

CONSIDERACIONES EN TORNO A LA INVERSIÓN

PUBLICACIONES DE LA REAL ACADEMIA DE CIENCIAS
ECONÓMICAS Y FINANCIERAS DE BARCELONA

CONSIDERACIONES EN TORNO A LA INVERSIÓN

DISCURSO LEÍDO POR EL ACADÉMICO DE NÚMERO, ELECTO
ILMO. SR. DR. JOSÉ MANUEL DE LA TORRE Y DE MIGUEL
en el acto de su recepción, en 30 de mayo de 1975 y

DISCURSO DE CONTESTACIÓN POR EL ACADÉMICO DE NÚMERO
ILMO. SR. DR. ANTONIO GOXENS DUCH

BARCELONA

1975

La Academia no se hace responsable de las opiniones expuestas en sus propias publicaciones.

(Art. 39 del Reglamento)

DEPÓSITO LEGAL, B. 24.285 - 1975

Imprenta Clarasó, S. A.; Villarroel, 15-17 - Barcelona-11

EXCELENTÍSIMO SEÑOR PRESIDENTE:
EXCELENTÍSIMOS E ILUSTRÍSIMOS SEÑORES:
ILUSTRÍSIMOS SEÑORES ACADÉMICOS:
SEÑORAS Y SEÑORES:

Es para mí motivo de orgullo y satisfacción encontrarme hoy entre todos ustedes para leer el discurso de ingreso en la Real Academia de Ciencias Económicas y Financieras como miembro electo de la misma. Gracias a los componentes de esta Institución, tan arraigada en Barcelona, me encuentro ahora aquí, porque han considerado mi aptitud para vincularme a las tareas investigadoras que en la misma se desarrollan, y que abarcan todo el ámbito de las Ciencias Sociales.

Muy honrado me siento por tal circunstancia y supone para mí un estímulo en orden a las actividades científicas que desarrollo, ya que ello implica el no quedarse atrás, el vivir la realidad económica, el compartir las inquietudes que la sociedad actual nos depara, y por ende, estar inmerso en la problemática del mundo que nos rodea. Escasos son mis méritos, pero la benevolencia de todos ustedes, así como su amistad han desembocado en esta prestigiosa distinción, hecho que me obliga más y me compromete a no defraudar la confianza que han depositado en mí. Expreso mi reconocimiento, mi deseo de colaborar y la ilusión de ser recibido como Académico, comprometiéndome a partir de ahora, a integrarme en los quehaceres de esta ilustre Corporación, llevados a cabo desde su constitución.

No quiero dejar de recordar la memoria de mi predecesor, el Ilmo. Sr. Dr. D. Ángel Montero Laviz, quien a lo largo de su vida académica tanto contribuyó a la difusión de las Ciencias Económicas con su labor en el seno de la Corporación y a través de sus distintas publicaciones.

El tema que he elegido “Consideraciones en torno a la Inversión” es extenso e imposible de tratarlo en toda su amplitud, pero ello no obsta para que recalque ciertos aspectos del mismo por la importancia de dicha cuestión en los momentos actuales para todos los países del mundo en que vivimos.

En principio, dado su cariz, puede parecer que la problemática a desarrollar va a estar supeditada a una alta abstracción; sin embargo, nada más lejos de dicha circunstancia; voy a sacrificar aquélla en aras de evitar la fatiga que supone tener que escuchar disertaciones, en donde con mayor o menor frecuencia se intenta exteriorizar a nivel científico las preocupaciones que el estudio de una materia determinada necesita plasmar en forma expresa.

A mi memoria acude aquella frase de los “Foundations” que Samuelson escribió en 1945 y que dice: “La penosa elaboración literaria de los conceptos matemáticos — simples en su esencia —, que caracteriza una gran parte de la Teoría Económica moderna, no sólo es negativa desde el punto de vista del adelanto científico, sino que involucra también una gimnasia mental de tipo poco recomendable” (1).

No voy a expresar en forma literaria conceptos matemáticos trasladados a la Teoría Económica, sino intentar ciertas consideraciones en torno a la función de Inversión macroeconómica que la relaciona con el tipo de interés y las implicaciones que esto supone para la Política Monetaria.

Es bien cierto que esta última ha pasado y pasa por ciertas crisis de aplicabilidad, en tanto en cuanto en ciertos momentos se desconfía de su efectividad o se duda de ella, aún cuando se han desarrollado modelos teóricos en los que se intenta explicar su influencia en el orden económico.

(1) SAMUELSON, P. A., “Foundations of Economic Analysis”, Harvard University Press, Mass., 1953. Existe versión en castellano con el título: “Fundamentos de Análisis Económico”, Buenos Aires, 1957, pág. 6.

Para Baumol (2) “el teórico emplea la palabra «teoría» para significar, poco más o menos, «explicación sistemática». Una teoría es una estructura que describe el funcionamiento y las interrelaciones de los diversos aspectos de algún fenómeno...” Es en este sentido que opina se deben interpretar las aportaciones que los economistas han hecho sobre la materia a la que me voy a referir.

Normalmente, la función macroeconómica de Inversión, se ha considerado como un traslado de la función microeconómica, mediante la simple agregación de las decisiones de invertir de las empresas, aplicándose el mismo razonamiento que se utiliza para justificar el comportamiento de las unidades económicas individuales de producción. Si se considera una demanda de inversión para la empresa en particular, se hace lo propio para el conjunto de las empresas. Si se parte de un stock de capital para la unidad económica de producción, se hace lo mismo para el conjunto de todas ellas, como simple agregación de las imputables a cada una. De la misma forma que se habla de un tipo de rendimiento interno esperado para la inversión de una empresa en particular y de una eficacia marginal esperada, también aparecen las mismas consideraciones a nivel macroeconómico. Sin embargo, si no pareciera existir un fundamento microeconómico de la función macroeconómica de Inversión, no se podría llevar a cabo la agregación, ni serían factibles los intentos cada vez más frecuentes de la integración de las Teorías micro y macroeconómica. En mi opinión ésta será posible siempre y cuando se consiga, como en el caso presente, estudiar las formulaciones respectivas y contrastar empíricamente las mismas, lo que redundará en la consecución de una Teoría correcta, relevante y unificada, tanto a nivel micro como macroeconómico. Si no se busca la fundamentación de lo global en lo particular y la preocupación por los problemas macroeconómicos que excluye la consideración de los microeconómicos, como ha parecido suceder en época todavía reciente, es dudoso que se consigan resultados positivos en el área de la Macroeconomía. Considero imprescindible para el avance de la Teoría Económica, la conjunción de ambas estructuras; es decir, buscando el posible fundamento de lo general en lo particular.

