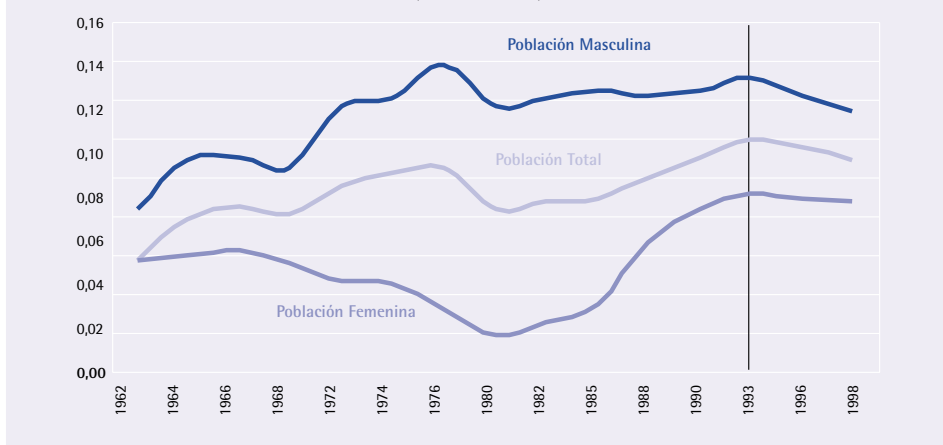
El hecho de que los programas sean de manejo cada vez más sencillo reduce en la práctica los requisitos de formación necesarios para acceder a las nuevas tecnologías. Aprender FORTRAN fue muchísimo más difícil que aprender cualquier aplicación actual para ordenador. E incluso las nuevas tecnologías consiguen que otras tareas sean menos intensivas en formación: los camareros ya no tienen que aprender a escribir un pedido o a sumar una factura: sólo necesitan tocar unos iconos en una pantalla. De modo que la cuestión es empírica: ¿está la NE generando un sesgo adicional hacia la formación?

Para responder a esta pregunta, echaremos un vistazo a los rendimientos de la escolarización en Estados Unidos, que es donde la NE ha ido más lejos y donde muchos estudios han atribuido las crecientes diferencias salariales al cambio técnico sesgado hacia la formación. ¿Ha venido acompañada la NE de diferencias crecientes en la formación de las personas que están en el mercado laboral? El Gráfico 5 muestra la evolución de los rendimientos de un año adicional de educación en Estados Unidos. Las cifras se han calculado corriendo regresiones del logaritmo de los salarios frente a los años de escolarización, controlando por la edad y la experiencia. Utilizamos datos obtenidos de familias estadounidenses. Los datos muestran la tendencia alcista de los rendimientos de la educación desde los primeros años 80. A medida que estos rendimientos crecen, se han ampliado las diferencias de rentas entre distintos niveles de formación y ha aumentado la desigualdad social. El debate sobre esta desigualdad creciente lo han protagonizado los que resaltan el impacto del comercio con los países más pobres y los que ponen el acento en el cambio técnico sesgado hacia la formación, quizá impulsado por la introducción del ordenador personal.

Cualesquiera que sean las causas de ese aumento, el Gráfico 5 muestra que desde 1994 no se han producido aumentos del premio que conlleva la formación. En realidad, los rendimientos de la educación han estado cayendo a pesar del descenso paulatino del desempleo en el mercado de trabajo. Este hecho es inconsistente con la idea de que la NE implica un sesgo adicional hacia la formación. Por el contrario, es compatible con el supuesto contrario: unas nuevas tecnologías cada vez más fáciles de utilizar logran ser accesibles para más gente. Por tanto, esto es una evidencia en favor de la idea de que la NE no necesariamente implica un sesgo adicional hacia la formación.

Esta evidencia no niega el hecho de que la educación es importante para el crecimiento y de que los países con mejor educación tienden a obtener mejores resultados. Tampoco cuestiona la necesidad de llevar a cabo un esfuerzo de formación apropiado con el fin de que las sociedades puedan obtener más beneficios de la NE. Sólo significa que no hay evidencia de que la Nueva Economía precise más formación que la vieja economía. Esto es importante porque implica que el retraso educativo de Latinoamérica, del que existe amplia evidencia, puede que no sea una rémora todavía mayor de lo que ya lo es.

