



- ◆ Trabajo realizado por el equipo de la Biblioteca Digital de la Fundación Universitaria San Pablo-CEU
- ◆ Me comprometo a utilizar esta copia privada sin finalidad lucrativa, para fines de investigación y docencia, de acuerdo con el art. 37 del T.R.L.P.I. (Texto Refundido de la Ley de Propiedad Intelectual del 12 abril 1996)

Nueva Economía, tecnologías de la información y crecimiento económico

GONZALO ÁVILA LIZERANZU

Instituto de Empresa

RAFAEL PAMPILLÓN OLMEDO

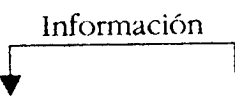
Catedrático de la Universidad San Pablo-CEU

Este artículo analiza los cambios que están teniendo lugar en el entorno económico mundial durante los últimos años del siglo XX y los comienzos del XXI. No pretende un examen integral de cada causa ni de cada efecto en relación con las profundas transformaciones que están aconteciendo en los agentes económicos en particular, y en las distintas economías en general. Sólo intenta alcanzar una mejor comprensión, desde el punto de vista de la teoría y los modelos económicos, de la nueva naturaleza y comportamiento de los mercados. Se enfoca especialmente el último periodo de expansión de los EE.UU., por ser el caso paradigmático de una nueva forma de crecimiento económico conocido comúnmente como Nueva Economía y basado en el aumento de la productividad a partir de las nuevas tecnologías de la información.

La Nueva Economía descansa fundamentalmente en el rápido desarrollo y aplicación de las pujantes «tecnologías de la información» (en adelante TI): ordenadores, software, telecomunicaciones, microprocesadores e Internet. El valor de las nuevas tecnologías reside en su capacidad para clasificar, almacenar, analizar e intercambiar información de una forma instantánea, en cualquier parte del mundo y a un coste mínimo.

Desde esta perspectiva, debe subrayarse que a lo largo de los últimos años ha irrumpido un nuevo factor productivo en el ámbito microeconómico: *la información*, es decir, cualquier

elemento que pueda ser digitalizado o codificado como un conjunto de *bits*. Cuando la información, gracias al soporte físico de las TI, es utilizada con una finalidad económica por el conjunto de los agentes, permite su propia conversión en nuevas ideas y conocimientos. De esta manera, la información se suma a los factores tradicionales, trabajo y capital, modificando, en gran medida, la importancia relativa de las fuentes tradicionales de la riqueza en la economía:

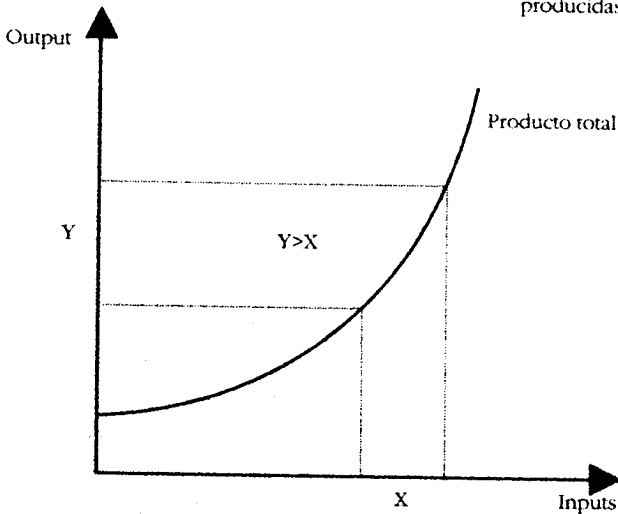
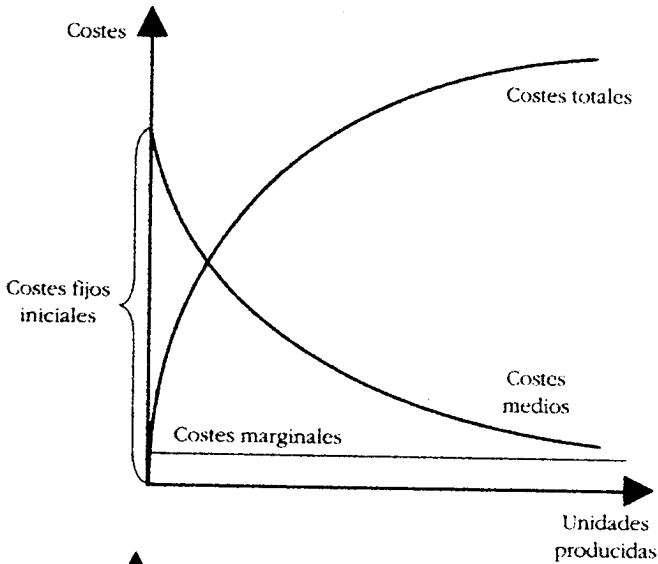
$$Y = f(L, K, \text{Ideas y Conocimientos})^{* - TI}$$


Es evidente que la información siempre ha sido importante en la actividad económica, pero sólo en estos momentos se han consolidado verdaderos cambios de envergadura en la dimensión de la información disponible, los canales por los que se transmite, la gestión y la acumulación de los datos, y la posibilidad de su reproducción y comercialización, gracias principalmente a las innovaciones de las TI y a la masiva implantación de las mismas. Esta realidad aumenta las posibilidades económicas de la utilización de la información, tanto en términos absolutos como relativos, planteando nuevas oportunidades e interrogantes en el entorno general de la vida económica.

I. LOS SECTORES DE LA INFORMACIÓN

Los sectores de la información, aquéllos que desarrollan y producen tanto el *hardware* (infraestructura y soporte tecnológico) como el *software* (información), están irrevocablemente ligados, formando un claro ejemplo de complementariedad. En este sentido, ni el *software* ni el *hardware* tienen valor el uno sin el otro; son útiles justamente porque funcionan juntos como un sistema. Ambos sectores comparten unas características específicas inherentes a su propia naturaleza y que las distinguen de las pautas que imperan en la lógica de otros sectores tradicionales.

En primer lugar, los sectores de la información presentan una estructura de costes muy particular que implica que se deba incurrir, durante el proceso de desarrollo y puesta en marcha de un determinado producto o servicio, en un coste fijo inicial muy elevado, normalmente no recuperable. Por el contrario, los costes marginales posteriores son, en comparación, muy reducidos y constantes (o incluso decrecientes).



De este modo, la economía clásica concluye que al llegarse a un determinado nivel de *output*, la mayor parte de las industrias comienzan a experimentar productividades adicionales decrecientes —costes marginales crecientes— a medida que siguen aumentando su producción y, por tanto, se enfrentan a rendimientos menguantes. Sin embargo, un volumen creciente de *output* de *hardware* y *software* de información (infraestructuras de telecomunicaciones, ordenadores, libros, videos, CD, *web-sites*, servicios financieros, programas informáticos, etc.) presenta rendimientos crecientes. Se trata de bienes difíciles y costosos de producir, pero fáciles y baratos de reproducir. Los altos costes fijos iniciales de las industrias de la información, permiten que éstas se beneficien de enormes economías de escala. Siguiendo con el ejemplo anterior, el desarrollo de un nuevo programa de *software* puede costar millones de dólares, pero una vez producido, cada unidad adicional no supone prácticamente ningún coste (marginal) para la empresa, más aún si puede distribuirlo por Internet, prescindiendo de los gastos de transporte hasta el mercado. Lo mismo ocurre con el desarrollo de una tecnología de fibra óptica y el posterior tendido de su red en una ciudad; una vez que está montada toda la infraestructura, el coste de proporcionar el servicio prácticamente no varía, siendo independiente del número de usuarios de la red. Desde el punto de vista de las consecuencias sobre la estructura del mercado, estas enormes economías de escala desde el lado de la oferta permiten que en el sector de la información, las grandes empresas puedan producir más eficientemente y con precios más reducidos que las pequeñas, por lo que existirá una tendencia natural hacia la consolidación monopolística de los sectores en torno a grandes multinacionales dominantes.

Desde la perspectiva de su demanda, la utilización de la información y su plasmación en nuevos conocimientos e ideas, como nuevo *input* fundamental en la función de producción del conjunto de las empresas del sistema, actúan de forma muy diferente a lo que ocurre con la mayor parte de los demás bienes o recursos productivos. El uso de un automóvil, el servicio de un abogado, o la actividad de un trabajador en una fábrica son ejemplos de bienes rivales, es decir, el uso que un agente hace de ellos impide

que otro pueda hacerlo en el mismo momento. Esta es una propiedad fundamental de la mayor parte de los bienes económicos. Por el contrario, los bienes relacionados con la información presentan características de no rivalidad y, hasta cierto punto, de no exclusividad: una vez producidos, su utilidad no se altera cualquiera que sea el número de usuarios o consumidores (la información no se gasta), por lo que resulta difícil impedir que otros se aprovechen del conocimiento agregado que se va generando. Además, si la información puede ser reproducida a bajo coste, es evidente que puede ser copiada igualmente a bajo coste, acelerando su difusión. Es, en muchos sentidos, un proceso similar al que tiene lugar con la música, si bien ahora debe entenderse desde un enfoque estrictamente económico.

Estas características de los sectores de la información determinan la presencia de externalidades positivas, también conocidas como efectos de red. Ciertamente, las TI producen una serie de beneficios que no capturan únicamente sus proveedores iniciales y que se extienden por el conjunto de la economía. Además, el valor y la utilización de un determinado bien o servicio de información de hecho aumenta cuantos más usuarios haya del mismo, por lo que, cuanto mayor sea la demanda, mayor será la oferta, y el coste unitario de producción disminuirá, reforzando el declive de los precios, la rápida difusión y la magnitud de los rendimientos crecientes del productor. Esta es la razón que posibilita que estemos asistiendo a una nueva Revolución Industrial, en la medida en que las nuevas tecnologías de la información se están adentrando mucho más rápida y profundamente en todo el sistema de lo que habían hecho otras innovaciones tecnológicas en las anteriores fases del capitalismo.

Se puede avanzar algo más en este razonamiento. Una vez que los usuarios se han acostumbrado a la utilización de una tecnología estandarizada y ampliamente difundida, serán lógicamente más reacios a cambiar a menos que exista una alternativa manifiestamente mejor en cuanto a las posibilidades de su uso y su precio. Por lo tanto, los consumidores de las tecnologías de la información están visiblemente expuestos a los costes de cambiar y al *lock-in*, es decir, a la dependencia de una determinada marca: cuando se ha optado por un tipo de tecnología,

o un determinado bien para almacenar y procesar la información, cambiar puede resultar caro e ineficiente mientras estos activos sigan teniendo valor para sus usuarios. Y como este valor o utilidad está en función de lo utilizada que esté esa tecnología, las estrategias competitivas de los sectores de la información buscarán, por encima de cualquier otra disyuntiva, el logro de la mayor penetración o masa crítica posible, y así consolidar la fidelización de los agentes del mercado gracias al efecto de «internalización».