(2) BAUMOL, W. J., “Economic Theory and Operations Analysis”, Prentice-Hall, N. J., 1963. Existe versión en castellano con el título: “Teoría Económica y Análisis de Operaciones”, México, 1964, pág. 478.

Tanto a un nivel como a otro, los problemas se analizan con los mismos métodos y se utiliza la misma terminología. El tratamiento de aquéllos requerirá emplear también los mismos supuestos y, por lo tanto, seguir el mismo proceso en su análisis.

Es así que la estática y la estática comparativa y la dinámica son métodos de análisis de los problemas económicos utilizados por el teórico, y cuya consideración perfectamente delimitada entre la primera y la última fue introducida por Ragnar Frisch en su publicación de 1929 “Statik og Dynamik i den Okonomiske teori”. Esta forma distinta de estudiar la realidad económica ya sea a nivel micro como macroeconómico fue recogida por todos los economistas, siendo sus continuadores, entre otros, Tinbergen, Kalecki, Samuelson y un sinfín más cuya enumeración sería prolija. Estos distintos métodos de análisis han planteado la utilización de diferentes técnicas matemáticas y así tenemos que con la Dinámica Económica el tratamiento idóneo del tiempo en forma discreta da lugar a la introducción de las ecuaciones en diferencias sin dejar de lado el análisis diferencial. La dimensión temporal que se recoge en los modelos dinámicos ha experimentado un nuevo empuje con las funcionales, el cálculo de variaciones y la Teoría del control óptimo con el principio del máximo de Pontryagin. Ello no quiere decir que se haya eliminado el tradicional análisis diferencial en los modelos teóricos bajo el supuesto de certidumbre, pues aparece su consideración en los formulados bajo la forma discreta-continua, sin dejar de lado aquellos otros que bajo el supuesto de incertidumbre recogen las variables aleatorias y su tratamiento incluye términos probabilísticos.

Sin embargo, el problema que nos atañe, la Inversión en relación con el tipo de interés, no se puede tratar en términos de la Estática: la Inversión es una variable de flujo y no de stock; su contrapartida como variable stock es el capital.

No obstante, si pasamos revista a la Teoría microeconómica tradicional observamos que en términos de la Estática comparativa no se ha conseguido justificar una función que relacione la Inversión con el tipo de interés. Así ha sido, en efecto, pues el tratamiento al que todos estamos habituados ha consistido en considerar la demanda de inversión para la empresa partiendo de un stock de capital y calcular la transformación inicial en los beneficios esperados descontados y actualizados a un tipo de interés que se denomina tipo de rendimiento interno esperado de esa in-

versión (3). Se sigue arguyendo que si el tipo de interés del mercado es menor que el tipo de rendimiento interno esperado la empresa decidirá invertir en bienes de equipo en lugar de conceder préstamos, pues “la estimación del empresario sobre el beneficio o la pérdida que se derivará de una inversión dada se basa en la relación que existe entre tres elementos: la corriente esperada de renta del bien capital en cuestión, el precio de compra de ese bien y el tipo de interés de ese mercado” (4) y entonces compensa invertir en un bien de capital si el tipo de rendimiento esperado del mismo a lo largo de su vida es mayor que el tipo de interés actual del mercado.

Sin embargo, el intento de explicar los cambios en la demanda de inversión y, por lo tanto, de cuáles son las variables que influyen más en ellos, no han logrado justificar la relación funcional sencilla de los gastos de inversión con el tipo de interés, considerándose a éste como la variable fundamental (5). La razón de tal circunstancia radica en el hecho de que no existe una variable única o predominante, ni tampoco podemos admitir a la ligera que hay una sola teoría de la inversión que explique las decisiones de los empresarios en orden a todos los proyectos de inversión.

A nivel microeconómico los modelos de inversión explicativos de las decisiones de los empresarios han proliferado. No obstante, tanto la teoría de la producción como la teoría del capital en su forma tradicional, son insuficientes para abordar con éxito el problema inherente a la relación entre la Inversión y el tipo de interés.

La introducción del tiempo como factor explícito en la función de producción bajo los supuestos de la certidumbre, la perfección en el mercado de capitales, la perfecta competencia en el mercado del producto y del trabajo, así como la vigencia de la ley de los rendimientos decrecientes en orden a buscar el máximo del valor actual del beneficio, no proporciona resultados satisfactorios al problema que nos ocupa. Ni los modelos factor puntual — producto puntual o el caso extremo factor continuo — producto

(3) CASTAÑEDA, J., “Lecciones de Teoría Económica”, Madrid, 1968, páginas 703-707

(4) SHAPIRO, E., “Macroeconomic Analysis”, Nueva York. Existe versión en castellano con el título: “Análisis Macroeconómico”, Madrid, 1972, págs. 237-263.

(5) HAAVELMO, T., “Studies in the Theory of Investment”, Chicago, 1961, página 190. “It is meaningless to say that the «demand for investment» is determined by the rate of interest”.

continuo, así como la alternativa de Lutz y Dean o la revisión de Weingarter no aclara el punto que consideramos (6).

La misma introducción del riesgo y la incertidumbre en los modelos de inversión de la empresa (7) ya sea de horizonte de planteamiento finito, de corrección por riesgo o de análisis de sensibilidad, o las aportaciones de Shackle (8), o los modelos de Hillier, de Hertz, de Markowitz o de Farrar (9), no aportan nuevas luces sobre la relación funcional que nos interesa.

