

## Algunas falacias sobre la 'nueva economía'

GUILLERMO DE LA DEHESA

Tengo que advertir al lector de que soy un firme convencido del efecto positivo que la *nueva economía* está teniendo en el aumento de la productividad, del crecimiento del empleo, así como en la reducción del paro estructural, en el aumento del crecimiento potencial de la economía y del poder de compra de los consumidores. Pero, dicho esto, también creo conveniente advertir al lector de que, junto a estas verdades, existe una serie de percepciones erróneas que conviene esclarecer.

Existe una creencia cada vez más extendida de que, con esta revolución de las tecnologías de la información, todas las bases tradicionales de la economía se modifican, de que estamos en una nueva era en la que todos los principios económicos que dominaban hasta ahora dejan de tener vigencia. Nada más lejos de la realidad. La revolución de la tecnología de la información va a transformar la forma de acceder a la información, de diseminarla y transmitirla. Va a introducir modificaciones importantes en el mercado de trabajo y en el sistema educativo, va a suponer un cambio relevante en la estructura de la producción, y especialmente de la comercialización, pero los principios sobre los que se rige la actividad económica van a seguir siendo los mismos de siempre. Los cambios tecnológicos no significan un cambio en las leyes o los conceptos por los que se rige la economía.

En primer lugar, existe la percepción generalizada de que la *nueva economía* va a sustituir a la vieja economía. Se tiende a hacer una distinción tajante entre las empresas de la vieja economía (las empresas de "ladrillo y cemento", se dice despectivamente) y las empresas virtuales e intangibles de la *nueva economía*, que son las que se van a imponer en el futuro. Nada más erróneo. Las empresas de la *nueva economía* crean *redes*, pero esas redes necesitan vender algo, transportarlo y entregarlo al cliente o al consumidor final. Ese algo, que puede ser petróleo, un producto químico, un automóvil, un libro, un servicio o una determinada información, necesita que existan productores que los produzcan y transportistas que los almacenen y los transporten por tren, automóvil o avión, y para eso hace falta que alguna empresa de la vieja economía construya y suministre esos medios logísticos y esas infraestructuras.

Además, lo que, por el contrario, puede llegar a ocurrir es que, con el desarrollo de la *nueva economía*, las empresas de la vieja economía que sepan adaptarse a las ventajas que va a suponer (en términos de menor coste, de mayor productividad y de mayor rentabilidad) la creación de las nuevas redes de información (que reducen de manera dramática la distancia entre los productores y los consumidores) pueden llegar, al final, a colonizar dichas redes y afianzarse aún más en sus sectores productivos generando menores costes y mayores beneficios.

En segundo lugar, existe la percepción, también falsa, de que las ventajas competitivas de las empresas no van a ser las mismas a partir de ahora. Sin embargo, dichas ventajas competitivas van a seguir consistiendo en desarrollar, como siempre, capacidades diferentes de las de otros competidores que no sean fácilmente replicables y que permitan ser más competitivos que los demás. Entre ellas hay que destacar las de la reputación y de la marca, las de la capacidad de innovación y de flexibilidad, la posesión de activos estratégicos o las de una determinada estructura de relaciones de excelencia y fidelización con los empleados, los suministradores o los clientes.

Tercero, se piensa que en la *nueva economía* ser el primero en el mercado es crucial; sin embargo, cada vez lo es menos, ya que las barreras de entrada son cada vez menores, entre otras cosas porque el desarrollo cada vez mayor de la tecnología reduce el coste de entrada de otros competidores y porque la competencia, derivada de la globalización, es cada vez mayor.

Cuarto, se cree asimismo que muchos de los nuevos mercados que se están creando son monopolios naturales o que las externalidades de las nuevas redes son tales que las empresas de la *nueva economía* van a generar beneficios enormes. Es verdad que el caso *Microsoft* es uno de los pocos en la historia reciente en que se ha conseguido controlar una parte muy importante del mercado por una empresa privada. Sin embargo, la realidad muestra que, casi en todos los casos, nuevos competidores o la regulación gubernamental de la competencia lo impiden, como está sucediendo no sólo en el caso de *Microsoft*, sino también en todos los monopolios naturales (telecomunicación, energía) recientemente privatizados.

Quinto, se piensa que estar en mercados en gran expansión como los de la *nueva economía* en el momento preciso es crucial para generar también enormes beneficios. Sin embargo, la historia muestra que los beneficios no dependen de que un mercado crezca más deprisa que otro -porque, si es así, inmediatamente entran nuevos competidores-, sino que las diferencias en beneficios entre unas empresas y otras se deben a diferencias en la gestión y la excelencia en la ejecución de las tareas y no en la rapidez con la que crece el mercado.