Estos razonamientos conllevan favorables consecuencias prácticas. Aunque exista una tendencia evidente hacia la competencia imperfecta en los sectores de la información, al tratarse de un mercado crecientemente desregularizado, caracterizado por transformaciones tecnológicas cada vez más vertiginosas, las empresas con poder monopolístico mantendrán en todo momento su orientación al mismo. Sólo así podrán beneficiarse de sus economías de escala y de sus economías de red. Consecuentemente, la conjunción de bajos precios, mayor producción, altas calidades y permanentes innovaciones, benefician a los consumidores y se consolidan como los factores clave de éxito en las estrategias competitivas de las empresas líderes, para que la competencia no suponga una amenaza. Las ventajas del *first-to-market* en el sector de la información son evidentes, y de esta forma cobra verdadero sentido el concepto de la «destrucción creadora» shumpeteriana: las empresas con poder monopolístico invertirán constantemente en I+D+i para mantener su posición, estableciendo caminos de competencia o estándares en los productos y evitando, de esta forma, poder ser copiadas.

II. LOS EFECTOS DE LA INFORMACIÓN Y DE LAS NUEVAS TECNOLOGÍAS SOBRE LA ECONOMÍA TRADICIONAL

Pero es en el conjunto de las empresas tradicionales donde los efectos de los nuevos usos de la información están suponiendo una auténtica transformación en la forma de hacer negocios. En efecto, las TI no sólo son más baratas y fácilmente adoptables,

sino que presentan una serie de características adicionales que explican mucho mejor las ventajas que incorporan para los agentes productivos.

En primer lugar, las tecnologías de la información permiten incrementar la eficiencia en prácticamente toda la cadena de valor de la industria, desde el diseño hasta el marketing pasando por la gestión de los aprovisionamientos y de la contabilidad. Surgen nuevas oportunidades para que las empresas tradicionales subcontraten todas aquellas actividades ajenas a su actividad nuclear, conectándose con sus proveedores electrónicamente y a bajo coste a lo largo de la cadena de suministros. Así, éstas pueden despalancar enormemente sus estructuras productivas mediante una disminución de gran parte de los costes fijos y que hasta ahora conllevaban muchas ineficiencias: distribución, pedidos, inventarios, intermediarios, control, tiempos, integraciones verticales, etc. Y todo ello ganando en flexibilidad operativa y mejorando su orientación hacia el mercado. Además, la propia naturaleza de las TI hace que se convierta en la primera revolución tecnológica que aumente la productividad no sólo del sector industrial, sino igualmente de los servicios, como la sanidad, la educación o las finanzas. Este dato es especialmente relevante si se tiene en cuenta que, en los países más desarrollados, en torno al 70% del PIB procede del sector terciario.

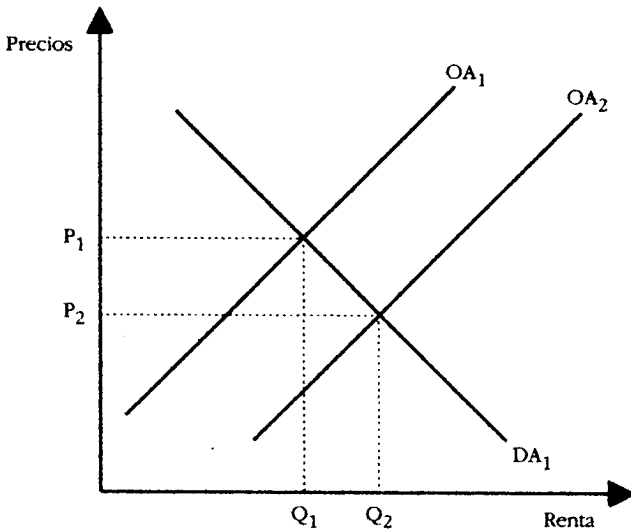
Igualmente, al potenciar el acceso igualitario a la información, las nuevas tecnologías ayudan a que los mercados funcionen más eficientemente, mejorando su transparencia. Piénsese en Internet y en la capacidad que tiene de actuar como una red que reúne en un mismo lugar virtual, y a un coste insignificante, por un lado cantidades enormes de información, y por otro, un amplio número de compradores y vendedores que intercambian bienes y servicios a precios mucho más reducidos. En los sectores tradicionales que explotan la información, las barreras de entrada se desvanecen, haciendo que la economía se acerque más al modelo, hasta ahora puramente teórico, de la competencia perfecta.

Por último, las tecnologías de la información facilitan que una cantidad creciente de información pueda ser almacenada y enviada a cualquier lugar del mundo, de forma instantánea y a un precio mínimo. En este sentido, las nuevas tecnologías aumentan

el ritmo de globalización de los mercados. Es más, esta relación entre tecnologías de la información y globalización forma un círculo virtuoso de causas y efectos que se realimentan: las TI incentivan la globalización de la producción y los mercados de capitales y ésta, a su vez, permite desarrollar la competitividad y amplía los mercados incrementando la velocidad de la difusión de las nuevas tecnologías mediante el comercio y la inversión internacional.

El aspecto más importante de la Nueva Economía no es, por tanto, el obvio y creciente peso del sector de las tecnologías de la información o la proliferación de las *puntocom* y otras *start ups* que han encontrado un nuevo canal para llegar hasta el consumidor final, sino la manera en que las TI permiten el desarrollo de los intercambios electrónicos (B2B) y las alianzas estratégicas entre empresas, aumentando la eficiencia de las industrias tradicionales que están sabiendo adaptar sus estructuras a las nuevas oportunidades (por ejemplo, el *e-procurement* a través de Internet). Al ser posible una mayor interdependencia entre las actividades productivas gracias a la mejora de la intercomunicación, las empresas tradicionales pueden flexibilizar ampliamente sus estructuras productivas mediante el *outsourcing* de todos los aspectos ajenos a sus capacidades básicas o *core competencies*. Como resultado, la necesidad que antes existía de integraciones verticales para asegurar las economías de escala en la producción se desvanece, mientras que por el contrario las economías de alcance logradas mediante acuerdos estratégicos con terceros se convierten en el aspecto determinante para asegurar la eficiencia operativa. Todo esto tiene consecuencias muy importantes sobre el tamaño óptimo de las empresas, que se ve reducido, sucediendo, curiosamente, lo contrario de lo que ocurría con el sector de la información. Así, en las compañías tradicionales, el ahorro de costes y la mejora de su productividad significa un aumento de sus márgenes, y para la economía en su conjunto un desplazamiento de la curva de oferta agregada a la derecha que implica, *ceteris paribus*, un mayor crecimiento sin inflación.

En este sentido, el nuevo paradigma tecnológico no supone, como muchas veces se ha dado a entender, que las leyes económicas básicas dejen de estar vigentes, ni que los principios econó-



micos elementales, tales como el juego de la oferta y la demanda, se hayan alterado. De hecho, una interpretación plausible del fenómeno conocido como Nueva Economía se traduce, como vamos a ver, en un aumento del protagonismo de la oferta agregada frente a la demanda agregada.

III. EL DESAFÍO DE UNA NUEVA BURBUJA FINANCIERA Y LA PERMANENCIA DE LOS CICLOS ECONÓMICOS

Muchos analistas han afirmado durante los últimos tiempos que el alto ritmo de crecimiento que ha alcanzado una economía como la norteamericana justifica las altas cotizaciones que han llegado a alcanzar muchas de sus empresas en los mercados financieros, tanto del sector tecnológico como del tradicional. Así, por ejemplo, el índice Dow Jones industrial pasó de los casi 3.000 puntos en 1994 a más de 9.000 en 1998, y el índice compuesto Standard and Poor's se incrementó en el mismo periodo en un porcentaje superior al 130%, por no mencionar lo ocurrido con

el Nasdaq, y que es de sobra conocido. Es más, se ha asegurado que en un mundo de rápido cambio tecnológico, los tradicionales métodos de valoración de las empresas y de cálculo de los precios de las acciones han quedado anticuados. Suelen esgrimirse tres argumentos para justificar el desenfrenado ritmo de capitalización bursátil que se ha llegado a alcanzar en los últimos años.

En primer lugar, se asegura que gracias a las nuevas tecnologías el aumento de la productividad de las empresas va a suponer una multiplicación de los márgenes y beneficios potenciales. Esto, efectivamente, será así en la medida en que las compañías sean capaces de aumentar su poder monopolístico. Pero como ya se ha analizado, en los sectores tradicionales que siguen constituyendo la base fundamental de la economía, las tecnologías de la información favorecen precisamente lo contrario: las externalidades y la no rivalidad de los conocimientos asociados a la información permiten incrementar la competitividad y reducir las barreras de entrada a su mínima expresión. De esta manera, podría replicarse que en el largo plazo no parece que el uso con fines operativos de las tecnologías de la información vaya a ser un elemento diferenciador como para aumentar los beneficios de unas empresas en relación con otras. Tanto las mayores como las menores pero dinámicas compañías van a tener el acceso a la misma información y, por lo tanto, a las mismas oportunidades. Otra cosa bien distinta puede ocurrir en los propios sectores de la información, donde su particular naturaleza efectivamente puede conllevar un aumento de la competencia imperfecta y de los beneficios de unas pocas compañías, y en este caso sí puede estar justificado un aumento de la capitalización bursátil de las empresas con poder monopolístico.

Por el contrario, a nivel agregado las TI incentivarán una mayor eficiencia y una mayor creación de valor en el conjunto la economía, impulsando la oferta y la renta de pleno empleo del sistema. Es más, gracias al incremento de la transparencia, Internet está traspasando el poder del mercado de los productores a los consumidores, por lo que los márgenes de beneficios se verán adicionalmente reducidos. Las ventajas competitivas seguirán estando, como siempre, en desarrollar capacidades diferentes de las de otros competidores y que no sean fácilmente

replicables: relaciones especiales con los trabajadores, clientes o proveedores, reputación, marca, innovación. E incluso estas cuestiones serán cada vez más fáciles de lograr por el conjunto de las empresas.

En segundo lugar, se argumenta que, gracias a una mayor estabilidad económica, la prima de riesgo —el margen que los inversores demandan por encima de los bonos libres de riesgo, por ejemplo, las Letras del Tesoro—, y que determina en gran medida el coste de los recursos propios para la financiación de las empresas, prácticamente se situará cercana a cero. A dicha estabilidad habrá contribuido la mesura de las políticas económicas de demanda, tanto fiscales como monetarias, además de la moderación de los ciclos económicos. Pero hoy en día, la experiencia demuestra que aventurar un final de las oscilaciones económicas constituye una imprudencia que la Historia se ha empeñado en desmentir en numerosas ocasiones. Los últimos acontecimientos de la economía norteamericana no hacen sino confirmar esta visión.