Aún así, la cuestión ha estado y está en el ambiente de la investigación científica de los teóricos de la Economía y prueba palpable de ello han sido los estudios empíricos realizados en este sentido. Se ha procurado tener evidencia apropiada al caso a nivel de las empresas, y la misma ha puesto de manifiesto que la elasticidad de la demanda de inversión con respecto al tipo de interés es muy pequeña o lo que es lo mismo, que las decisiones de invertir se ven muy poco influenciadas por el tipo de interés, lo que ha creado un cierto escepticismo a nivel macroeconómico, dentro de cierto sector de economistas, con respecto al valor que se le pueda otorgar a la Política Monetaria que quiera causar efecto en la Inversión.

Ya en 1938 en los "Oxford Economic Papers" se pone de manifiesto la evidencia de que las variaciones en el coste del capital tienen un efecto directo desdeñable sobre la demanda de inversión. Igualmente, la encuesta de la Harvard Business School no logró resultados dignos de crédito que

(6) LUTZ, F. y LUTZ, V., "The Theory of Investment of the Firm", Princeton, N. J., 1951. DEAN, J., "Managerial Economics", Prentice-Hall, 1951. LUTZ, F. y HAGUE, D. C., "The Theory of Capital", Londres, 1961. DEAN, J., "Measuring the Productivity of Capital", Harvard Business Review, vol. 32, 1954. WEINGARTNER, H. M., "Mathematical Programming and the Analysis of Capital Budgeting Problems", Prentice-Hall, 1963.

(7) NAYLOR, T. H. y VERNON, J. M., "Microeconomics and decision models of the firm", Nueva York, 1969. Existe versión en castellano con el título: "Economía de la Empresa", Buenos Aires, 1973, págs. 423-449.

(8) SHACKLE, G. L. S., "Expectations in Economics", Cambridge, 1972.

(9) HILLIER, F., "Derivation of Probabilistic Information for the Evaluation of Risky Investment", Management Science, vol. 9, 1963, págs. 443-457. HERTZ, D. B., "Risk Analysis in capital Investment", Harvard Business Review, vol. 42, 1964, págs. 95-106. MARKOWITZ, H., "Portfolio Selection", Nueva York, 1959. FARRAR, D. E., "The Investment Decision Under Uncertainty", Prentice-Hall, 1962.

permitieran aportar algo al respecto, así como la encuesta de la NBER o la de la Business School de la Universidad de Minnesota publicada en 1950.

Sin embargo, la investigación realizada por McGraw Hill en 1949, condujo a la conclusión de que parecía evidente la existencia de una alta elasticidad, lo que inducía a pensar en una gran influencia del tipo de interés sobre la inversión. Ahora bien, las encuestas más recientes han dado resultados aparentemente contradictorios y así, White nos afirma que las llevadas a cabo por la N.A.P.A. parecen corroborar — aunque no de forma concluyente —, la evidencia de que los tipos de interés elevados pueden ser un freno significativo para el gasto de capital de las grandes empresas que dominan la formación total del mismo en el sector industrial (10).

En realidad no se ha llegado a ninguna conclusión definitiva, y lo único que se puede decir es que la demanda de inversión es algo menos elástica con respecto al tipo de interés que lo que defendían cierto grupo de economistas, manteniendo la tesis de una influencia notoria de esta última variable sobre la primera. Tampoco se puede afirmar que la Inversión sea rígida con respecto al tipo de interés o lo que es lo mismo, que la primera no sea sensible a las variaciones del último.

Es curiosa la afirmación de Baumol (11) respecto a la observación llevada a cabo en las construcciones industriales: "...las estadísticas, indican que tienden a subir y bajar conjuntamente y, aparentemente, implican... que un aumento en el tipo de interés alienta la aparición de fábricas y equipos nuevos. Pero habitualmente, la teoría económica niega esto categóricamente y arguye, plausiblemente, que un aumento en el costo de dinero tomado en préstamo aumenta los costes de construcción para el hombre de negocios y sirve para hacer desistir de esta clase de inversiones. Entonces el economista busca la explicación del hecho observado, señalando que en el mismo entra en juego una tercera variable que embrolla las cosas. Cuando la renta nacional es alta, la construcción da beneficios y la demanda de préstamos para la misma aumenta los tipos de interés. Cual sea la versión correcta de los hechos es algo de lo que no tendremos nunca

(10) WHITE, W. H., "Inventory Investment and the Rate of Interest", Brookings Institution Reprint, núm. 57, Banca Nazionale del Lavoro, Quarterly Review, junio, 1961.

(11) BAUMOL, W. J., *Op. cit.*, págs. 479 y 480.

una seguridad absoluta, pero la reacción del hombre de negocios ante la política de dinero caro determinada por la Reserva Federal da pie a mi modo de ver de que los altos costes por intereses no constituyen un estímulo para la creación de bienes de capital de la industria”.

La duda acerca de una variación inversa entre el tipo de interés y la inversión se pone en evidencia en el párrafo anterior. Ya no sólo aparece el escepticismo sobre la influencia del tipo de interés en la inversión, en el sentido de que cuando baja el primero sube la segunda, lo que implica la consideración de la clásica función descendente y que ésta sea más o menos pronunciada (o lo que es lo mismo, más o menos rígida), sino que si hacemos caso de la evidencia empírica señalada por el autor antes reseñado, nos encontraríamos con una función de inversión ascendente. Si el teórico encuentra explicación a la forma habitual descendente, ¿puede encontrar también justificación a la función de inversión ascendente?