Gráfico 5
RETORNO A LA EDUCACIÓN EN EE.UU.
(1996 - 1998)



3. El Impacto de la Nueva Economía mediante el Descenso de los Costes de Comunicación

En la sección anterior, hemos explorado los efectos que pueden derivarse de la consideración de la NE como una perturbación sobre la productividad futura. En esta sección, derivamos las implicaciones que emanan de sus efectos sobre los costes de comunicación.

Los costes de transporte tienen el efecto de limitar el tamaño del mercado y de crear economías regionales. Si nos referimos a los bienes, el mundo no es un único mercado. Mover cosas es costoso y tiene sentido localizar las actividades de forma que se ahorre en costes de transporte. Si la economía mundial se está integrando cada vez más, no se debe a que los costes de transporte por tonelada estén variando mucho. De hecho, como se muestra en la Tabla 3, los costes de transporte por tonelada enviada al mercado de Estados Unidos no presentan una tendencia clara en los años 90.⁸ Hay una tendencia a la baja en los costes de transporte por unidad, a un ritmo aproximado de un 2 por ciento anual, pero esto se debe principalmente al aumento del valor de una tonelada de bienes y no al coste de transportar esa tonelada. La Tabla 2 muestra que las diferentes regiones del mundo varían mucho en cuanto al peso de los bienes que exportan a Estados Unidos. Latinoamérica exporta a Estados Unidos un conjunto de bienes muy pesado, como queda expresado por un valor muy bajo de una tonelada de sus exportaciones. También presenta unos costes por tonelada inferiores a la media, lo que refleja su mayor proxi-

⁸ Estas cifras se han calculado corriendo una regresión del logaritmo de los costes de transporte con respecto a una tendencia temporal y utilizando variables artificiales para distintas zonas geográficas. Los datos proceden de la composición de las importaciones de Estados Unidos.

midad a Estados Unidos. Los países que están muy lejos tienden a vender bienes que son menos pesados y pueden soportar los mayores costes de transporte. No es éste el caso de Africa, cuyas exportaciones son pesadas y soportan unos costes elevados de transporte. Es interesante señalar que unos costes de transporte por unidad situados en casi un 7 por ciento del valor de las exportaciones son altos en Latinoamérica porque el peso de sus exportaciones no queda totalmente compensado por los menores costes de transporte por tonelada.

Tabla 3: Tendencias en los costes de transporte (1990-1999)

	Coste unitario (cambio %)	Coste por tn (cambio %)
MUNDO	-2,22 (-5.92)	-0,42 (-0.77)
AFRICA	-1,84 (-1.62)	2,51 -1,72
ASIA	-2,88 (-2.47)	1,1 -0,51
CARIBE	-1,78 (-0.79)	1,96 -0,54
ASIA ORIENTAL	-3,42 (-4.01)	-3,27 (-2.75)
EUROPA	-1,25 (-1.11)	-2,25 (-1.20)
ANT. BLOQUE COMUNISTA	-6,26 (-5.52)	-2,8 (-1.29)
INDUSTRIALIZADOS	0,07 0,09	-2,61 (-2.14)
AMÉRICA LATINA	(-2.67)	-1,43 (-1.24)
ORIENTE PRÓXIMO	-0,28 (-0.37)	3,1 -2,15
PAÍSES PEQUEÑOS	-3,6 (-1.25)	1,06 -0,31
TIGRES	-1,51 (-2.25)	-4,27 (-4.22)
EXP. PETRÓLEO	-0,16 (-0.21)	2,65 (-1.99)

Estadísticos t en paréntesis

Por tanto, no está ocurriendo nada especialmente importante en los costes de transporte. Lo que podría haber es una tendencia hacia un PIB de menor peso y, así, hacia unos menores costes de transporte por unidad. Pero la Nueva Economía no tiene que ver en realidad con esto. En comparación, los costes de comunicación se han desdoblado. Esto tiene varias implicaciones importantes para los sectores intensivos en comunicación, de los cuales las finanzas es uno de los fundamentales.