Por último, se afirma que en una economía cuyo crecimiento se basa en el desplazamiento de la curva de la oferta agregada, las tensiones inflacionistas que tradicionalmente han acompañado al crecimiento —fundamentado éste en la expansión de la demanda agregada a la que podía seguir en mayor o menor medida la oferta agregada—, desaparecerán. De esta manera, se pueden descontar, hoy, tipos de interés reales más bajos cuando se calculan los *cash-flows* futuros al valorar las empresas. A este argumento habría que responder que si bien es cierto que puede darse un crecimiento sin tanta presión sobre los precios, precisamente en la medida en que las nuevas tecnologías requieren un nivel de inversión continuo para evitar su obsolescencia, los tipos de interés reales deberán ser lo suficientemente altos como para incitar a los agentes económicos ahorradores a aumentar su propensión al ahorro. Esto permitirá financiar crecientes niveles de inversión en aquellas empresas que no captan sus recursos financieros en los mercados bursátiles. Además, los tipos de interés deberán contener posibles recalentamientos de la economía que, a partir de las expectativas y los *efectos riqueza*, impulsen excesivamente la demanda agregada.

Las cotizaciones de las acciones deberían tener en cuenta estas salvedades al considerar el potencial de beneficios futuros de las empresas y evitar así que se vaya formando una gigantesca burbuja financiera, fundamentada en expectativas desligadas de las posibilidades reales de la Nueva Economía. El potencial de crecimiento es grande, pero debería evitarse por todos los medios un *crack* bursátil. Ello supondría un duro golpe para la riqueza de las familias y de las empresas, que en los últimos años han aumentado espectacularmente su inversión en los mercados de capitales. De hecho, las elevadas valoraciones de estas compañías están reflejando, en última instancia, las expectativas del inversor por una elevada prima que augura buenas oportunidades de crecimiento futuras, por lo que una crisis de este tipo afectaría directamente a dichas valoraciones.

Además, las acciones de muchas de las empresas de los sectores de la información son menos sensibles a las alteraciones de los tipos de interés. Ciertamente, éstas prefieren los recursos propios a la deuda a la hora de componer su estructura financiera para disminuir el riesgo inherente al apalancamiento financiero en un entorno inestable, y porque con flujos de caja lejanos en el tiempo la reducción en el valor presente de la compañía causada por una eventual subida de los tipos será menor. Ello ha favorecido importantes efectos riqueza positivos, con la consiguiente repercusión sobre el consumo privado y sobre la inversión, por lo que los desplazamientos de la demanda agregada hacia la derecha se han fundamentando, al menos en parte y como veremos, en estas expectativas.

Posiblemente, una depresión económica llevaría a los agentes —empresarios y particulares— a prescindir, al menos por un tiempo, de la renovación o incremento de su inversión en capital tecnológico. Pero los beneficios de la Nueva Economía se recuperarían en la medida en que están asentados en unas sólidas bases *reales*. Al fin y al cabo las TI favorecen la competitividad, por lo que las empresas que retarden la mejora constante de sus procesos operativos mediante la inversión en las nuevas tecnologías que vayan surgiendo, corren el riesgo de perder posiciones en el mercado rápidamente. Lo que está por ver es si una corrección bursátil y/o económica severa (*hard landing*) dificultaría

la recuperación hacia senda de expansión tan virtuosa como la que, hasta la fecha, ha disfrutado una economía como la estadounidense, la más avanzada desde el punto de vista de la difusión de las tecnologías de la información.

Por consiguiente, y contrariamente a lo que se ha afirmado en muchas ocasiones, los ciclos económicos no han desaparecido. Existen riesgos evidentes que pueden degenerar en una crisis de inversión y consumo, de efectos negativos para las economías. Lo novedoso es que, debido tanto a la mayor flexibilidad estructural y a la globalización de los mercados, como a la posibilidad gracias a las telecomunicaciones, de difundir de inmediato nuevos productos y tecnologías que impulsen la eficiencia en todos los sectores permitiendo un rápido ajuste por parte de los agentes, se logre atemperar la parte recesiva del ciclo. Ello permitirá lograr lo que se ha venido denominando «aterrizajes suaves» (*soft landing*) de las economías.

Existe una buena oportunidad para que el aumento de la competencia y la disminución de las barreras de entrada impliquen que no sólo las mayores empresas, sino también menores pero dinámicas compañías, tecnológicas o tradicionales, se aprovechen de las oportunidades que ofrece la Nueva Economía en un entorno virtuoso de lucha por la conquista del mercado. Tanto en este aspecto, como en la aparición de los rendimientos crecientes y en externalidades de red de una parte cada vez más importante de la actividad económica, tiene su base la idea de la posibilidad del crecimiento continuo que con tanto énfasis se ha propagado desde diferentes esferas durante los últimos tiempos. Lamentablemente, esta visión no deja de ser una simple declaración de voluntades de muchos exaltados alegatos del *postcapitalismo*. Es posible que nos hallemos ante una mayor duración de los ciclos económicos, con fases expansivas más largas y periodos recesivos más concentrados, pero fluctuaciones al fin y al cabo.

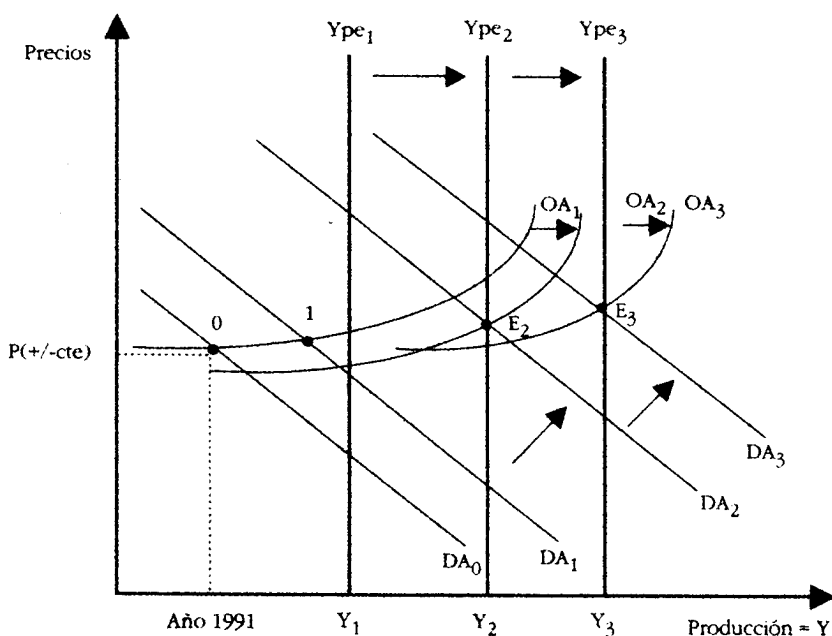
IV. LOS EFECTOS SOBRE EL MODELO MACROECONÓMICO Y LA «NUEVA» POLÍTICA ECONÓMICA: EL CRECIMIENTO ECONÓMICO EN EE.UU. (1991-2000)

La política económica seguida por parte de las autoridades estadounidenses durante los últimos años constituye la mejor evidencia de cómo posibilitar el crecimiento económico derivado de la utilización de la información y la profundización de las nuevas tecnologías, corrigiendo al mismo tiempo los posibles desequilibrios que pudieran haber aparecido, principalmente los inflacionistas.

A lo largo de la última década, la economía norteamericana discurre por la senda de crecimiento más prolongada de su historia. Durante mucho tiempo, este crecimiento no se vio amenazado por signos y desequilibrios evidentes de agotamiento similares a los que han aparecido típicamente al final de las fases de expansión, anunciando la inminencia de un cambio en el ciclo que conduce inevitablemente hacia la recesión. Así, fueron muchos los economistas que aventuraron una quiebra de los modelos anteriores que presagiaban la existencia de un nivel de paro NAIRU (*Non Accelerate Inflation Rate of Unemployment*) a partir de la cual la inflación se disparaba. Los salarios subían y los precios no lo hacían prácticamente; La tasa de crecimiento del PIB era superior a la tasa de inflación, que cayó año tras año desde 1991 en una sucesión sin precedentes en la historia económica reciente; Y la economía se encontraba permanentemente en pleno empleo, e incluso en situación de sobreempleo.

La Reserva Federal estadounidense, a pesar de haber subido en diversas ocasiones los tipos de interés de intervención, continuó practicando hasta finales del año 2000 una política monetaria que distaba mucho de poder considerarse restrictiva, teniendo en cuenta las portentosas características del momento expansivo en el que se hallaba la economía. De esta forma, proporcionó al sistema la liquidez que necesitaba para facilitar el crecimiento con el mantenimiento de un presupuesto público superavitario. Y, sin embargo, los precios permanecieron estables, obviando la fortaleza de los niveles de consumo e inversión existentes, e incluso después de las sucesivas subidas del coste del barril del petróleo. ¿Cómo se explica todo lo anterior?

Con el surgimiento de la Nueva Economía, EE.UU. vivió la *cuadratura del círculo* de los modelos de la teoría macroeconómica. Resulta imprescindible analizar en detalle el gráfico siguiente para comprender la totalidad de los cambios que acontecieron:



Después de la crisis económica internacional de comienzos de los años 90, la economía estadounidense, la primera de las occidentales en salir de la recesión y la que con menos intensidad sufrió sus consecuencias, se encontraba en una situación 0 caracterizada por un nivel de producción y de empleo inferior a su potencial Y_{pe_1} . Para vigorizar la recuperación de la actividad económica, la Reserva Federal mantuvo una política monetaria de expansión de la oferta monetaria que reducía los tipos de interés e inyectaba liquidez en el sistema. Este proceso se complementaba con una decidida reducción del déficit fiscal por parte de las autoridades federales. Por consiguiente, el presupuesto

público no tuvo una naturaleza procíclica y apenas impulsó añadidamente la demanda agregada, dejando de actuar así como una presión adicional sobre la inflación y sobre la necesidad de atraer ahorro para financiar el déficit. Este aspecto, a su vez, permitió el mantenimiento de los bajos tipos de interés de la política monetaria, lo que favoreció decisivamente la actividad en el resto de los mercados de capitales.

Esta política incentivó la inversión privada de las empresas, gran parte de la cual se dirigió a las nuevas tecnologías, al mismo tiempo que estimulaba el consumo de las familias, de forma muy especial en los bienes de consumo duradero como los ordenadores y las telecomunicaciones. Si bien es cierto que EE.UU. llevaba décadas al frente de estas tecnologías, el mayor ritmo de penetración en todos los mercados, además de la intensificación de su uso económico y de las posibilidades para el conjunto de los agentes, se produjo en estos momentos. Por otra parte, el consumo también empezó a dar muestras de mayor actividad, gracias tanto a los menores tipos de interés como a las favorables perspectivas de recuperación económica. Se provocó así una expansión de la demanda agregada de la economía que viene representada gráficamente por un desplazamiento de la curva DA_0 hasta DA_1 . El ajuste hasta la nueva situación se hacía sin grandes tensiones inflacionistas, mediante un movimiento a lo largo de la curva de Oferta Agregada OA_1 desde el punto 0 hasta el 1.