La evidencia empírica que se tiene hasta la fecha, no ha conducido a ningún resultado concluyente y ha dado lugar a no pocas discusiones teóricas en torno a los determinantes de la Inversión, y sobre todo en lo que se refiere a su relación con el tipo de interés del que se hace depender. Dicha relación, con pretendido fundamento en la microeconomía — como se ha dicho anteriormente —, es trasladada por simple agregación a la macroeconómica y se recoge como pilar clave del desarrollo de la Teoría Keynesiana (12). Contribuciones más recientes apoyan su análisis de forma distinta a como se ha considerado en las líneas anteriores; no hemos de perder de vista que a nivel microeconómico la teoría de la Inversión cae dentro del campo de la teoría de Producción, sin olvidar su vínculo con la teoría del Capital. No obstante, es dudoso que la relación funcional entre la Inversión tal como se comprende a nivel macroeconómico pueda tener su fundamento en la microeconomía. La argumentación que se aduce radica en el hecho de que considerada la función de producción microeconómica como dependiente de los dos factores (trabajo y capital), cuando se habla de demanda de un factor éste se considera como stock o fondo y al trasladarse al factor capital, la demanda de los servicios del mismo es demanda de fondo de capital y no de corriente o flujo como pudiera parecer. La inversión es la diferencia entre fondos de capital, y cuan-

(12) NAYLOR, T. H. y VERNON, J. M., *Op. cit.*, pág. 415. HAAVELMO, T., *Op. cit.*, pág. 1.

do “la empresa ha adquirido su corriente óptima de los servicios de bienes de capital, su stock no se verá aumentado por una nueva inversión. Su inversión neta permanecerá igual a cero en ausencia de un cambio en las circunstancias que haga que no sea óptimo el stock actual de bienes de capital” (13). Esto no significa que los intentos realizados en orden a integrar los factores de producción durables en la teoría de la Producción no hayan sido fructíferos (14), mediante la aplicación de las condiciones de óptimo al considerar productos y factores múltiples, teniendo en cuenta que entre éstos últimos están aquellos que permanecen fijos (plantas y equipos) durante el período para el cual se toman decisiones en orden a los factores y productos no durables. Aquí se observa que la relación que se busca es con respecto al fondo de capital y no a la tasa de cambio del fondo — que sería la inversión —, siendo esta última dependiente de la durabilidad del capital y, por lo tanto, de la reposición e incremento correspondiente. “La demanda de inversión no se puede deducir simplemente de la demanda de capital. La demanda para una adición finita al stock de capital puede conducir a una tasa de inversión que va desde casi cero a infinito, dependiendo de la hipótesis que introducimos en orden a la velocidad de reacción de los usuarios del capital” (15).

Es notorio el vínculo de la inversión con la teoría del Capital que se considera por los economistas como una de las materias más difíciles de la Teoría Económica, pero su diferente tratamiento parte de su misma concepción.

La distinción entre la demanda de bienes de capital y la teoría de la Inversión está clara (16), al igual que la teoría microeconómica solamente nos proporciona una teoría del stock de capital deseado por la empresa, surgiendo el problema cuando se quiere trasladar el concepto de stock de

(13) WITTE, J. G., “The Microfoundations of the Social Investment Function”, *Journal of Political Economy*, octubre 1963, págs. 441-456.

(14) SMITH, V. L., “Investment and Production”, Cambridge, Mass., Harvard University Press, 1961.

(15) HAAVELMO, T., *Op. cit.*, pág. 216.

(16) JOHNSON, H. G., “Macroeconomics and Monetary Theory”, Londres, 1971, pág. 39. BAILEY, M. J., “National Income and The Price Level”, Nueva York, Nueva York, 1971. Existe versión en castellano con el título: “Renta Nacional y Nivel de Precios”, Madrid, 1972, págs. 175-177. SHAPIRO, E., *Op. cit.*, pág. 250. ALLEN, R. G. D., “Macroeconomic Theory”, Londres, 1967. Existe versión en castellano con el título: Teoría Macroeconómica, Madrid, 1970.

capital óptimo a la teoría de la Inversión. Parece que su resolución radica en el establecimiento de una teoría explicativa de cómo las variaciones a la tasa de cambio del stock de capital deseado se transforma en corriente de producción de bienes de Inversión. Y es así que se hace depender aquél de la tasa de producción esperada, la tecnología utilizada en ella, los precios de los bienes de capital y los precios de los servicios de los otros medios de producción (17).

En este aspecto Witte (18) después de demostrar que no se puede encontrar una fundamentación microeconómica a la función de Inversión social, dice que ello no obsta para que no existiendo una demanda de Inversión a nivel micro haya inconsistencia con que la tasa de Inversión agregada tenga una dependencia funcional con respecto al tipo de interés y la renta nacional. Dicho autor afirma que el problema de flujo de la teoría de la Inversión se puede estudiar micro y macrodinámicamente, así como macroestáticamente. Pero el tratamiento de la primera forma que implica saber cuáles son los determinantes del ajuste del stock de capital, no significa que a nivel macroeconómico sólo se pueda tratar en forma dinámica.

Las explicaciones a nivel macroeconómico parecen tener un fundamento micro, aunque no sea así, y tal sucede cuando utilizando la función de producción Cobb-Douglas o la CES se intenta obtener la función de Inversión (19), justificando las variaciones de ésta como consecuencia de cambios en la renta nacional y en el tipo de interés.

El tratamiento de Johnson, a nivel macroeconómico (20) al utilizar la eficiencia marginal del capital como función del coste inicial de la Inversión y los rendimientos esperados, obteniendo dos raíces positivas, pone de manifiesto no sólo la posibilidad de variar en distinto sentido el tipo de interés y el capital, sino también en el mismo sentido. A esta circunstancia imputa el problema del "double switching" de la teoría del crecimiento (21). El suponer que cuando disminuye el tipo de interés la economía se hace más intensiva en capital puede no ser cierto, es decir, ocurrir todo lo contrario. Desde el momento que esta consideración supone que no existe

(17) JOHNSON, H. G., *Op. cit.*, pág. 40.

(18) WITTE, J. G., *Op. cit.*, pág. 456.

(19) ALLEN, R. G. D., *Op. cit.* BAILEY, M. J., *Op. cit.*, págs. 169-173.

(20) JOHNSON, H. G., *Op. cit.*, págs. 38-39.

(21) JOHNSON, H. G., *Op. cit.*, págs. 40-45.

un único tipo de rendimiento, no nos permite ordenar los proyectos de inversión, de acuerdo con una imputación biunívoca y, por lo tanto, construir la curva de Inversión descendente de izquierda a derecha con respecto al tipo de interés.