Tabla 2. Valor unitario de las exportaciones y costes de transporte (1990-1999)

	Valor unitario de exportaciones	Costes de transporte por tn	Coste de transporte unitario
	(\$ por tn)	(\$ por tn)	(en porcentaje)
Mundo	1314,4	2700,0	2,0
Africa	144,5	1026,4	7,1
Asia	1095,5	6697,8	6,1
Caribe	160,7	946,4	5,9
Asia oriental	4074,6	15657,9	3,8
Europa	1137,8	2032,0	1,8
Ant. Bloque Comunista	526,2	4037,2	7,7
Industrializados	1230,8	2904,9	2,4
América Latina	190,0	1326,1	7,0
Oriente Próximo	147,2	1247,4	8,5
Países Pequeños	1441,6	9573,3	6,6
Tigres	3247,6	12446,6	3,8

Proposición 6. La NE facilita la desintermediación favoreciendo a los mercados de capitales frente a los bancos

El sector financiero se basa predominantemente en la información, una información que tiene costes de recogida y de evaluación. Los bancos invierten en la generación de información privada sobre las garantías que ofrecen sus prestatarios. Como es costoso comunicar este conocimiento a sus depositantes, los bancos emiten sus propios pasivos. Los depositantes no tienen que preocuparse por la situación de los prestatarios individuales: aquéllos tienen derecho a una parte del balance total del banco.

Los mercados de capitales evitan la intermediación bancaria y van directamente a los ahorradores. Para ello, tienen que difundir una gran cantidad de información sobre los acontecimientos que rodean a cada empresa. Si el coste de comunicación es elevado, puede que los bancos sean la manera más eficiente de canalizar financiación. A medida que los costes de información caen, los mercados de capitales comienzan a jugar un papel más importante. Dado que la NE lleva aparejada una enorme caída de los costes de comunicación, aquélla favorece una transferencia masiva de fondos hacia los mercados de capitales. Y parece que esto es lo que está sucediendo. El número de personas con participación directa en el mercado bursátil se ha disparado y muchos millones más participan mediante fondos de inversión. También pueden verse los efectos en la composición de la financiación de carácter internacional. Mientras que los bancos fueron los principales agentes del aumento de los flujos de capital en los años 80, la inversión de cartera ha jugado un papel más significativo en los años 90.

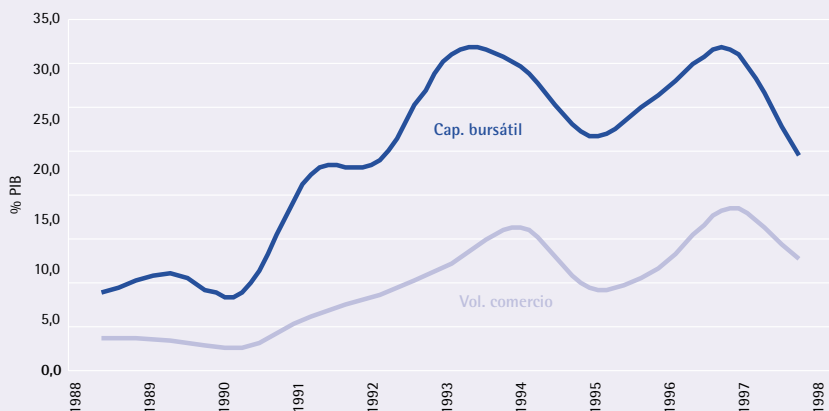
Proposición 7. Pero la NE no favorece a los mercados de capitales nacionales

La idea de que es probable que los mercados de capitales sean más importantes en el futuro ha llevado a muchos países a mejorar su marco institucional con el fin de apoyar y regular mejor sus mercados de valores. Las instituciones financieras internacionales han estado financiando proyectos en casi todos los países de Latinoamérica con el fin de actualizar el marco legal y mejorar las agencias reguladoras de los mercados de capitales nacionales. La lógica de estos proyectos era indiscutible. Con la estabilización de la inflación y la liberalización financiera, Latinoamérica quedó preparada para un desarrollo financiero rápido. Los mercados de capitales eran el futuro. El reto era generar el entorno adecuado para que dicho desarrollo tuviese lugar.

Al principio, el mercado parecía apoyar esta visión. Como muestra el Gráfico 6, en los primeros años 90, la capitalización del mercado bursátil se incrementó en gran medida hasta alcanzar el entorno del 30 por ciento del PIB, mientras que el volumen de contratación llegaba al 15 por ciento del PIB, empujado, entre otras cosas, por la salida a bolsa de empresas de privatización reciente. Pero justo cuando la NE comenzaba a despegar, el proceso se detuvo. No siguió el incremento meteórico de los mercados de capitales acaecido en Estados Unidos.