La razón por la que la recuperación económica a partir del impulso de la demanda agregada no degeneraba en escaladas de precios se basa en la elasticidad de la curva de oferta agregada de EE.UU., prácticamente plana. Esta elevada elasticidad no es sino el resultado de la flexibilidad de los mercados norteamericanos, especialmente de su mercado de trabajo. Al contrario de lo que ocurre en Europa, la descentralización de las negociaciones de los salarios, que varían de empresa a empresa, impedía que el componente cíclico forzara al alza los salarios ante un incremento de la demanda de trabajo por parte de los empresarios. Éstos trataban de impulsar la producción para satisfacer la recuperación de la demanda de consumo y aumentar consiguientemente sus beneficios. Además, la permeabilidad del mercado laboral permitía que existiera una mayor diferenciación

salarial entre los trabajadores más cualificados y los menos cualificados, favoreciendo que los primeros se desplazasen a las empresas de los sectores emergentes de la información y las nuevas tecnologías. Tampoco deben olvidarse las numerosas variantes en las condiciones de contratación, despido y remuneración (*stock options* asociadas a las cotizaciones bursátiles, generalización de la dirección por objetivos en gran parte de los niveles de la empresa, etc.) existentes en este mercado laboral y que reforzaban las características anteriores, así como la elasticidad de la curva de oferta agregada.

La mayor rigidez de esta curva, una vez traspasada la renta de pleno empleo, obedece a que un aumento de la producción a partir de ese nivel difícilmente habría estado acompañado de incorporaciones sucesivas de trabajadores, sencillamente por no existir más capacidad ociosa del factor. Por consiguiente, los incrementos de la renta a partir de este punto, en principio habrían resultado más difíciles y habrían estado fundamentados en el incremento de las horas extraordinarias, los salarios, y en consecuencia, de los precios.

Otra razón para la elasticidad de la oferta agregada estadounidense viene determinada por el grado de liberalización de sus mercados de bienes y servicios y el desarrollado nivel de competencia empresarial, factores que impedían que los precios aumentasen ante una pujanza del consumo en estos primeros instantes de la recuperación económica.

Con estas características de los diferentes mercados, y bajo el rigor presupuestario, las políticas de demanda adoptadas por Greenspan fueron altamente eficaces y apenas generaron presiones sobre los precios. Se alcanzó así una nueva situación de equilibrio estable que no aventuraba grandes cambios en el corto plazo: crecimiento estable del PIB, inflación controlada, desempleo menguante acercándose a su tasa natural, y ahorro y beneficios financiando la inversión.

Pero no fue así. La economía norteamericana se hallaba sólo en el comienzo de una fuerte y duradera expansión económica en la que lo más característico sería la irrupción de los efectos de la Nueva Economía. Dicho de otra manera, los cambios económicos resultantes de un nuevo paradigma tecnológico basado en

la información empezaron a notarse a gran escala. En este sentido, los incrementos de productividad de las empresas, que se estima que doblaron los niveles de las décadas anteriores, y los ahorros de costes gracias a la adopción masiva de las nuevas tecnologías de la información (informática, *software*, telecomunicaciones, Internet) empezaron a manifestar sus efectos sobre la naturaleza macroeconómica del crecimiento. Estas tecnologías incrementaban crecientemente el peso relativo de la *información* como *input* básico de la función de producción agregada del sistema económico, asegurando la sostenibilidad del vigoroso ritmo expansivo.

La curva de la oferta agregada se desplazaba hacia la derecha (de OA_1 a OA_2) a la vez que la innovación tecnológica y los *stocks* de capital acumulados aumentaban el potencial de producción de EE.UU., moviendo en el mismo sentido la recta de pleno empleo (de Y_{pe1} a Y_{pe2}). Al mismo tiempo la expansión de la oferta agregada, gracias al incremento de la productividad, permitía que apenas se produjese presión sobre el nivel de precios de la economía. Ello posibilitaba que la Reserva Federal se pudiera permitir el mantenimiento de una política monetaria laxa que incentivase la formación bruta de capital de una manera continua, condición indispensable de la Nueva Economía. Los bajos tipos de interés atraían ingentes cantidades de ahorro hacia los mercados bursátiles, que se revalorizaban día tras día gracias a las favorables expectativas de crecimiento y rentabilidad de las empresas, y éstas contaban así con la posibilidad de obtener fácilmente recursos con los que financiar los ambiciosos proyectos de inversión y renovación de su capital físico. Ciertamente, gran parte de esta inversión fue realizada en nuevas tecnologías de la información. Además, no debe olvidarse que la formación bruta de capital es el único elemento del modelo que posee la virtud de impulsar simultáneamente la oferta (más *stock* de capital implica mayor capacidad productiva absoluta y mayor productividad) y la demanda agregada (mayor gasto en bienes de inversión).

Por el lado de los consumidores norteamericanos, las brillantes expectativas fortalecían la pujanza de la demanda mediante la aceleración del consumo interno. Estas expectativas se fundamentaban tanto en el efecto riqueza generado como conse-

cuencia de invertir crecientemente sus ahorros en una bolsa en alza, como en un desempleo prácticamente inexistente. Igualmente, los incrementos de la productividad permitían que los salarios reales empezaran a incrementarse ligeramente en unos momentos en los que la fuerza de trabajo empezaba a revelarse como un factor escaso, sin que ello perjudicase a los márgenes empresariales. En definitiva, la curva de demanda agregada se desplazaba también a la derecha (de DA_1 a DA_2) *reforzando el incremento de la oferta*, y con una inflación resultante mínima que aseguraba el crecimiento equilibrado.

Esta situación se mantuvo sucesivamente durante toda la década de los 90 (véanse los desplazamientos sucesivos en el gráfico). Se trataba de un nuevo modelo de crecimiento económico apoyado en la fortaleza de la oferta debido al aumento de la productividad, con unos mercados de bienes y de trabajo flexibles y transparentes. Al contrario de lo que ha ocurrido tradicionalmente con los modelos keynesianos, el papel de la demanda se modificaba para adaptarse a la marcha de la oferta, complementándola, e impidiendo que la situación macroeconómica degenerase en cuellos de botella que estrangulasen el propio potencial de crecimiento. Porque es evidente que, con independencia de que la oferta cree (como afirmaba Say) o no su propia demanda, por mucho que se abaraten los costes laborales unitarios (que el crecimiento de la productividad sea mayor que el crecimiento de los salarios) o se flexibilicen los mercados, las empresas no invertirán y la economía no crecerá si no esperan vender su producción.

Los resultados son los conocidos, los mismos que deslumbraron a los economistas en estos últimos años del siglo XX: fuerte crecimiento económico; precios estables; superación de los principios de la *curva de Phillips* o elección entre inflación y paro; aumento de la capacidad adquisitiva gracias al crecimiento moderado de los salarios reales y de la riqueza financiera; expectativas desbordantes y expansión del consumo; combinación de fuerte inversión empresarial con incrementos de la productividad que absorbía un aumento de los costes laborales unitarios y el inicio de una espiral inflacionista que hubiera retraído la oferta agregada; beneficios empresariales y pleno empleo; revalorización bursátil y la consolidación de la industria más competitiva e inno-

vadora del mundo. Es decir, EE.UU. se distanciaba cada vez más de sus competidores, tanto en términos nominales como reales.

¿Suponía esto, como durante mucho tiempo se afirmó, que EE.UU. se había situado en una senda de crecimiento económico ilimitado en el que los ciclos habían desaparecido? Las respuestas categóricas en sentido afirmativo resultaban una temeridad y denotaban, como anteriormente hemos mencionado, escaso conocimiento histórico y un análisis poco profundo de la situación económica. Porque todo crecimiento, cualquiera que sea su naturaleza o estadio temporal, conlleva una serie de *pasivos* que, en un momento determinado, pueden intensificarse a través del efecto multiplicador de la cadena de transmisión del sistema económico, lastrando los equilibrios virtuosos del crecimiento sostenido. En este sentido, debe recalarse que si bien los cambios tecnológicos pueden cambiar el nivel, la longitud o la fisonomía de los ciclos, no pueden evitar la psicología de los agentes económicos, la mayor o menor oportunidad de la política económica, o la situación del entorno internacional.

Pero, ¿en qué consistían estos riesgos y cuáles eran las amenazas incipientes para esta Nueva Economía?

En el caso de EE.UU., es evidente que la amenaza más grave que pudo haber acontecido hubiera venido determinada por una repentina caída en los ritmos de crecimiento de la productividad logrados gracias a las nuevas tecnologías de la información, al ser esta la variable sobre la que se sustentaba la sostenibilidad del fuerte crecimiento.

En principio, esta posibilidad era poco probable en el corto plazo en la medida en que la naturaleza de los incrementos de la eficiencia productiva estaba fundamentada crecientemente en los rendimientos crecientes de la información y de sus nuevas tecnologías. Así, en otros ciclos la productividad se había moderado a medida que avanzaba la expansión. Sin embargo, en este caso el comportamiento fue al contrario: en 1999 y 2000, el crecimiento medio de la productividad fue del 3,1% y del 4,2%, respectivamente, unos crecimientos superiores incluso al de años anteriores y que demostraban que el *shock* expansivo de oferta tenía una naturaleza estructural asociada a un nuevo modelo tecnológico, y no únicamente coyuntural o explicada por el ciclo.

Por lo tanto, existía aún bastante camino por recorrer en la extensión de las nuevas tecnologías sobre el tejido industrial de EE.UU., principalmente en su ramificación a las pequeñas y medianas empresas. La tecnología estaba aún en un estado incipiente en lo relativo a sus capacidades y utilizaciones. Era factible que las mejoras operativas derivadas de las nuevas tecnologías siguiesen manifestándose durante más años, a medida que las empresas tradicionales fuesen intensificando el uso económico de la información en sus procesos de producción, distribución y comercialización. Consecuentemente, los beneficios de la Nueva Economía serían mayores cuanto más ampliamente hubieran sido adoptadas las nuevas tecnologías por el conjunto del sistema económico, dando un verdadero sentido práctico al concepto microeconómico de las externalidades de red.

