

La inversión, determinante



Emilio Ontiveros*
Catedrático emérito de la UAM

La inversión pública ha tomado un protagonismo necesario para poder afrontar con éxito la crisis sin precedentes sobrevinida con la llegada de la pandemia de la COVID-19. Los gobiernos se están mostrando, a través de las instituciones públicas, como garantes fundamentales para la solución de las distintas crisis abiertas por la propagación del virus, y la económica no ha sido ajena. Las decisiones excepcionales de política monetaria adoptadas por los Bancos centrales, y muy especialmente las de política fiscal emprendidas por los gobiernos, están contribuyendo a reducir la duración de una crisis sin precedentes en sus causas, severidad y extensión geográfica.

Las singulares consecuencias económicas y sociales de la pandemia están propiciando alteraciones de cierta significación en el comportamiento de los agentes económicos, de las empresas, consumidores y gobiernos. La trascendencia de algunas de ellas puede llegar a modificar aspectos esenciales del propio sistema económico. Es el caso, desde luego, de la legitimación que han encontrado las instituciones públicas —los gobiernos de forma destacada— como fundamentos para la solución de las distintas crisis abiertas por la extensión del virus, desde luego la económica.

Más allá de las actuaciones sanitarias, las excepcionales decisiones de política monetaria adoptadas por los bancos centrales y muy especialmente las de política fiscal adoptadas por los gobiernos están contribuyendo, cuando menos, a reducir la du-

ración de una crisis sin precedentes en sus causas, severidad y extensión geográfica, pero también a redefinir algunos contenidos funcionales de esas y otras instituciones, como es el asociado al fortalecimiento de la capacidad defensiva de las economías frente a nuevas crisis y, en ese contexto, a un mayor protagonismo de la inversión pública.

Si la racionalidad de ese protagonismo ya disponía de argumentos suficientes desde hace tiempo¹, la pandemia ha confirmado esa necesidad de actuación, no solo para recuperar el crecimiento económico y el empleo perdidos, sino para ensanchar las posibilidades de uno más sostenible e inclusivo. Para restaurar y, más importante, transformar el patrón de crecimiento, mediante algunas de las políticas económicas como las anunciadas por la Unión Europea.

La inversión, condición necesaria para el aumento del bienestar

Desde un punto de vista estrictamente económico, uno de los rasgos más esperanzadores de las decisiones adoptadas por la amplia mayoría de los gobiernos de las economías más avanzadas está siendo el aumento de la inversión pública. Se trata de un cambio de rumbo de cierta significación. En primer lugar, porque rompe una tendencia de restricciones establecidas con anterioridad a la crisis de 2008, cuyas consecuencias adversas todavía se perciben, especialmente en Europa. La pandemia llegó cuando también la inversión empresarial se encontraba inhibida a pesar de condiciones monetarias relativamente favorables. Las grandes empresas empleaban las posiciones abundantes de liquidez en generosas políticas de dividendos, o en la recompra directa de acciones en el mercado. Prácticas

* Su último libro, *Excesos. Amenazas a la prosperidad global*, editado por Planeta

¹ Sin necesidad de profundizar en los fundamentos teóricos de la inversión pública, las aportaciones de M. Mazzucato y Philippe Aghion son dos referencias recientes y bien contextualizadas en los enfoques dominantes sobre el crecimiento.



ambas que contrastan con la misión de cualquier empresa, como es la de conformar las bases para su crecimiento, concretar ideas de expansión y transformación que fortalezcan su competitividad.

En segundo lugar, porque la inversión pública constituye algo más que una potente señalización al sector privado. En la economía basada en el conocimiento son suficientes las experiencias que señalan la aportación del carácter motriz que la inversión pública en conocimiento ejerce sobre el sector privado. El aumento del crecimiento potencial a través del correspondiente en diversos componentes de la productividad ha hecho de la inversión en educación, en I+D o directamente en tecnologías digitales un fundamento de ascensos en la renta por habitante. No menos importante, porque la inversión pública favorecedora de avances tecnológicos propicia la regeneración del tejido empresarial, potenciando esa dimensión *schumpeteriana* de innovación, siempre que se satisfagan condiciones competitivas suficientes para garantizar la movilidad empresarial y la adecuación de los sistemas financieros a esos propósitos innovadores. Estas son condiciones necesarias a su vez para mejorar las habilidades de

la función empresarial para concretar los procesos de transformación en mejores procesos de producción: para afianzar la mejora de esa otra dotación cada día más necesaria para la mejora de la productividad total de los factores, la del capital organizacional, en definitiva.

Inversión en la UE: la señalización del NGEU

Desde una perspectiva más cercana, la señal sin duda más importante del papel determinante de la inversión pública la ha dado la Unión Europea como respuesta a la pandemia. Si las respuestas a la crisis de 2008 fueron insuficientes e inapropiadas, agravando su duración y profundidad, las arbitradas en esta ocasión han sido acertadas. Desde un diagnóstico que calibró correctamente la severidad de la crisis, adecuó sus reglas e instrumentos al objetivo de superación rápida de la misma. Lo hizo relajando las exigencias de disciplina presupuestaria asociadas al pacto de estabilidad y crecimiento, y ensanchando sus propias posibilidades presupuestarias con el propósito de contribuir a los esfuerzos de recuperación de los estados miembros.