¿Por qué ocurrió esto? Los mercados bursátiles tienen características que generan economías de aglomeración. Si uno quiere comprar o vender algo, es mejor estar en un sitio donde haya mucha contrapartida potencial al otro lado de la transacción. Cuanta más, mejor. Es obvio que si todos tienen que caber en el mismo edificio o gritar en el mismo corro, los costes de congestión pueden convertirse en un proble-

Gráfico 6
AMÉRICA LATINA: CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL Y VOLUMENES DE COMERCIO



ma. Pero las nuevas tecnologías acaban con todo esto y permiten que funcionen las economías naturales de aglomeración. La reducción de los costes de comunicación justifica la marcha hacia unos pocos mercados internacionales muy eficientes. No tiene sentido cotizar o negociar un activo en un mercado ilíquido con pocos jugadores y elevados costes de transacción cuando uno puede ir a un mercado líquido con muchos jugadores y bajos costes de transacción. Es más eficiente negociar ADRs de una empresa en la Bolsa de Nueva York que intercambiar la acción subyacente en el mercado nacional. Las nuevas tecnologías reducen en gran medida los costes de comunicación y permiten la explotación de las economías naturales de aglomeración. Los mercados de capitales son un sector del tipo "el ganador se lo lleva todo". En el límite, lo único que hace preferible la existencia de varios mercados frente a la concentración en uno solo es la zona horaria: a la gente le sigue gustando trabajar durante el día. Los mercados de capitales nacionales tienen poco futuro en un mundo donde la comunicación puede hacer que todos los compradores y los vendedores se reúnan en un mismo mercado.

Proposición 8. La NE facilita la formación de empresas multinacionales

La gestión es, por definición, una actividad muy intensiva en información. Aunque las empresas tienen fuertes incentivos a expandirse con el fin de explotar oportunidades en otros mercados, se ven limitadas por los costes crecientes que tiene gestionar una organización geográficamente dispersa. Con unos costes de comunicación altos, las empresas extranjeras que operan en mercados alejados de su sede central pueden ser menos eficientes que las empresas nacionales de esos mercados que toman sus decisiones rápidamente in situ. Las nuevas tecnologías reducen esta desventaja informativa y facilita la gestión de las empresas de ámbito mundial. Con unos costes de comunicación más bajos, las empresas pueden expandirse internacionalmente para aprovechar las oportunidades que surgen de operar a nivel mundial. Así, se abastecen donde los costes de los factores son más bajos y venden donde pueden aprovechar un mercado rentable.

De hecho, este proceso se ha acelerado en los últimos 5 años. Como se muestra en la Tabla 1, la participación de la inversión extranjera directa (IED) en los flujos de capital a las economías emergentes ha estado incrementándose. Ahora representa más del 100 por cien de los flujos de capital hacia el mundo en desarrollo. El cambio se ha producido precisamente en el momento en el que la NE se está desarrollando. Las fusiones y adquisiciones han sido un componente central del resurgimiento de la IED. También explica el descenso en la capitalización de los mercados bursátiles. A medida que empresas extranjeras más grandes que cotizaban en otras bolsas compraban empresas nacionales, éstas dejaban de cotizar en las bolsas del país.

Tabla 1. Evolución reciente de flujos de capital a países en desarrollo (1991-2000)