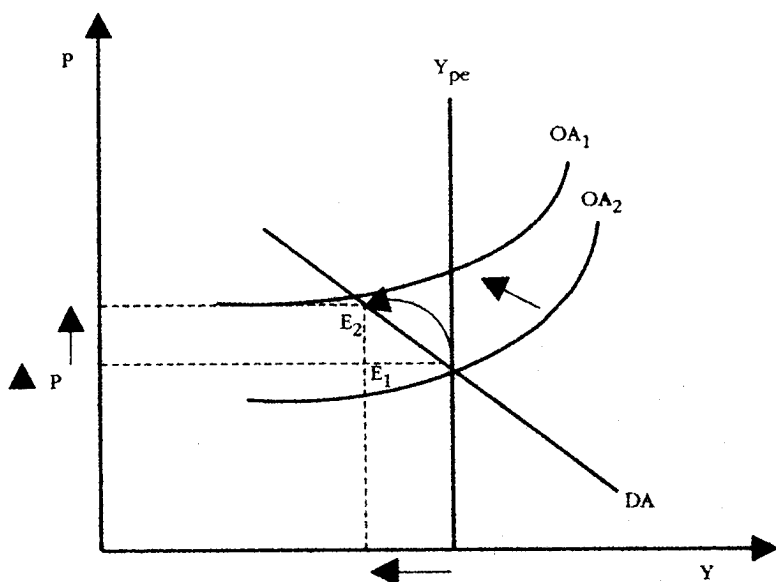
Mucho más significativo fue el *shock* petrolífero que impactó desde finales de 1998 (intensificado desde la segunda mitad de 2000) y que, desde la perspectiva de la oferta agregada, pudo haber descompensado los incrementos de productividad acontecidos. Ahora bien, si es evidente que el incremento de la factura energética no era algo que favoreciese a un entorno empresarial extremadamente competitivo, al impedir su traslación inmediata sobre los precios pagados por los consumidores —el coste era soportando íntegramente por el margen de los empresarios—, también es cierto que la dependencia energética se había reducido sustancialmente en relación con otras coyunturas anteriores. Ciertamente, con una economía basada en el creciente protagonismo de las tecnologías de la información, no intensivas en petróleo, y con la fortaleza del dólar en esos momentos, era de esperar que esta dependencia siguiese reduciéndose de forma progresiva. Según cálculos de *Lehman Brothers*, un 77% del PIB estadounidense dependía del área de servicios en sentido amplio, lo que significaba que más de las tres cuartas partes de la riqueza generada en 1999 procedía de sectores que se sometían poco, o indirectamente, a esta materia prima. Es más, al contrario de lo que ocurrió en épocas pasadas, el incremento de los precios del petróleo parece haber tenido un impacto más deflacionario —enfriando la actividad— que inflacionista.

Por último, debía barajarse la posibilidad de que incluso bajo condiciones óptimas de flexibilidad del mercado de bienes/servicios y del mercado laboral, la presión sobre los precios estimulada por la potencia de la demanda interna, se habría de sentir en mayor o menor medida en la medida en que la economía se aproximaba a la recta de pleno empleo y a su renta potencial (si bien este nivel se estaba incrementando gracias a los incrementos de productividad y al auge inversor). El problema estribaba en determinar la magnitud de esta presión, lo que estaba igualmente determinado por la gestión de la política económica.

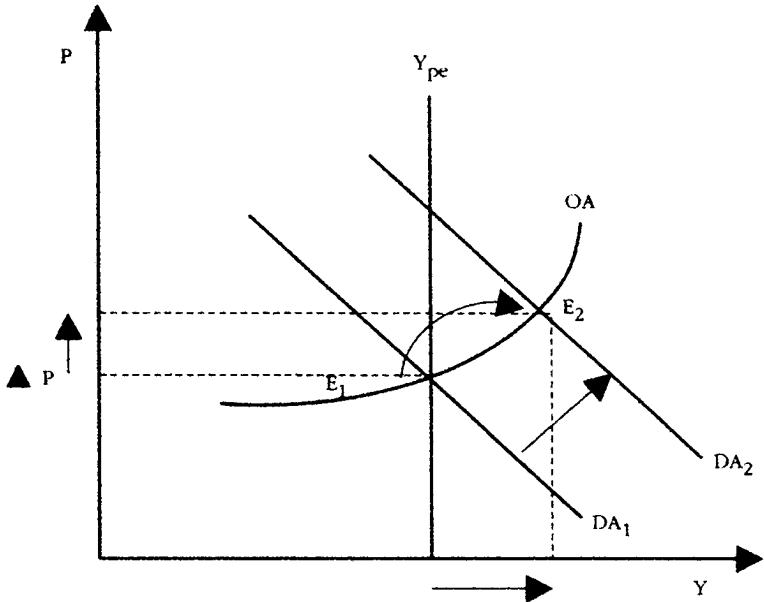
Un problema adicional, en realidad la otra cara de la misma moneda, venía motivado por un excesivo calentamiento de la demanda agregada: consumo interno desbordado por expectativas exuberantes, efectos riqueza desmesurados por sobrecapitalización bursátil, excesiva liquidez monetaria en el sistema, elevado endeudamiento y reducidas (incluso negativas) tasas de ahorro de las familias, etc.

Estos dos potenciales ámbitos de amenazas conllevaban unos efectos como los que se muestran en los siguientes gráficos:

RALENTIZACIÓN PRODUCTIVIDAD Y/O AUMENTO COSTES



RECALENTAMIENTO DE LA DEMANDA



Aun teniendo ambas situaciones particularidades específicas que las diferencian, en ambos casos se hubiera roto la clave sobre la que se fundamentaba todo el crecimiento virtuoso de la Nueva Economía: *el control de los precios*. A partir de este punto y a través de la cadena de transmisión macroeconómica, empezarían a sucederse una serie de efectos perversos que desencadenarían, *ceteris paribus* y en ausencia de la adecuada política económica que lo remediase, en una espiral inflacionista que a la larga conduciría a la recesión económica, la inflación y el desempleo.

Partiendo del más elemental principio de política económica que evidencia que es preferible adelantarse a los problemas antes que intentar resolverlos cuando ya se manifiestan con toda su crudeza, muchos economistas apostaban por que la Reserva Federal debía haber empezado a disminuir la liquidez gradualmente, sin dar señales de alarma y en función de las necesidades del sistema. Era de prever que esta medida no hubiera tenido efectos muy perniciosos sobre la inversión e innovación en un momento en el que la economía americana crecía a ritmos formidables y donde las expectativas seguían siendo desbordantes.

Por primera vez desde 1968, las economías domésticas poseían más activos bursátiles que reales, lo que determinaba un modelo con una importancia relativa muy alta de las expectativas de los agentes. Por ello, era evidente que estas medidas no podían implicar una retracción del optimismo de los mercados y una excesiva corrección de la capitalización bursátil que impulsaba el consumo de las familias, la reinversión de los beneficios, y en definitiva, la demanda agregada. Los efectos perversos de una repentina subida de los tipos podrían ser los siguientes: reducción del consumo y de la inversión, caída de la capacidad instalada, disminución de los beneficios, desplome de la bolsa, hundimiento de las expectativas, contracción de la oferta agregada y, finalmente, caída del empleo y del crecimiento.

Se hubiera tratado, por tanto, de practicar una política monetaria *ligeramente* anticíclica con anterioridad a junio de 1999 (momento en que empezó a consolidarse este viraje con el inicio de la escalada de tipos), enfriando la economía lenta y ligeramente para aumentar su sostenibilidad y evitar desequilibrios.

Un último pasivo existente, y que supuso un contrapeso al impresionante desarrollo registrado durante la década, fue el creciente déficit comercial, muy relacionado con la pequeña tasa de ahorro norteamericana (elevado endeudamiento de las familias) y la fortaleza del dólar. En última instancia, este indicador mostraba que los crecimientos de la demanda interna eran incluso superiores a los recursos generados con el aumento de la productividad del sistema productivo y la expansión de la oferta potencial. La diferencia entre las importaciones y las exportaciones equivalía al 5% del PIB —la mayor desde la Segunda Guerra Mundial— y mantenía una tendencia ascendente, característica que comenzaba a convertirse en una losa insostenible para la economía norteamericana, si bien hasta ese momento había servido como válvula de escape a las tensiones inflacionistas. Tanto es así que la crisis asiática sufrida en 1998 no se extendió a escala mundial gracias al buen momento del ciclo en EE.UU., que siguió demandando de los otros países e impulsando sus economías a través del sector exterior. Esto suavizó enormemente las tensiones y permitió un «aterrizaje suave» de los países amenazados por la crisis. Pero en una sociedad como

la estadounidense, que producía menos de lo que consumía e invertía, se generó un déficit que se tuvo que financiar con capital extranjero.

Durante casi diez años, los inversores extranjeros se habían mostrado dispuestos a financiar este desequilibrio, en gran medida a través de la inversión directa y en acciones, porque los rendimientos reales de la economía estadounidense eran muy superiores a los de otros destinos. Esta buena disposición de los capitales extranjeros se reflejaba en la fuerte apreciación de dólar durante estos años, factor adicional que contribuyó decisivamente a que la inflación se mantuviese reducida. Pero, como era previsible, este proceso no podía durar indefinidamente. No es sólo que a largo plazo el servicio de la deuda pudiese llegar a suponer una carga excesiva para la economía, sino que era probable que el atractivo de invertir en EE.UU. tendiera a reducirse por el avance de los países seguidores en la Nueva Economía, principalmente los europeos. Esta situación, antes o después, pudo provocar grandes tensiones que podrían haber culminado en una recesión e inflación. Es evidente que esta última no es nunca la enfermedad, sino el síntoma principal que indica que algo se ha hecho mal o que un desequilibrio no se ha frenado a tiempo.

Cuando nos referimos a la política económica ninguna medida deja de tener su contrapartida, por lo que la búsqueda del equilibrio a través de una mezcla de acciones posibles constituye, precisamente, la principal y más difícil tarea de los economistas. El papel de las políticas macroeconómicas de demanda, monetaria y fiscal, se convierte así en algo controvertido, ya que puede ser un elemento estabilizador o desestabilizador según se apliquen o no en el momento oportuno. Además, estas políticas están cada vez más condicionadas por la apertura de las economías y la globalización y, por lo tanto, su finalidad se encuentra mucho más orientada hacia la búsqueda de equilibrios que hacia el impulso del crecimiento económico. En este caso, ante una eventual caída de la actividad, el grado de saneamiento de las cuentas públicas norteamericanas hubiera permitido que las políticas de demanda pudiesen ser utilizadas, de manera anticíclica y cuando el sistema lo requiriese, con mucho mayor margen de maniobra y efectividad que, por ejemplo, en Europa. Esto sería ratificado

posteriormente, como veremos, cuando la economía estadounidense ha entrado en un proceso de enfriamiento que ha hecho imprescindible la instrumentalización de las políticas económicas expansivas.

Independientemente de la evolución de cada uno de estos pasivos económicos y de las medidas que se adoptaron para mitigarlos, las políticas estructurales y de rentas norteamericanas siguieron apostando por incentivar al máximo la competitividad, la flexibilidad en los mercados de bienes y factores, y el progreso técnico de la Nueva Economía. El objetivo último consistía en seguir desplazando de forma continua la Oferta Agregada hacia la derecha, asegurándose así de que este nuevo modelo de crecimiento económico se consolidara definitivamente.