En ese contexto, la creación del fondo Next Generation EU (NGEU)

constituye una decisión de gran alcance. En primer lugar, porque nunca se había planteado una movilización de recursos de esa cuantía financiándolo con la emisión de deuda conjunta en los mercados financieros. El acuerdo alcanzado el 21 de julio de 2020 es un precedente de gran significación para las pretensiones de conformación de una verdadera unión fiscal en el área. A pesar de su carácter temporal, la emisión de bonos de la Comisión Europea por 750.000 millones de euros para su transferencia mediante ayudas o créditos a los estados miembros, propiciará también un protagonismo en los mercados financieros de un emisor de máxima calidad crediticia, contribuyendo además a la profundidad del mercado de bonos en euros y a afianzar la proyección internacional de la moneda única.

Pero sin duda, lo más relevante a los efectos de estas notas es la vocación de contribuir con esos recursos, no solo a la recuperación económica de los países, sino también y muy especialmente a favorecer la transformación de sus patrones de crecimiento mediante la inversión preferente en dos grandes destinos: la transición ecológica y la intensificación en tecnologías digitales. Dos prioridades consecuentes con el impacto dinamizador que pueden tener sobre el crecimiento, pero muy especialmente sobre la modernización de las economías, sobre la potenciación de la productividad. Con ello las autoridades europeas intentan reducir el retraso en la satisfacción de las exigencias asociadas a la lucha contra el cambio climático y el no menos explícito en la extensión de la digitalización, especialmente cuando se contrasta con EE. UU. y China.

La significación de esa iniciativa es igualmente destacable por los efectos

multiplicadores que se le presumen, como son los derivados de las reformas en las economías destinatarias que podrán ensanchar las ventajas de la propia

conocimiento. En la economía estadounidense es destacable el contraste en las asignaciones de liquidez de las grandes empresas con lo ocurrido

El aumento de la inversión pública es uno de los rasgos más esperanzadores de las decisiones adoptadas por la amplia mayoría de los gobiernos de las economías más avanzadas, que rompe una tendencia de restricciones establecidas con anterioridad a la crisis de 2008 cuyas consecuencias adversas todavía se perciben.

inversión. De igual forma, la apelación a la colaboración del sector privado puede hacer que cada euro de inversión pública se vea multiplicado por la participación en los proyectos de inversión de las empresas de los sectores correspondientes, que buscan obtener las ventajas de esos destinos innovadores, señalizados por las instituciones públicas.

Las empresas privadas reaccionan a esos incentivos

Las decisiones de política económica han fundamentado igualmente el crecimiento de la inversión privada. Lo han hecho, en primer lugar, favoreciendo el inicio de una nueva fase expansiva, aumentando la renta disponible mediante transferencias públicas de distinta naturaleza. Pero también como respuesta a las alteraciones que la propia pandemia, sus diversas consecuencias —tecnológicas, comerciales, organización del trabajo, gestión del factor trabajo, organizativas— están influyendo en la actividad económica emergente. La evidencia es notable en los sectores que han tenido un protagonismo diferencial durante el último año, como el digital o el farmacéutico, pero también en otros. Con todo, quizás lo más relevante es la importancia relativa que están cobrando las inversiones en I+D y, en general, en

antes de la pandemia. Pero también en Europa, al socaire de la intensa señalización del NGEU, numerosas empresas privadas han reactivado sus planes de inversión, induciendo esos efectos multiplicadores sobre la inversión comunitaria inicial. Cuando se concluye este artículo, las expectativas siguen alimentando una expansión notable de la inversión empresarial en numerosas economías avanzadas.

Condicionantes a medio plazo de la inversión

Esta etapa de bonanza inversora, respaldada desde el inicio por el protagonismo de la inversión pública, ya es por sí sola transmisora de un intangible esencial: la confianza. La inversión es apuesta, y no era frecuente observar en las principales economías una sincronía inversora como la que actualmente verificamos en diversos sectores. Su continuidad, además de ensanchar el crecimiento potencial de las economías y las posibilidades de empleo de calidad, podrá garantizar una mayor capacidad defensiva frente a futuras crisis económicas de diversa naturaleza. Pero la continuidad de ese proceso no está exenta de amenazas, unas más fáciles de sortear que otras.

El nivel de endeudamiento, tanto público y privado, es una de ellas. El

primero encontraría un escollo en la alteración de prioridades actuales. Está asumido, incluso por las agencias internacionales, que no es el momento de adoptar decisiones drásticas de reducción de los déficit y deuda públicas. La expansión que previsiblemente presidirá cuando menos lo que queda de este año y el siguiente generará significativos incrementos en los ingresos tributarios. Pero también si esas decisiones de inversión se mantienen quedará ampliado el crecimiento potencial y todas las rentas ascenderán, aumentando los ingresos fiscales y reduciendo la importancia relativa del stock de deuda pública. Con todo, la continuidad de la asistencia de los bancos centrales, de sus programas de compra de bonos públicos en los mercados, mantenido el servicio de intereses de la deuda en niveles históricamente bajos, seguirá siendo el apoyo fundamental y una señal importante para los compradores de deuda pública.

De menos fácil anticipación es la digestión del elevado endeudamiento empresarial en todo el mundo. También asociado a las dificultades durante la pandemia y a las excelentes condiciones financieras dominantes, muchas empresas han llevado su nivel de endeudamiento a máximos. No lo han hecho de forma más intensa las ubicadas en sectores cuya demanda se ha mantenido firme durante la crisis. La concentración de deuda en empresas con baja calidad crediticia ha sido elevada, especialmente en EE. UU., mucho menos en Europa y, desde luego, en España.

De la continuidad de las actuaciones públicas instrumentadas hasta ahora, en especial por las instituciones europeas, dependerá el resultado de una transición ciertamente esperanzadora, desde luego hacia cotas no solo de mayor crecimiento, sino de mejor calidad de este, más inclusivo. **TEMAS**