Además, los apóstoles de la *nueva economía* olvidan que la mayor parte de los beneficios que se generan siempre suelen ser trasladados a los consumidores, dada la competencia creciente. Sólo en los casos de oligopolio o de monopolios naturales la traslación de beneficios no se ha dado temporalmente, es decir, durante el tiempo en que las autoridades gubernamentales no han ejercido sus obligaciones de defender la competencia. Finalmente, existe la percepción de que las reglas contables y de valoración que se aplican a las empresas cotizadas en general no sirven ya para las de la *nueva economía*, y que ésta necesita nuevas reglas diferentes de las anteriores. Sin embargo, esto tampoco es verdad. La única manera de conseguir que la rentabilidad de la inversión supere el coste del capital que se utiliza es obtener rentas derivadas de una serie de ventajas competitivas sostenibles, y transformarlas en beneficios netos o en efectivo. Lo demás es un deseo o una expectativa no contrastada aún por la realidad.

La idea de que se puede valorar una empresa de forma distinta a la tradicional -es decir, de la que su valor presente sea igual al flujo de beneficios esperados descontados a un determinado tipo de interés previsto- es totalmente falsa. Pensar que se puede valorar compañías por el volumen de ventas o incluso por el número de clientes potenciales o, en el caso de los portales de Internet, por el número de visitas o de visitantes, sin tener en cuenta los costes de dicha operación, los ingresos esperados y, en definitiva, los flujos de caja o los beneficios previstos, es absolutamente erróneo. Amazon, que es una de las compañías de la nueva economía de mayor éxito, vendió, en 1999, 1.600 millones de dólares de libros, música y otros productos, y tuvo unas pérdidas de 720 millones de dólares; es decir, sus costes totales fueron de 2.320 millones de dólares. ¿Por cuánto tiempo puede seguir quemando capital a ritmos similares? Dado que es enormemente difícil valorarlas si los beneficios potenciales, que pueden ser muy elevados o muy reducidos, son a largo plazo, se suele utilizar la referencia de la valoración de otras compañías similares que ya están cotizadas, además de si el *modelo* de negocio y los directivos que lo gestionan son adecuados y de alta calidad y experiencia.

Hasta ahora, esta creencia cuasi religiosa no planteaba problemas graves, ya que eran los fondos de capital riesgo los que suministraban el capital a un coste elevado a estas compañías de la *nueva economía* a sabiendas del riesgo que corrían y de que muchas de ellas desaparecerían, pero que, a la postre, la inversión en algunas de ellas generaría una rentabilidad suficientemente importante como para compensar las pérdidas en las demás.

Sin embargo, una cantidad muy elevada de dichas empresas ha salido a Bolsa al poco tiempo de su creación aprovechando la moda de la *nueva economía* y han conseguido obtener fondos a un coste muy bajo sin que muchos pequeños inversores privados se den cuenta del riesgo que corren. Es decir, el hecho de que las bolsas de valores estén cumpliendo la función de suministradores de capital riesgo a empresas cuyo futuro aún es incierto puede crear problemas graves cuando muchas de ellas no cumplan las expectativas anunciadas o esperadas. Esto hace que, aunque las valoraciones se han corregido ya en buena parte, de momento, la volatilidad de las cotizaciones siga siendo elevada y que una nueva corrección de la actual burbuja provocada por las elevadas valoraciones de las empresas de la *nueva economía* pudiera terminar desatando un pánico bursátil. No hay que olvidar que hasta hace escasamente unos meses el mundo no había vivido una situación histórica de tan bajo coste de capital y tan elevada rentabilidad potencial, lo que ha hecho que las valoraciones se incrementasen de forma exagerada y que muchas familias se endeudasen utilizando como garantía las mismas acciones que compraban en Bolsa de estas compañías. Una nueva corrección, si fuera fuerte, podría hacer que muchas de dichas familias tuvieran que vender parte de sus acciones para hacer frente a mayores garantías bancarias ante la caída del valor de las acciones utilizadas como colateral y provocar una caída mucho mayor de la inicial y, finalmente, desencadenar un pánico bursátil.

De ahí que las recientes recomendaciones de la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO) insistan en que los pequeños inversores en Bolsa en estas compañías deben saber, a través de sus folletos, qué porcentaje del capital de la empresa está colocado en Bolsa; si va a hacer nuevas emisiones y qué efectos de dilución van a tener sobre lo que han comprado; si los gestores, que son la base del negocio, pueden vender sus acciones y salirse en cualquier momento o tienen una limitación temporal para hacerlo; si cuentan con *stock options* (opciones sobre acciones) y cuál es su cuantía, su efecto dilutivo, sus precios de adquisición y sus plazos para ejercitarlas, y si tienen que mantener las acciones durante varios años o no. Tienen que ser conscientes asimismo del periodo en el que su financiación está asegurada y de cómo una subida del coste del dinero puede afectar a su valor presente.

Creo que estas recomendaciones son un gran acierto y muy necesarias en el momento presente.

**Guillermo de la Dehesa es presidente del Centre for Economic Policy Research (CEPR)**