V. EL ATERRIZAJE DE LA ECONOMÍA ESTADOUNIDENSE: ¿CRISIS O DESACELERACIÓN HACIA UNA NUEVA FORMA DE CRECIMIENTO? (2000-2001)

El análisis anterior expone la evidencia de que, lentamente, se fueron intensificando todo un conjunto de pasivos demasiado evidentes que, si bien posibilitaron las elevadas tasas de crecimiento del PIB acontecidas, podían mostrar sus efectos más negativos ante un eventual viraje de la situación económica.

Y así sucedió. No se puede determinar a ciencia cierta cuál fue el elemento que sirvió como catalizador, o la gota que colmó el vaso, pero desde la segunda mitad del año 2000 las cosas empezaron a cambiar y, además, lo hicieron con una extraordinaria rapidez. La celeridad con la que se evidenció el cambio de rumbo puso de manifiesto que la información sobre la economía se movía más rápidamente y de forma más libre que nunca. Así, por ejemplo, la última vez que EE. UU. experimentó una recesión, en 1991, Internet estaba disponible sólo para unos pocos, mientras que ahora su presencia se extendía a prácticamente la mitad de los hogares. En esta ocasión, las noticias relacionadas con la situación de la economía se habían multiplicado: todo el mundo, desde analistas a medios de comunicación, pasando por los líderes de opinión y los particulares preocupados por sus inversiones

en bolsa, se hacía eco de la evolución de la Nueva Economía, contribuyendo a generar una *psicología de masas* difícil de pronosticar que aceleraba el ritmo de las transformaciones económicas y que terminaría afectando a las variables *reales*. En este caso sería de forma negativa, provocando prácticamente una *psicosis* de masas. Porque, en caso contrario ¿cómo puede explicarse que, en apenas unos meses, la Fed pasase de sugerir seguir elevando los tipos de interés interbancarios a bajarlos agresivamente más de 200 puntos básicos desde el 6,5% hasta el 4,5%, el recorte más acelerado desde la última recesión a principios de los noventa? En efecto, prácticamente hasta finales de 2000, los principales organismos oficiales y la propia Reserva Federal, habían seguido aconsejando extremar la vigilancia monetaria en EE.UU. para evitar los riesgos asociados al excesivo crecimiento y consecuente desbordamiento de la inflación.

La elevada participación de las familias norteamericanas en los mercados bursátiles —dos de cada tres hogares y más de un 25% de su riqueza—, que constituía una particularidad fundamental de la Nueva Economía y que produjo un efecto riqueza positivo, impulsando el consumo y la inversión, se tornó en contra del ciclo en estos momentos. Indudablemente, las expectativas de los agentes fueron un factor determinante en todo el periodo de auge, extendiendo un sentimiento de seguridad y abundancia entre consumidores que realimentaba los beneficios empresariales y su reinversión, lo que a su vez permitía la capitalización de las empresas, la generación de más empleo y, de nuevo, la expansión de la demanda y la oferta agregada. Debido precisamente a estas características, al haberse desinflado (o reventado) la burbuja financiera, las consecuencias podían tener un mayor impacto en la confianza de los consumidores e influir en sus patrones de gasto, quebrando el círculo virtuoso de causas y efectos de la economía. Como ha señalado algún analista, el efecto riqueza se tornó en *defecto* riqueza en estos instantes, evidenciando el riesgo potencial que conllevaba el elevado endeudamiento de los agentes sobre la base del enriquecimiento aparente gracias a la sobrevaloración de las acciones bursátiles.

La corrección en Wall Street estuvo realimentada por la desaceleración del crecimiento hasta una tasa interanual del 3,8% y

del 1,1% en el tercer y cuarto trimestre respectivamente, (desde el 5,3% del trimestre anterior) y las advertencias de menores beneficios (los llamados *profit warnings*) de un número creciente de empresas, tanto de la esfera tecnológica como de la tradicional. Esta evidencia de deterioro de la situación económica se extendió rápidamente sobre la producción industrial, sobre los niveles de inversión y sobre la generación de nuevos empleos, sugiriendo la posibilidad de que el riesgo de una recesión fuera bastante mayor de lo que se pudo estimar en un primer instante. La caída de las cotizaciones y la generalización de una mayor aversión al riesgo en los mercados financieros dificultaba la captación de capital de las empresas mediante el recurso a la emisión de acciones, mientras que las vías del crédito o la emisión de deuda eran cada vez más arriesgadas y costosas, tanto por el elevado nivel de apalancamiento ya existente como por la perspectiva de un menor crecimiento de los beneficios. A este *credit crunch* hay que añadir los efectos retardados de las sucesivas subidas de los tipos por parte de las autoridades monetarias desde hacía año y medio, tratando de enfriar la economía lo suficiente para evitar la intensificación de los desequilibrios inherentes a los niveles de crecimiento que, hasta esos momentos, se habían venido sucediendo. No es de extrañar que bajo este escenario de progresiva restricción de la liquidez y de empobrecimiento financiero del sistema, inevitablemente se retrasasen o redujesen los proyectos de inversión de las empresas, reforzando la desaceleración iniciada y la caída de las expectativas de los agentes.

Pero la contracción de la riqueza financiera trajo unas consecuencias que se manifestaron no sólo en el escenario estrictamente nacional, sino también en el exterior, al disminuir la entrada de capitales por parte de los inversores extranjeros, alarmados ante la caída de los rendimientos reales de la economía estadounidense. Ello reforzó a su vez la escasez de recursos para las empresas.

Posiblemente, cualquiera de estos factores independientes —subida enérgica del coste del dinero 150 p.b. en un solo año, elevación inesperada de la factura energética y disminución de los precios de las acciones— hubiera sido suficiente, por sepa-

rado, para enfriar la economía tal y como deseaban las autoridades monetarias. Sin embargo, al haberse producido simultáneamente, terminaron por generar demasiadas constricciones sobre la economía, conduciéndola a una situación límite. Además, algunas economías extranjeras se habían desacelerado con anterioridad, lo que contribuyó a frenar la demanda de exportaciones norteamericanas y el consiguiente empeoramiento del déficit exterior.

Toda una serie de indicadores (índice de confianza de los consumidores y empresarios, nivel de *stocks* de las empresas, índices de producción industrial y pedidos al por menor y al por mayor, formación bruta de capital, construcción de viviendas y ritmo de generación de empleo) señalaban que los resultados reales de la economía durante el cambio de año fueron todavía peores: la economía no sólo se había ralentizado, más bien parecía haber entrado en un estado de *congelación* súbita o crecimiento cero.

Los analistas que aventuraban el final de los ciclos han tendido que rendirse a la evidencia de que la actividad estadounidense continúa actualmente experimentando una dura corrección. La duración de esta ralentización económica determinará qué tipo de aterrizaje experimentaría EE.UU.: desaceleración o crisis, *soft vs. hard*.

Ante este difícil panorama, la credibilidad y la confianza de los norteamericanos en sus autoridades monetarias, encarnadas en un Presidente de la Fed cuyas decisiones casi nadie cuestiona y hacia el que el todo mundo parece dirigir su mirada en los momentos difíciles, ha adquirido una importancia primordial en lo que se refiere a la articulación de la política monetaria adecuada. Además del impacto psicológico inmediato derivado de su decisión de reducir en cuatro ocasiones, con mayor o menor sorpresa, los tipos de interés de intervención en 200 p.b., y del alivio que ha supuesto sobre los mercados financieros de crédito, es de esperar que sus efectos sobre las magnitudes *reales* empiecen a manifestarse durante los próximos meses (hasta hace poco todavía se estaban sintiendo los de las subidas anteriores) y que ello permita revertir la evolución de la economía desde su actual tendencia hacia la recesión (*hard landing*), hasta

una más favorable desaceleración (*soft landing*). A medio plazo el efecto continuará una vez que los consumidores hayan recuperado su confianza e impulsen el mercado, aprovechando los atractivos precios de las acciones. Los mercados bursátiles podrán reactivar la economía gracias al consumo privado, lo que finalmente redundará en mayores beneficios y recuperación de la inversión, superando el coste derivado del exceso de capacidad que se está viviendo en estos instantes.

Pero posiblemente la inyección de liquidez deba proseguir, ya que las autoridades monetarias disponen aún de algún grado de libertad para reducir los tipos de interés sin generar un proceso de intensificación de tensiones inflacionistas. Por el momento, éstas siguen controladas gracias al mantenimiento del *shock* positivo de la productividad, la desaceleración de la demanda y una mejor coyuntura de los precios energéticos. Además, Greenspan ha solicitado ayuda de las autoridades federales para parar el proceso iniciado aumentando la renta disponible de los agentes económicos. El problema de las bajadas de impuestos de la política fiscal, por rápidas y amplias que sean, consiste en que sus efectos tardan bastante más que los de la política monetaria en manifestarse sobre la actividad, por lo que su efectividad anticíclica es cuestionable. Mucho más significativos son sus efectos indirectos sobre la recuperación de las expectativas de los agentes. Además, la prioridad inmediata debe ir dirigida a alejar el riesgo de insolvencia de las empresas, mediante la suavización de las condiciones de financiación. Las dudas son, en cualquier caso, inevitables; ¿estamos ante un resurgimiento de las políticas económicas keynesianas?; ¿Podrían estas medidas de política de demanda resultar ineficaces degenerando, de nuevo, en una situación de estanflación?

Al margen de estos interrogantes, debemos señalar que la ralentización de la economía estadounidense no sólo es posible, sino deseable. Es necesario que el país consolide una forma de crecimiento que se asemeje al último periodo en lo que se refiere a sus aspectos más positivos (crecimiento de la productividad, contención de la inflación, creación de empleo, formación bruta de capital y extensión de la inversión bursátil a los hogares), pero corrigiendo sus excesos para minimizar riesgos potenciales que

lo desequilibren (reducción de la propensión marginal al ahorro de las familias, agrandamiento de una burbuja financiera alejada de la realidad microeconómica, excesiva fortaleza del dólar, elevado apalancamiento de las empresas, creciente déficit externo). Los mercados financieros apuestan actualmente por que la contracción *total* que aconteció entre diciembre y enero suponga un mínimo absoluto en la evolución del ciclo, y que para el segundo semestre se consiga recuperar un escenario de crecimiento gracias al viraje de la política económica, en la que se tiene confianza plena. Las buenas perspectivas de la productividad, que es la clave para la salida del estancamiento, acabarán por impulsar tanto el consumo como la inversión. Además, la mejora de la flexibilidad operativa microeconómica implica, gracias a los efectos de las tecnologías de la información sobre los procesos de las empresas, que éstas puedan readaptarse mejor y más rápidamente a los cambios del entorno. Ello está permitiendo una moderación de los costes asociados al deterioro de la situación económica: readaptación de los niveles de producción, menor aumento de inventarios, disminución de capacidad operativa y logística, etc.