Si ya a nivel microeconómico no tenemos en realidad una teoría explicativa de la relación que nos interesa, en el plano de la macroeconomía las soluciones aportadas hasta la fecha no son plenamente convincentes a mi entender. Por lo menos no creo que sea satisfactoria la consideración actual del problema, que se suele expresar en los siguientes términos (22): la curva de demanda de los bienes de capital aumenta conforme disminuye el tipo de interés, actuando éste como un parámetro que da lugar al anterior movimiento hacia la derecha. Como quiera que se supone que partimos de un stock determinado, ello significa que la oferta de bienes de capital es constante. En estas circunstancias, la intersección de las curvas de demanda respectivas con la oferta fija, da lugar a precios crecientes de los bienes de capital. Entonces, la tasa de producción de estos últimos aumenta, y aquí es cuando se relaciona dicho incremento, que es la Inversión, con el tipo de interés al cual se imputa.

La teoría post-Keynesiana ha prestado más atención a la relación de la inversión con el ajuste del stock de capital que con el tipo de interés, y sin embargo, la función de Inversión a la que estamos haciendo referencia, es pieza clave en el análisis macroeconómico.

La influencia que puede tener la forma de la función de Inversión en la curva ahorro-Inversión del modelo IS — LM es bien notoria. En términos del diagrama de Hicks-Hansen, la pendiente de aquélla depende de cómo se desenvuelvan el ahorro y la Inversión. Bajo el supuesto normal de un desenvolvimiento creciente del primero cuando aumenta la renta, la forma y elasticidad de la función de Inversión son las determinantes de la forma de la curva ahorro-Inversión en el mercado del producto o sector real (23).

Al considerar la Inversión como dependiente del tipo de Interés, y sus variaciones correspondientes en sentido contrario, entonces cuando la pro-

(22) WITTE, J. G., *Op. cit.*, págs. 446-448. JOHNSON, H. G., *Op. cit.*, página 45.

(23) SILBER, W. L., "Monetary Policy effectiveness: the case of positively sloped IS curve", *The Journal of Finance*, vol. XXVIII, diciembre 1971, núm. 5, páginas 1.077-1.082. JOHNSON, H. G., *Op. cit.*, pág. 15.

propensión marginal al ahorro es mayor que la propensión marginal a la Inversión — entendidas ambas propensiones con respecto a la renta —, la curva de ahorro-Inversión tiene pendiente negativa, el equilibrio es estable y el multiplicador del gasto es positivo. Cuando la propensión marginal al ahorro es menor que la propensión marginal a invertir, la curva IS tiene pendiente positiva, el equilibrio es inestable, es decir, cualquier desplazamiento del mismo implica un alejamiento cada vez mayor, actuando el multiplicador del gasto en forma negativa.

No sucedería así bajo el supuesto de que la Inversión y el tipo de interés variaran en el mismo sentido, ya que si antes no intervenían las propensiones marginales a ahorrar e invertir con respecto al tipo de interés por ser de signo contrario, en el caso que nos ocupa habrán de tenerse en cuenta, pues admitido que el ahorro varíe en el mismo sentido que el tipo de interés, puede ocurrir que esta variación predomine o no sobre la producida en la Inversión por haberse alterado aquella misma variable, obteniéndose los siguientes resultados:

- a) Si la propensión marginal al ahorro con respecto al tipo de interés es *mayor* que la propensión marginal de la Inversión con respecto a aquél, entonces cuando la propensión marginal al ahorro con respecto a la renta es *menor* que la propensión marginal a la Inversión con respecto a esta última variable, la curva de ahorro-Inversión tiene *pendiente positiva*.

$$\text{Simbólicamente si: } \frac{\delta S}{\delta r} > 0 \quad \text{y} \quad \frac{\delta I}{\delta r} > 0 \quad \text{así como} \quad \frac{\delta S}{\delta r} > \frac{\delta I}{\delta r}$$

$$\text{cuando} \quad \frac{\delta S}{\delta y} < \frac{\delta I}{\delta y}$$

la curva IS tiene pendiente positiva

- b) Si la propensión marginal al ahorro con respecto al tipo de interés es *menor* que la propensión marginal de la Inversión con respecto a la misma variable, para que la curva de ahorro-Inversión (que relaciona la renta con el tipo de interés) tenga *pendiente positiva*, es preciso que la propensión marginal al ahorro con respecto a la renta sea *mayor* que la

propensión marginal de la Inversión con respecto a aquella variable.

$$\text{Simbólicamente si: } \frac{\delta S}{\delta r} > 0 \text{ y } \frac{\delta I}{\delta r} > 0 \text{ así como } \frac{\delta S}{\delta r} < \frac{\delta I}{\delta r}$$

$$\text{cuando } \frac{\delta S}{\delta y} > \frac{\delta I}{\delta y}$$

la curva IS tiene pendiente positiva

- c) Si la propensión marginal al ahorro con respecto al tipo de interés es *mayor* que la propensión marginal de la Inversión con respecto a la misma variable, y la propensión marginal al ahorro con respecto a la renta es *también mayor* que la propensión marginal de la Inversión con respecto a esta última variable, entonces la curva de ahorro-Inversión tiene la tradicional *pendiente negativa*.

$$\text{Simbólicamente si: } \frac{\delta S}{\delta r} > 0 \text{ y } \frac{\delta I}{\delta r} > 0 \text{ así como } \frac{\delta S}{\delta r} > \frac{\delta I}{\delta r}$$

$$\text{cuando } \frac{\delta S}{\delta y} > \frac{\delta I}{\delta y}$$

la curva IS tiene pendiente negativa.

- d) Si la propensión marginal al ahorro con respecto al tipo de interés es *menor* que la propensión marginal de la Inversión con respecto a la misma variable y la propensión marginal al ahorro con respecto a la renta es *también menor* que la propensión marginal a la Inversión con respecto a esta última variable, entonces la curva ahorro-Inversión tiene *pendiente negativa*.

$$\text{Simbólicamente si: } \frac{\delta S}{\delta r} > 0 \text{ y } \frac{\delta I}{\delta r} > 0, \text{ así como } \frac{\delta I}{\delta r} < \frac{\delta S}{\delta r}$$

$$\text{cuando } \frac{\delta S}{\delta y} < \frac{\delta I}{\delta y}$$

la curva IS tiene pendiente negativa.