REGION	AÑO									
	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Países en desarrollo										
Flujos privados netos de capital	118,1	106,9	128,6	142,3	211,4	224,7	115,2	66,2	67,4	36,4
Inversión Directa Extranjera	31,5	35,7	57,9	81	95,8	119,5	141,3	151,6	154,6	141,9
Déficit por cuenta corriente	-85,1	79,3	119,5	74,2	93,3	94,7	65,2	55,9	-22,7	-65,5
IED/Flujos netos privados de capital	26,7%	33,4%	45,0%	56,9%	45,3%	53,2%	122,7%	229,0%	229,4%	389,8%
IED/Déficit por Cuenta Corriente	-37,0%	45,0%	48,5%	109,2%	102,7%	126,2%	216,7%	271,2%	-681,1%	-216,6%
Hemisferio Occidental										
Flujos privados netos de capital	24,1	53,4	35,5	39,9	46	64	67,6	61,7	40,4	47,5
Inversión Directa Extranjera	11,3	13,9	13,4	23,1	25	39,4	53,4	56,5	65,3	56,6
Déficit por cuenta corriente	-16,9	34,8	46,1	52,2	37,1	38,9	65,1	89,5	56,3	58,7
IED/Flujos netos privados de capital	46,9%	26,0%	37,7%	57,9%	54,3%	61,6%	79,0%	91,6%	161,6%	119,2%
IED/Déficit por Cuenta Corriente	-66,9%	39,9%	29,1%	44,3%	67,4%	101,3%	82,0%	63,1%	116,0%	96,4%
Participación en flujos a países en desarrollo										
Flujos privados netos de capital	20,4%	50,0%	27,6%	28,0%	21,8%	28,5%	58,7%	93,2%	59,9%	130,5%
Inversión Directa Extranjera	35,9%	38,9%	23,1%	28,5%	26,1%	33,0%	37,8%	37,3%	42,2%	39,9%
Países de la crisis asiática										
Flujos privados netos de capital	24,8	21,4	22,5	33,6	53,9	67,4	15,6	28,2	2,9	22,4
Inversión Directa Extranjera	6,2	6,3	6,7	6,5	8,8	9,8	9,8	10,3	13,1	9,1
Déficit por cuenta corriente	-25,2	16,1	13,5	23,2	40,4	53	25	-69,7	-61,7	-44,3
IED/Flujos netos privados de capital	25,0%	29,4%	29,8%	19,3%	16,3%	14,5%	62,8%	36,5%	451,7%	40,6%
IED/Déficit por Cuenta Corriente	-24,6%	39,1%	49,6%	28,0%	21,8%	18,5%	39,2%	-14,8%	-21,2%	-20,5%
Otros países asiáticos										
Flujos privados netos de capital	7,4	7,4	20,8	36	38,3	52,6	22,3	-12,5	-0,6	4,6
Inversión Directa Extranjera	8,3	8,4	26,3	38,2	39,3	44,4	45,3	49,6	41,1	38,4
Déficit por cuenta corriente	23,7	14,1	-8,2	18,9	9,2	16,3	50,4	41,4	36,7	34,9
IED/Flujos netos privados de capital	112,2%	-113,5%	126,4%	106,1%	102,6%	84,4%	203,1%	-396,8%	-6850,0%	834,8%
IED/Déficit por Cuenta Corriente	35,0%	59,6%	-320,7%	202,1%	427,2%	272,4%	89,9%	119,8%	112,0%	110,0%
Total Asia										
Flujos privados netos de capital	32,2	14	43,3	69,6	92,2	120	37,9	15,7	2,3	27
Inversión Directa Extranjera	14,5	14,7	33	44,7	48,1	54,2	55,1	59,9	54,2	47,5
Déficit por cuenta corriente	-1,5	30,2	5,3	42,1	49,6	69,3	75,4	-28,3	-25	-9,4
IED/Flujos netos privados de capital	20,4%	50,0%	27,6%	28,0%	21,8%	28,5%	58,7%	93,2%	59,9%	130,5%
IED/Déficit por Cuenta Corriente	35,9%	38,9%	23,1%	28,5%	26,1%	33,0%	37,8%	37,3%	42,2%	39,3%

Fuente: 1991 WEO Oct. 1999, 1992 - previsión WEO Sep. 2000

Asia: incluye Corea, Singapur y Taiwan Provincia de China. No hay datos para Hong-Kong SAR, Países de la crisis asiática: Indonesia, Corea, Malasia, Filipinas y Tailandia.

Proposición 9. Las empresas multinacionales se convertirán en una seria alternativa a los mercados financieros a la hora de transferir internacionalmente el capital

¿Qué puede explicar el aumento de la participación de la IED en los flujos internacionales de capital? ¿Puede la nueva economía explicar este hecho? En Hausmann y Fernández Arias (2001), sostenemos que los mercados de capitales son más eficientes en unos países que en otros. La IED permite a las empresas financiarse donde el capital es barato y transferir esos recursos a las plantas ubicadas en países donde es caro, arbitrando de este modo entre distintos mercados. Debido al riesgo soberano, es más fácil hacer esto para las empresas que para los mercados financieros.

El riesgo soberano surge porque no se puede forzar a los países a pagar si no quieren. Los problemas del "deseo de pago" son endémicos en todos los mercados financieros, pero los tribunales están para hacer cumplir los contratos y la obtención de garantías mediante un colateral es un mecanismo de compromiso que consigue que los prestatarios no vean rentable el impago. Pero en el terreno internacional, la soberanía complica el uso del colateral. El prestamista tiene el tribunal en un país y el colateral en otro. El riesgo soberano es un problema cuando los países carecen de un colateral internacionalmente aceptable que pueda pignorarse en el mismo país del tribunal que juzga el caso.