Finalmente, debe destacarse que para garantizar la sostenibilidad, la desaceleración de la economía debería ser aprovechada como *válvula de escape* hacia un nuevo ritmo de crecimiento con tasas más moderadas que las de la pasada década (en torno al 2-3%). Cuando los agentes consigan readaptar su racionalidad y expectativas a los nuevos niveles de crecimiento, y una vez pasado el *boom* inicial de la Nueva Economía, la senda del círculo virtuoso será sin duda recuperable, esta vez asentada en unos pilares fortalecidos por la propia curva de la experiencia y por las favorables condiciones estructurales de competencia, capitalización tecnológica y flexibilidad de sus mercados.

VI. CONDICIONES A LARGO PLAZO DEL CRECIMIENTO DE LA NUEVA ECONOMÍA: LA ESTRUCTURA ECONÓMICA Y EL MARCO INSTITUCIONAL

De todo lo expuesto hasta aquí se puede deducir que invertir en el desarrollo y la propagación de las nuevas tecnologías de la información es una condición necesaria, pero no suficiente, para que un país pueda aprovecharse de las ventajas de un mayor y mejor crecimiento derivado de su inserción en la Nueva Economía.

Este modelo, decisivamente apoyado en la oferta, requiere de la capacidad de adaptación de sus agentes económicos y sociales, y de sus gobiernos, a los cambios en las estructuras productivas y marcos institucionales que la Nueva Economía posibilita. Por esta razón, y siguiendo al profesor Francisco Mochón, la política de EE.UU. ha sido mucho más eficaz que la europea de cara a la fijación de un adecuado marco para la actividad empresarial, la inversión y la innovación. La flexibilidad de los mercados de bienes y servicios y del mercado de trabajo en EE.UU. es muy alta, y en Europa es baja; en EE.UU., el mercado de capitales y de capital riesgo es muy fluido y eficiente, en Europa lo es mucho menos; en EE.UU., la participación del Estado en la economía es, al contrario que en Europa, modesta, limitándose a garantizar mediante una regulación adecuada la apertura, la transparencia y la competencia en los mercados, y lo mismo ocurre con el espíritu emprendedor, el desarrollo del capital riesgo, la formación del capital humano e incluso con el Estado del Bienestar.

Por consiguiente, los espectaculares resultados logrados en la economía estadounidense se explican, en última instancia, porque la naturaleza de la estructura económica de EE.UU. ha demostrado ser el «caldo de cultivo» idóneo para el desarrollo de la Nueva Economía. En ningún otro país como en EE.UU. se ha tomado conciencia de que las telecomunicaciones modernas interconectan a los agentes económicos de todo el mundo, globalizándolo, con las implicaciones que eso supone y permitiendo la generación de un modelo macroeconómico tan portentoso como el que se acaba de explicar.

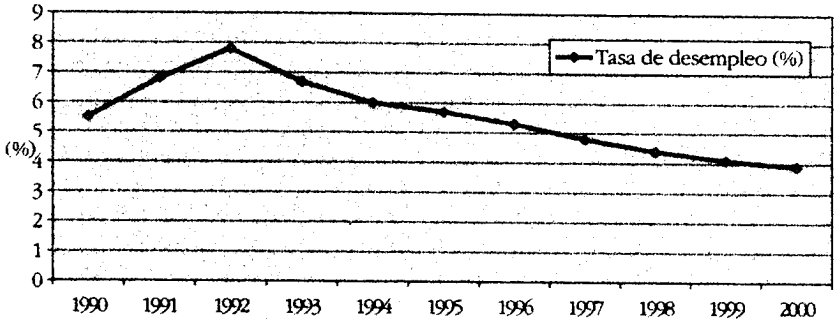
El modelo europeo, por el contrario, responde a otra cultura que encierra valores a conservar (solidaridad, protección social, búsqueda de igualdad económica y de oportunidades, Estado de Bienestar), pero que genera un gasto público e impone constricciones a la economía (excesiva regularización, falta de flexibilidad, déficit fiscal, disminución de la capacidad competitiva) que a los países europeos cada vez les resulta más difícil mantener. Por esta razón se hace ineludible reestructurar y adaptar la vieja economía a la nueva situación mediante la desregulación. Una mayor liberalización de los mercados servirá para que se creen las condiciones que faciliten que la Nueva Economía se consolide en el Viejo Continente, distribuyendo sus beneficios lo más equitativamente posible sobre toda la población. De nuevo, la difícil y constante búsqueda de un equilibrio de valores que frecuentemente presentan una naturaleza dicotómica hace que la tarea de la política económica sea cada vez más complicada, recayendo en ella gran parte de la responsabilidad de que, en la carrera por las nuevas tecnologías y la Nueva Economía, no se amplíe más todavía la brecha de prosperidad que disfrutaban los países desarrollados.

En el mismo sentido cabe afirmar que la economía no es un juego de suma cero, sino un intercambio de relaciones cooperativas en las que todos los países pueden ganar de una mayor globalización de los mercados. Pero para ello se hace imprescindible que las economías se abran más al exterior, aumentando su competitividad para aprovecharse de la división internacional del trabajo a la que contribuyen las nuevas tecnologías de la información y la intensificación de la competencia a escala mundial. No es admisible que las potencias económicas presionen continuamente a los países menos desarrollados para que reduzcan sus barreras al comercio internacional y a la inversión directa, cuando son ellos mismos los que todavía mantienen muchos segmentos de su economía regulada y a salvo de la competencia de éstos últimos. Esto sofoca su desarrollo vía la especialización y posterior diversificación de exportaciones haciéndoles, además, dependientes de productos ajenos a sus necesidades económicas más inmediatas. Como recientemente ha afirmado el Nobel de Economía, Amartya Sen, la globalización

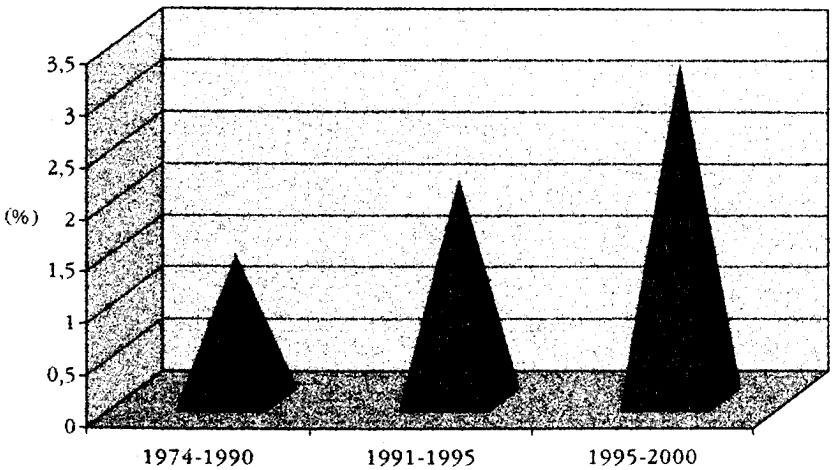
es un proceso que se caracteriza por un mayor movimiento de bienes y personas, de tecnología y de conocimiento, y todo esto es positivo. Pero si una parte de la población mundial queda apartada de estas tendencias y no logra sacar partido de la economía de mercado, crecientemente determinada por la Nueva Economía, la globalización resultará perjudicial para el desarrollo económico, por lo que inevitablemente provocará crecientes resistencias.

Por todas estas razones, debemos concluir señalando que el nuevo marco de las relaciones económicas internacionales debe permitir la difusión de la información y del conocimiento a escala planetaria. Ello permitirá que los países seguidores consigan recortar etapas en sus procesos de industrialización o *take-off*, mediante el salto de fases intermedias que permite la adopción de las nuevas tecnologías, con los ahorros de recursos, de ajustes y de esfuerzo social consiguiente. El subdesarrollo puede y debe ser un fenómeno reversible en la medida en que aparece como una exigencia ética, pero también económica, del propio mundo desarrollado. En muchos sentidos, la Nueva Economía se sustenta, como se ha visto, en un escenario de rendimientos crecientes (tecnologías de la información, conocimiento, biotecnología, etc.) que requieren una reproducción constante y una extensión geográfica lo más amplia posible. De ello depende su propia consolidación en el largo plazo como nuevo modelo económico, de forma global y no sólo en beneficio de los países más desarrollados.

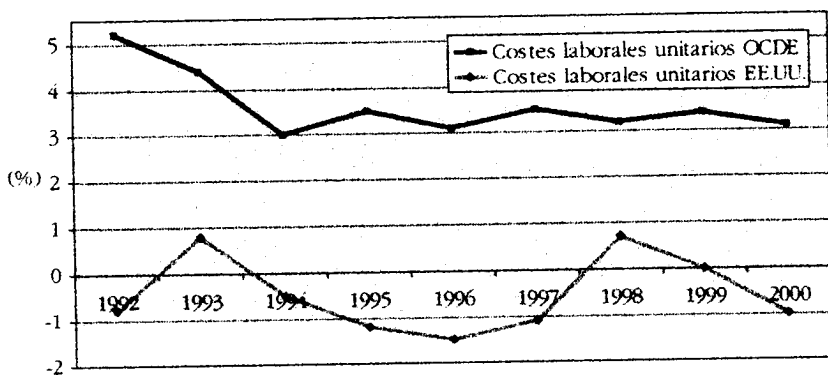
DESEMPLEO - EE.UU.



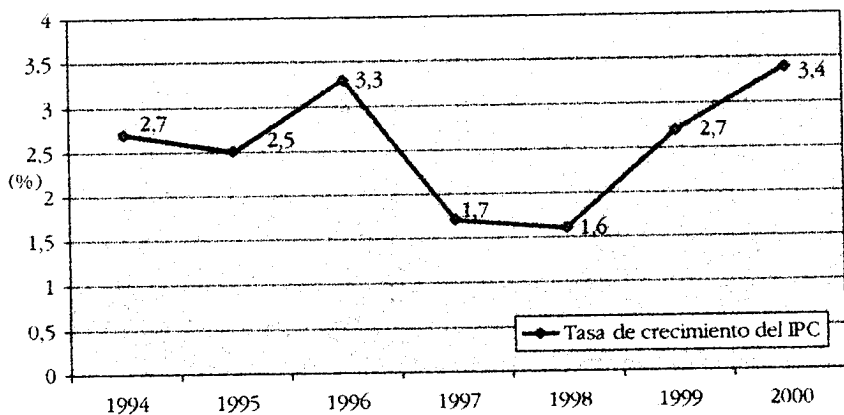
CRECIMIENTO DE LA PRODUCTIVIDAD - EE.UU.