Esto nos conduciría a la formulación de que bajo los supuestos iniciales que nos movemos, los cuatro casos reseñados anteriormente, quedan sintetizados en:

1. Si las propensiones marginales al ahorro y a la Inversión respecto a la renta y el tipo de interés mantienen su mismo signo de desigualdad, que implica su mismo comportamiento, la curva ahorro-Inversión es descendente de izquierda a derecha.
2. Si por el contrario, el signo de desigualdad no es el mismo en la comparación respectiva, la curva ahorro-Inversión es ascendente.

Para aquella circunstancia en la que se suponga que el tipo de interés no tiene ninguna influencia sobre la inversión, entonces las condiciones a cumplir para que aparezca una curva de ahorro-Inversión positiva o negativa, son respectivamente que la propensión marginal al ahorro sea menor que la propensión marginal a la inversión o a la inversa, verificándose lo mismo que para el caso inicialmente analizado.

Lo dicho hasta ahora ha sido bajo el supuesto de que la propensión marginal al ahorro con respecto al tipo de interés sea positiva. La evidencia empírica lo ha puesto de manifiesto. Ahorran los consumidores e invierten las empresas. Los consumidores aumentarán su ahorro no sólo cuando sean poseedores de una mayor renta sino que también será un acicate para ellos en aquellas circunstancias en el que el tipo de interés del mercado sea alto. Por eso no cabe analizar otra circunstancia.

El análisis último nos ha puesto de manifiesto la influencia que la inversión puede tener como determinante de la curva de ahorro-Inversión y que, por lo tanto, las consideraciones llevadas a cabo hasta aquí revelan la importancia que han tenido, tienen y tendrán las sucesivas investigaciones empíricas en orden a ver si el tipo de interés influye en las decisiones de invertir por parte de las empresas y de qué forma, si positiva o negativamente.

DISCURSO DE CONTESTACIÓN POR EL ACADÉMICO DE NÚMERO
ILMO. SR. DR. ANTONIO GOXENS DUCH

EXCMO. SR. PRESIDENTE:
EXCMOS. E ILMOS. SRES.:
ILMOS. SRES. ACADÉMICOS:
SEÑORAS Y SEÑORES:

El doctor don José Manuel de la Torre, recipiendario en esta Corporación, nos presenta en su discurso titulado modestamente "*Consideraciones en torno a la inversión*" un enfoque personal de un controvertido aspecto de la muy discutida teoría de la inversión, y al corresponderme, por designación del Consejo Académico el honor de cumplir el precepto reglamentario de contestar a las cuestiones planteadas por el ilustre conferenciante que me ha precedido en el uso de la palabra, he de confesar de antemano que me siento en inferioridad de condiciones dada la descolante personalidad que en la economía teórica tiene el doctor don José Manuel de la Torre, catedrático titular de "TEORÍA ECONÓMICA" en la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales de la antigua Universidad de Barcelona (lo de Central me repele), actual Secretario General de la misma. La currícula del doctor don José Manuel de la Torre es impresionante: ha obtenido los títulos de Profesor Mercantil y Actuario de Seguros así como el doctorado en Ciencias Económicas, con Premio Extraordinario por la Universidad de Madrid. Muy joven ganó, en brillante oposición, la cátedra de Economía y Estadística en Escuelas de Comercio que desempeñó en las de Granada, Málaga y Sabadell. Por nueva oposición ganó la cátedra de Teoría Económica en la Facultad de Ciencias Económicas de Málaga de la cual fue Decano.

Ha publicado un gran número de artículos sobre temas macroeconómicos principalmente en diversas revistas nacionales y extranjeras, habiendo traducido los capítulos I al XIV del libro de S. Shaw: "El dinero, la renta y la política monetaria", así como la obra de R. Frisch (Premio Nobel

de Economía) titulada: “Las leyes técnicas y económicas de la producción”.

Es autor, de “Lecturas de Teoría Económica” y de las revisiones españolas de “Análisis estadístico de los costes”, de J. Johnson y “Programación lineal”, de R. W. Llewellyn.

Ha sido especialmente destacado su paso por la Dirección del Servicio de Estudios Económicos y Estadísticos del Gremio de Fabricantes de Sabadell y por la Jefatura Técnica de la Vicesecretaría de Ordenación Económica de Barcelona.

Profundo conocedor de la Teoría Económica nos acaba de confesar en su trabajo “Si a nivel microeconómico no tenemos en realidad una teoría explicativa de la relación que nos interesa (esto es, suponer que necesariamente existe una relación clara entre las variaciones del tipo de interés y la utilización más o menos intensiva del capital) en el plano de la macroeconomía las soluciones aportadas hasta la fecha no son plenamente convincentes” y añade, “no creo que sea satisfactoria la consideración actual del problema que suele expresarse en los siguientes términos: La curva de demanda de los bienes de capital aumenta conforme disminuye el tipo de interés”.

Y sintetiza su personal posición en dos conclusiones:

- “1. Si las propensiones marginales al ahorro y a la Inversión respecto a la renta y el tipo de interés mantienen su mismo signo de desigualdad, que implica su mismo comportamiento, la curva ahorro-Inversión es descendente de izquierda a derecha.
- ”2. Si por el contrario, el signo de desigualdad no es el mismo en la comparación respectiva, la curva ahorro-Inversión es ascendente.”

Estas consideraciones del doctor de la Torre me han planteado un conjunto de reflexiones al tratar de enlazar los estudios teóricos con las observaciones extraídas de mi paso por la microeconomía; esto es, por la asesoría de una pluralidad de empresas privadas. En mi opinión, la macroeconomía es, en el régimen capitalista en que actualmente nos movemos, el resultado de una agregación de actividades de las empresas, o sea de microeconomías, con una creciente intervención de la actividad del sector público (1). Planteadas así las cosas, las decisiones macroeconómicas están determinadas por decisiones a nivel de empresas e individuos.

(1) La teoría de la inversión en un régimen no capitalista presenta postulados totalmente distintos cuya discusión queda fuera de nuestro actual propósito.