Las empresas multinacionales pueden solventar este problema. Pueden entregar el colateral en un país para obtener capital y financiar con ese capital las operaciones en otro país. Las fusiones y adquisiciones pueden venir guiadas por el intento de arbitrar entre mercados financieros, ya que las empresas de países con un exceso de colateral compran las de países con defecto de colateral, logrando así una financiación más eficiente para la empresa conjunta. El arbitraje incrementa el bienestar ya que mejora la asignación del capital. Las nuevas tecnologías reducen los costes de gestión adicionales que se derivan de estructurar empresas de esta manera.

El resurgimiento de la IED apunta hacia un mundo donde los movimientos de capital serán internacionales pero realizados dentro de la misma empresa. Las empresas se estructurarán en el ámbito mundial y se financiarán en los pocos mercados de capitales que queden. Y podrán hacerlo porque la reducción de los costes de comunicación consigue que la gestión de las empresas estructuradas de este modo sea menos difícil.

Proposición 10. Los fondos de pensiones, entre otros fondos, se convertirán en fondos de ámbito mundial

A medida que el stock de capital de los países pasa a formar parte creciente de los balances de situación de las empresas multinacionales, el volumen de ahorro tendrá que invertirse necesariamente en estas empresas. Este proceso ya está tenien-

do lugar. Con un número cada vez menor de empresas cotizadas en bolsa y con unos mercados de capitales nacionales ilíquidos e ineficientes, los fondos de pensiones tendrán dificultades para invertir sin riesgo sus activos en valores nacionales líquidos y de calidad. Con la compra de CTC, ENERSIS y ENDESA, una parte importante del mercado de capitales chileno dejó de cotizar en bolsa. Lo mismo ha pasado con YPF en Argentina y con Electricidad de Caracas. Grandes empresas tradicionales y de calidad contrastada de Latinoamérica forman ahora parte de los balances de situación de empresas multinacionales. De las empresas que permanecen cotizando, el medio preferido para dicha cotización son los ADRs. ¿Dónde tendrán que invertir su dinero y negociar sus activos los fondos de pensiones?

Los gobiernos tendrán siempre la tentación de manipular las colocaciones de los fondos de pensiones con el fin de lograr objetivos distintos del de proporcionar a los jubilados una renta decente. Después de todo, se trata de un ahorro forzoso. Aquellos grupos de votantes con el poder suficiente para influir en la legislación pueden intentar que los fondos inviertan en sus áreas preferidas. La vivienda, la agricultura, las pequeñas y medianas empresas y la financiación a pequeña escala han sido receptoras en el pasado de recursos canalizados oficialmente. Podemos imaginarnos con facilidad que la regulación de los fondos de pensiones caiga presa de la misma lógica. Pero éste es un juego políticamente peligroso. Después de todo, se está jugando con los ahorros de todos los trabajadores. A la larga, la demanda de una jubilación segura y fiable logrará lo inevitable: la globalización de las empresas forzará la globalización del ahorro. Nadie debería derramar una sola lágrima. Los trabajadores ya tienen que enfrentarse a economías nacionales volátiles. No es necesario que sus ahorros también estén sujetos a los mismos riesgos. La diversificación siempre ha sido beneficiosa. La NE tenderá a hacerla inevitable.

Bibliografía

- Calvo G. (1998) *"Capital Flows and Capital-Market Crises: The Simple Economics of Sudden Stops"*, 20 de julio de 1998.
- Calvo G. y Reinhart C. (1999) *When Capital Inflows Come to a Sudden Stop: Consequences and Policy Options*. 1999.
- Cohen, D. y Debonennuil, M. (2000). *"L'économie de la nouvelle é-conomie"*, Junio 2000.
- Gordon, R. (2000). *"Does the «New Economy» Measure up to the Great Inventions of the Past?"*, NBER Documento de Trabajo No. 7833, Agosto 2000.
- Hausmann, R. y Fernandez Arias, E. (2001). *"Foreign Direct Investment: Good Cholesterol?"* BID Documentos de Trabajo 2001.
- Larrain, G. and Sebastián, M. (2001). *"Nueva economía y flujos de capital hacia los países emergentes: Una nota"*. Trabajo preparado para la conferencia organizada por BBVA Banco BHIF y la Comisión Económica para América Latina en Santiago de Chile, 20 de marzo de 2001.
- Nordhaus, W. (2001). *"Productivity Growth and the New Economy"*. NBER Documento de Trabajo No. 8096, 2001.