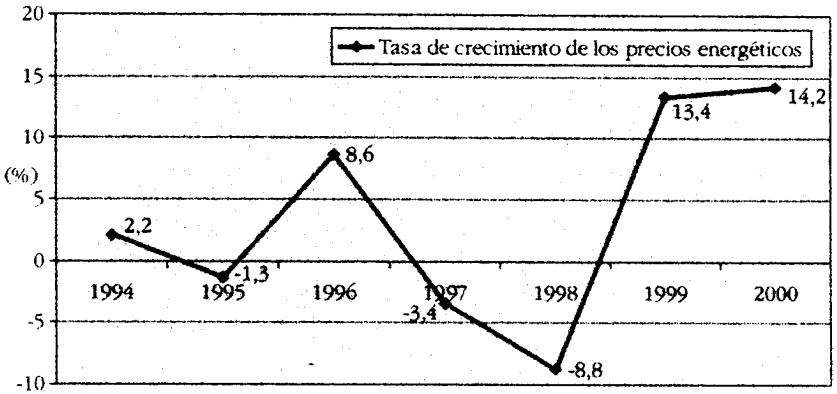
VARIACIÓN ANUAL COSTES LABORALES UNITARIOS - EE.UU.



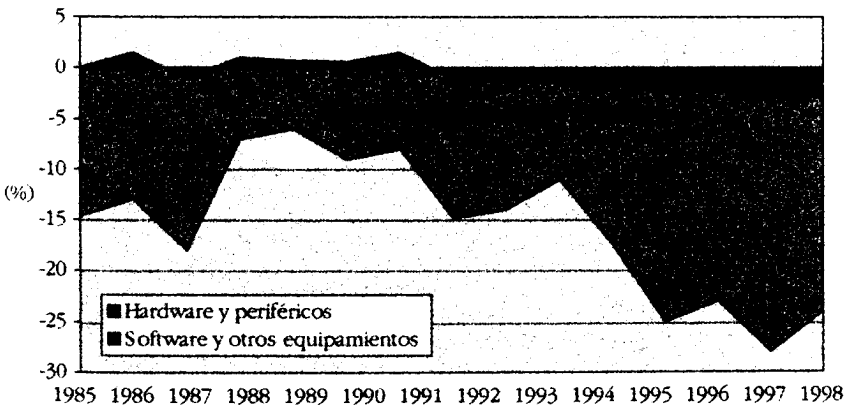
EVOLUCIÓN ANUAL DE LOS ÍNDICES DE PRECIOS AL CONSUMO - EE.UU.



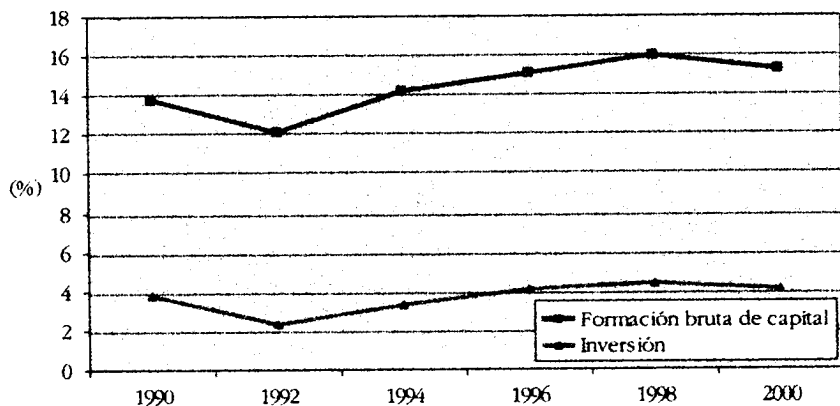
EVOLUCIÓN DEL COSTE DE LA ENERGÍA



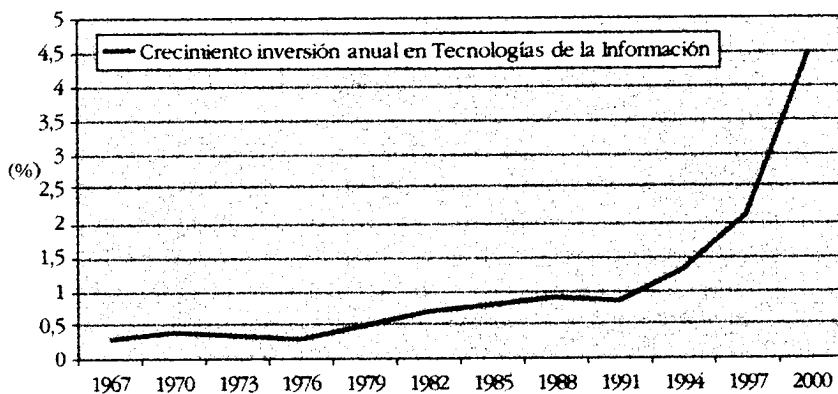
PRECIOS DE LA TECNOLOGÍA INFORMÁTICA - EE.UU.
(1985-1999)



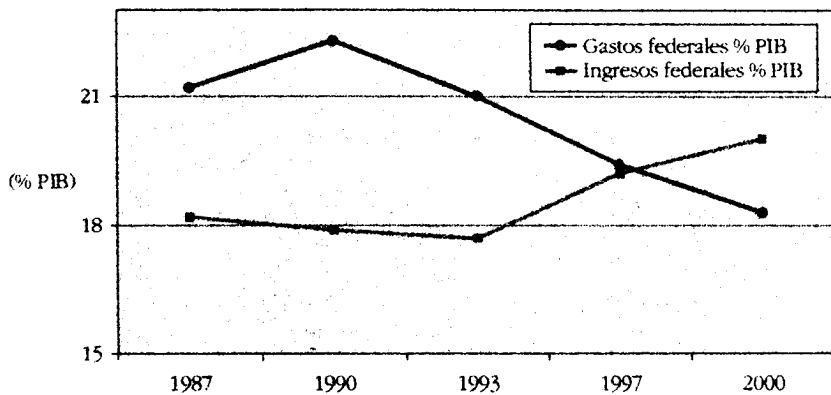
CRECIMIENTO DE LA INVERSIÓN BRUTA Y NETA - EE.UU.



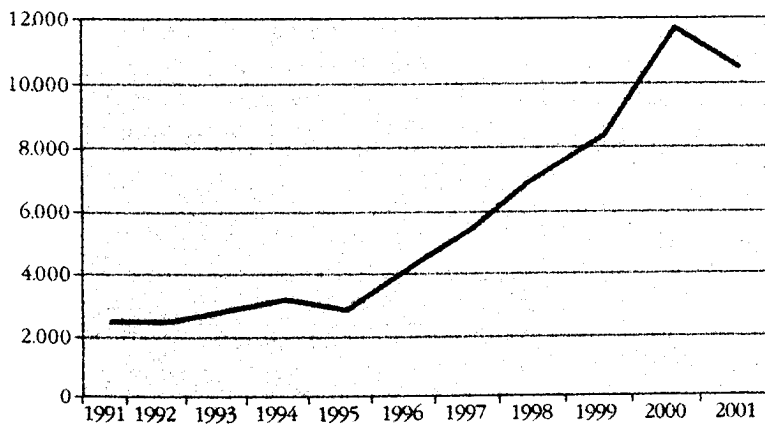
INVERSIÓN EN ORDENADORES Y TI



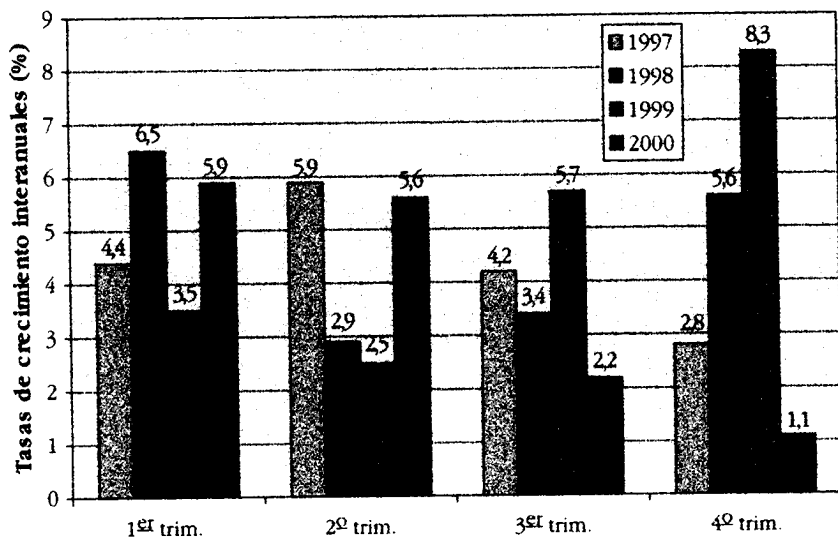
POLÍTICA FISCAL - GASTOS E INGRESOS FEDERALES - EE.UU.



REVALORIZACIÓN BURSÁTIL DE LA ÚLTIMA DÉCADA - EE.UU.



ATERRIZAJE ECONÓMICO - EE.UU.
EVOLUCIÓN RECIENTE CRECIMIENTOS TRIMESTRALES



REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- SHAPIRO, C. y VARIAN, H.R. (1999): *El dominio de la información: Una guía estratégica para la economía de red*, Editorial Antoni Bosch, Barcelona.
- VV.AA. (2000/2001): «La Sociedad de la Información», n.º extraordinario de *Política Exterior*, Invierno.
- JONES, C.I. (2000): *Introducción al crecimiento económico*, Editorial Prentice Hall, México D.F.
- O'KEAN, J.M. (1999): *Análisis del entorno económico de los negocios*, Editorial McGraw-Hill, Instituto de Empresa, Madrid.
- MOCHÓN, F. (2000): *Economía. Teoría y política*, Editorial McGraw-Hill, Madrid.
- FUENTES MARTÍN, F. (2000): «Crecimiento, tecnología, y financiación», *Boletín económico del ICE*, n.º 2664, septiembre.
- FRANK, R.H. (1995): *Microeconomía y conducta*, Editorial McGraw-Hill, Madrid.
- THE ECONOMIST (2000): *Untangling e-economics. A survey of the new economy*, Londres, septiembre.
- KERMALLY, S. (2000): «Cuando la economía significa oportunidad», *Financial Times-Prentice Hall*.
- DE LA DEHESA, G. (2000): «La economía del conocimiento o Nueva Economía», *Cuadernos de Información Económica*, n.º 157, julio/agosto.
- Servicios de estudios del BBVA, Informe económico (2000): *El entorno económico internacional. Análisis EE.UU.*, octubre.
- Notas técnicas y casos prácticos del Instituto de Empresa. Departamentos de Entorno Económico (Rafael Pampillón Olmedo y José María O'Kean), Dirección de Operaciones y Tecnología (Enrique de la Puerta), Dirección Financiera (Javier Vega) y Dirección Estratégica (José Mario Álvarez de Novales).