Al ingresar en esta Corporación en 1954, en mi trabajo “La Contabilidad y la Política Económica Empresarial”, postulé la actividad económica del Estado de una parte y las actividades de las empresas privadas de otra, tienen dinamismo propio por medio del cual cada uno de los dos polos presentados procura corregir las consecuencias de los actos del otro cuando los considera contrarios a su propia finalidad, existiendo una interrelación constante que tiende a corregir los extremismos y errores de los dirigentes situados en una u otra esfera de las actividades económicas, buscando una coordinación de fines que no siempre se logra, porque la coyuntura económica, por sus propias características, es constantemente variable.

Si la macroeconomía capitalista resulta de integraciones microeconómicas, será bueno que nos planteemos cuáles son a nivel de la microeconomía, a nivel de la empresa, los determinantes reales de las inversiones.

Durante muchos años se ha estado hablando de que las finalidades básicas de la empresa eran la prestación de un servicio económico, la consecución de un máximo beneficio y la tendencia a la supervivencia; pero, quizá, se ha olvidado de que la empresa, ente abstracto, es a su vez regida por unos hombres que ocupan dentro del entramado jerárquico de la empresa distintas posiciones, que están movidos por distintos estímulos y que no siempre los incentivos privados, particulares, individuales de los hombres que componen la empresa, de los hombres que mueven la empresa, son coincidentes con los tres objetivos que han señalado los teóricos a la empresa, como ente abstracto. La empresa es sólo un reflejo de las personas que en ella están integradas.

El estudio de la psicología de las personas que dirigen las empresas está empezando a tener tanta o más importancia que el estudio matemático de sus problemas, pues los hombres no siempre actúan pensando única y exclusivamente en términos de utilidad marginal, de producto bruto, de costes y beneficios; sino que muchas veces, sus decisiones están influenciadas por otros aspectos que se han despreciado en los modelos porque no cabía la formulación matemática de los mismos; pero que están demostrando tienen un peso real, muy real en las decisiones empresariales.

Este enfoque no es nuevo. Si leemos con atención las obras clásicas de la economía encontramos ya el planteamiento de que el sujeto que dirige las empresas es un ser humano y el análisis de los móviles humanos, no siempre estrictamente económicos, marcan sus decisiones.

Limitándonos al campo que ahora nos ocupa encontramos que Robert Wright en su obra "La decisión de inversiones en la empresa" (Deusto, 1966) expone con acierto la evolución de la teoría no matemática de la decisión; que los profesores de Economía Política de la Universidad de Londres, Hague y Stonier en su obra "The Essentials of economics" (Editorial Longmans, Green, and Co.) hace ya algo más de quince años, en su capítulo segundo exponían:

"Es evidente que el empresario se mete en un negocio en primer lugar para hacer dinero. Se deduce de ello, como primera aproximación a la verdad, que podemos suponer que los hombres de negocios quieren maximizar sus beneficios... Es una aproximación muy útil a la verdad, pero, si no siempre, en raras ocasiones representa toda la verdad. Por varias razones, de manera continuada, las empresas o no querrán o no serán capaces de sacar de sus clientes hasta el último penique de beneficio. Hay cinco tipos principales de requisitos para la capacidad empresarial de obtener el máximo beneficio posible. Algunos de ellos entrañan que aún cuando la codicia del hombre de negocios no tenga límites, pueda ser incapaz de alcanzar el máximo beneficio, pues otros factores limitan directamente esa codicia... Algunos hombres de negocios están más interesados en los productos que fabrican que en los beneficios que consiguen, y a otros los atrae más el poder que les confiere la dirección de sus empresas, ante sus amistades, que amasar una fortuna. Otros aún bien sea por pereza o por falta de interés, pueden ser incapaces de rebajar sus costes al nivel que razonablemente pudiera esperarse de un hombre de sus condiciones. No obstante, cuando la competencia es muy aguda, tales factores tienen una importancia menor, pues ninguna firma desperdiciará durante mucho tiempo la oportunidad de conseguir más amplios beneficios mediante una dirección eficiente y progresiva."

"A corto plazo, cuando se monopoliza determinado producto y si las condiciones son desacostumbradamente prósperas, tal vez a causa de una inflación generalizada, las empresas pueden ignorar la necesidad de consagrar su esfuerzo principal a la realización de beneficios. A largo plazo, sin embargo, se encontrarán con que, a menos que lluegen a producir en condiciones económicas, serán desplazadas por la competencia de firmas más eficientes, más económicas y, tal vez, más modernas."

"En segundo lugar, existen muchas cortapisas institucionales que impedirán a las empresas la búsqueda del máximo absoluto de beneficio."

“Sobre todo, el desarrollo de las sociedades anónimas plantea numerosas objeciones al supuesto de que las empresas están interesadas económicamente por el máximo de sus ganancias. El hecho de que los diferentes miembros de un Consejo puedan mantener diferentes puntos de vista acerca de cuál sea la mejor política a desarrollar, quiere decir que no puede aplicarse a ellas el análisis corriente de la empresa individual a menos que se suponga que el titular necesariamente tuviera que tener el don de la ubicuidad. Además, en raras ocasiones el director de la empresa percibe la mayor parte de las ganancias que consiga, puesto que la relación directa entre la actividad del individuo y su lucro usualmente será muy pequeña.”

“En tercer lugar, muchas veces no será posible realizar los cambios en la producción, relativamente pequeños, pero necesarios para maximizar los beneficios, puesto que sólo se pueden llevar a cabo modificaciones discontinuas en el tamaño de las industrias.”

“La cuarta excepción al supuesto de máxima ganancia, por faltar el requisito correspondiente, es que los hombres de negocios inevitablemente desconocen algunas de las condiciones de la demanda, especialmente acerca de su evolución en el futuro... En el mundo, tal como es, imperan la incertidumbre y la ignorancia, y únicamente la sagacidad o la suerte pueden originar grandes beneficios.”

