



## Ganadores y perdedores de la economía pandémica

Traducción del artículo escrito por Michael Spence<sup>1</sup>, para consultar versión original hacer clic [aquí](#).

Si bien es cierto que los mercados de valores alcistas están fuera de sintonía con la contracción histórica de la economía real, decir que están desconectados de ella no tiene sentido. De hecho, las elevadas valoraciones de empresas con alto capital intangible por empleado, tienen perfecto sentido en la economía actual.

MILÁN - Hoy en día, gran parte de los comentarios económicos se centran en la "divergencia": mientras que los índices generales del mercado de valores están en máximos históricos o cerca de ellos, gran parte de la economía en general lucha por recuperarse de una de las recesiones más graves de la historia. Mientras que el Russell 2000 solo ha bajado un 5,4% en lo que va del año, el S&P 500 y el Russell 3000 se han recuperado por completo a sus niveles previos a la pandemia, y el Nasdaq, que se inclina hacia las empresas digitales y tecnológicas, ha subido un 26%.

Muchos han concluido que el mercado está desvinculado de la realidad económica. Pero, visto de otra manera, los mercados de valores actuales pueden estar reflejando en parte, poderosas tendencias subyacentes amplificadas por la "economía pandémica". Los precios de las acciones y los índices de mercado son medidas de creación de valor para los propietarios del capital, que no es lo mismo que la creación de valor en la economía en general, donde el trabajo y el capital tangible e intangible juegan un papel.

Además, los mercados reflejan los rendimientos reales esperados del capital en el futuro. Cuando se trata de medir el valor presente de los ingresos laborales, simplemente no existe un índice prospectivo comparable. En principio, entonces, si hay un repunte económico anticipado significativo, las perspectivas para los ingresos del capital y del trabajo podrían ser similares, pero solo el futuro esperado del capital se reflejaría en el presente.

Pero hay más en la historia. Las valoraciones de mercado se basan cada vez más en activos intangibles, entre ellos la propiedad y el control de los datos, que confieren sus propios medios de creación de valor y monetización. Según un estudio reciente del S&P 500, las acciones de empresas con altos niveles de capital intangible por empleado han registrado las mayores ganancias este año, y cuanto menos capital intangible por empleado tienen las empresas, peor se han comportado sus acciones.

---

<sup>1</sup> Michael Spence, premio Nobel de Economía, es profesor emérito de economía y ex decano de la Escuela de Graduados en Negocios de la Universidad de Stanford. Es miembro principal de la Hoover Institution, forma parte del Comité Académico de la Academia Luohan y copreside la Junta Asesora del Asia Global Institute. Fue presidente de la Comisión independiente de Crecimiento y Desarrollo, un organismo internacional que entre 2006 y 2010 analizó oportunidades para el crecimiento económico global, y es autor de "La próxima convergencia: el futuro del crecimiento económico en un mundo de múltiples velocidades".



En otras palabras, la creación de valor incremental en los mercados y el empleo son divergentes. Y aunque esto era cierto incluso antes de la pandemia, ahora la tendencia se ha acelerado. Hay al menos dos razones para esto. Uno es la rápida adopción de tecnologías digitales como parte de la respuesta a las medidas de bloqueo. La segunda es que muchos sectores intensivos en mano de obra (que normalmente agregan valor principalmente con mano de obra y capital tangible) se han cerrado parcial o totalmente como resultado de los bloqueos, el distanciamiento social y la aversión al riesgo de los consumidores.

Por ejemplo, el Dow Jones US Airline Index claramente recibió un gran golpe y aún no se ha recuperado. En tiempos normales, este sector genera valor principalmente con capital tangible, trabajo y combustible (aunque también hay elementos digitales importantes en su negocio).

Sin duda, las valoraciones generales del mercado han sido respaldadas por las políticas de tipos de interés de la Reserva Federal de EE. UU. Y otros bancos centrales importantes. En el contexto actual, las políticas monetarias altamente acomodaticias están dirigidas principalmente a crear un espacio para que los gobiernos utilicen la deuda para financiar grandes programas fiscales en respuesta al shock del COVID-19.

Pero si bien las tasas de interés ultrabajas pueden brindar cierto apoyo general a las valoraciones del mercado actual, no tienen en cuenta las marcadas diferencias entre los sectores. Después de todo, la parte de la economía que no está representada por acciones que cotizan en bolsa también está sufriendo (aunque, por supuesto, hay empresas privadas en los sectores digitales cuyas valoraciones y rendimientos son similares, o incluso superiores, al extremo superior del intangible). espectro de capital en los mercados públicos).

En términos más generales, los hogares de bajos ingresos y muchas pequeñas empresas con balances débiles y frágiles se han quedado sin amortiguadores efectivos, y muchos de los sectores intensivos en mano de obra que generan un empleo significativo en tiempos normales (incluidos hoteles, restaurantes y bares) se han cerrado parcialmente. Para abordar estas tendencias, los balances soberanos se están utilizando como amortiguadores para grandes sectores de la economía.

Debido a que la crisis actual en realidad está aumentando el valor de ciertas empresas, vale la pena preguntar quién posee la mayor parte de sus acciones. Ciertamente, no son los hogares y las empresas privadas cuyos balances son demasiado débiles para servir como amortiguadores. Las empresas de alta valoración de hoy son propiedad de individuos e instituciones con balances que ya son lo suficientemente sustanciales como para proporcionar un colchón de resiliencia económica.

Cuando se vislumbra la fase posterior a la pandemia, los sectores intensivos en mano de obra con menor capital intangible por empleado pueden disfrutar de un período de rendimiento superior a medida que se recuperan. Sin embargo, incluso en este escenario, es probable que la huella digital de la economía se expanda y la tendencia subyacente a favor del capital intangible y sus propietarios continúe.



No es de extrañar que los sectores intensivos en capital intangible tengan una ventaja. En su mayor parte, sus estructuras de costos se inclinan anormalmente hacia costos fijos y costos marginales bajos o insignificantes. Esto hace que algunas plataformas sean enormemente escalables, lo que a su vez confiere un poder significativo en términos de precios y acceso al mercado.

Se podrían sacar algunas conclusiones de estas realidades económicas. Para empezar, la economía pandémica ha acelerado la tendencia prepandémica que favorece la creación de valor de activos intangibles a través de empresas con relativamente menos empleados. Podemos esperar que esta tendencia continúe, aunque no al ritmo acelerado inducido por la pandemia. Las empresas tradicionales se recuperarán, pero la desconexión entre la creación de valor entre empresas en función de los intangibles por empleado persistirá y seguirá siendo un importante desafío económico y social.

La idea de que los mercados y la economía son divergentes refleja un enfoque limitado en índices particulares. Pero ningún índice puede ofrecer un resumen útil del mercado en general, y mucho menos de las condiciones y tendencias económicas. Y en la economía pandémica, los índices del mercado de valores oscurecen aún más de lo que lo harían de otra manera, debido a las grandes divergencias en los resultados económicos entre sectores y para las personas que trabajan en ellos.

Por último, dada la enorme contribución de los activos intangibles digitales a la creación de valor, es difícil ver una forma de revertir la tendencia de creciente desigualdad de la riqueza. Debido a que los balances de los que se encuentran más abajo en la escala de ingresos y riqueza carecen en gran medida de activos con alto contenido intangible y digital, las recompensas de la dinámica económica y tecnológica actual pasarán de largo.