“La quinta y última excepción, casi la más importante, es que mientras que los hombres de negocios generalmente están interesados en la realización del mayor beneficio posible a largo plazo, ello puede estar reñido con que tal sea el objetivo a corto plazo, en todo momento. No tiene por qué darse siempre este antagonismo entre maximización de beneficios a largo y corto plazo... En este tipo de situaciones, que son, tal vez, típicas de la moderna industria manufacturera, quizá puede hacerse la distinción, sugerida por el profesor J. R. Hicks, entre el conservador y el aprovechado. El aprovechado es aquel al que le interesan las ganancias rápidas posiblemente por pensar vender su negocio con gran beneficio en un próximo futuro. El conservador se propone levantar un negocio sólido, de gran reputación, y muy lucrativo a largo plazo, sobre la base de ganancias moderadas durante muchos años.”

Los condicionantes argumentados por las teorías no matemáticas de la economía modifican sustancialmente los modelos econométricos de la inversión que arrancan de la obra de Eric Schneider: “Teoría de la Inversión. Cálculo de Economicidad” publicada en 1951 en su original alemán, que

fue objeto de muy agudos comentarios por Gutemberg en el prefacio de la propia obra y que influyó en este autor al publicar los tres densos volúmenes que constituyen sus “Fundamentos de la economía de la empresa”.

Hemos de recordar que en el capítulo 4.º, párrafo 2.º, titulado “dificultades y límites del cálculo de economicidad” Schneider, habla de los factores imponderables, recordando, que aún en el caso de poder remitir a un mínimo el factor de incertidumbre en todos los cálculos de economicidad o eliminarlo del todo, siempre queda otro factor que hace que el resultado del cálculo no sea decisivo para la resolución del inversor pues los factores cuantitativos, añade, expresados en dinero representan solamente una parte de todas las características de una inversión. Igual importancia para el juicio de la diferencia entre dos o más inversiones revisten los factores que carecen de carácter cuantitativo y que por eso no pueden expresarse monetariamente. Ejemplo para estos factores irreductibles o factores imponderables, como frecuentemente se denominan, son la seguridad del trabajo, la perfección del proceso de producción, las posibilidades de modificación del equipo, las decisiones sociales, etc. Entre los factores irreductibles también cuenta la posición psicológica del inversor, su momentánea mentalidad y su momentáneo espíritu de iniciativa. En la mayoría de los casos estos factores imponderables son factores realmente decisivos en la opción entre dos o más inversiones, concluye diciendo, y un factor irreductible que merece ser destacado particularmente es la liquidez de la empresa y como resumen, Schneider, muy acertadamente, señala:

“De estas consideraciones surge naturalmente, para Schneider, el esquema siguiente para todos los planes de inversión.”

“Fase 1.ª: a) Una descripción exacta de las diferentes alternativas que deben considerarse con un propósito determinado. b) Precisión de los factores de índole cuantitativa para cada alternativa, y precisión de los factores que carecen de este carácter cuantitativo. c) Descripción en forma de las diferencias entre las alternativas no monetarias.”

“Fase 2.ª: Determinación de las series de los gastos e ingresos pertinentes a estas alternativas en diferentes casos supuestos.”

“Fase 3.ª: Opción de un tipo de interés calculatorio y realización del cálculo según el método más conveniente para el caso concreto.”

“Fase 4.ª: Examen crítico y apreciación de los resultados del cálculo a la luz del grado de incertidumbre de las expectativas y de los factores irreductibles.”

“Solamente una reflexión que abarca a todas las cuatro fases del problema planeatorio de la inversión presenta una base realmente útil para las disposiciones de la empresa. De importancia decisiva es una indicación clara y precisa de las suposiciones bajo las que el cálculo debe ser realizado. Una vez elegidas las suposiciones, la realización del cálculo es un problema relativamente fácil de solucionar. Las dificultades residen en la elección de dichas suposiciones, así como en la estimación de la incertidumbre inherente a todas las cifras y de la importancia de los factores imponderables. Prescindir del tratamiento calculatorio de los problemas de inversión por miedo a estas dificultades, equivaldría a desistir de una actitud económica racional.”

No obstante, no podemos llegar a tener datos y una visión certera ante esta decisión final sino partimos inicialmente de un análisis matemático de las variantes que presentan las inversiones y a este efecto es importantísima la aportación recientemente realizada por el catedrático de la Universidad de Madrid doctor Prieto Pérez en su “Teoría de la Inversión” donde partiendo de los estudios de Schneider y basándose principalmente en las obras de:

- J. M. AGOSTINI: “Le choix des investissements”, Dunod, 1972.
- H. BIERMAN y S. SMIDT: “The capital Budgeting decision”, The Mac Millan Company, N. Y., 1971.
- D. E. FARRAR: “The investment decision under uncertainty”, Prentice-Hall, 1962.
- G. HOSMALIN: “Rentabilidad de las inversiones, Editorial Hispano Europea, 1966.
- F. MODITLIANI y M. MILLER: “The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment”, American Economic Review, 1958.
- P. MASSE: “La elección de las inversiones. Criterios y métodos”, Sagitario, S. A., 1963.
- H. SAUVAIN: “Dirección de las Inversiones”, Editorial Hispano Europea, 1966.
- y J. WESTON y D. WOODS: “Teoría de la financiación de la Empresa”, Gustavo Gili, S. A., 1970.

apura el tema de la teoría matemática de la inversión.

Además de los problemas psicológicos tengo que marcar el acento en

las consecuencias de la incertidumbre puestas de evidencia inicialmente por Knight en su ya clásica obra "Riesgo, incertidumbre y beneficio" y de cuyos postulados se hace eco Robert Wrigth, en la obra citada, cuando señala:

"El que toma decisiones se enfrenta con tres clases de incertidumbre: 1) incertidumbre sobre la naturaleza de la situación presente; 2) incertidumbre acerca del futuro curso de los acontecimientos, y 3) incertidumbre relativa a desviaciones e inexactitudes contenidas en la información que recibe. Una se debe al alto coste que supone el estar debidamente informado, otra a la limitación de la capacidad humana de predicción y la tercera a las imperfecciones en los sistemas de comunicación entre las personas. La habilidad del que decide para hacer estimaciones de beneficio dependerá de lo importantes que son, a su juicio, estas imperfecciones y limitaciones."

El análisis de la productividad marginal en su relación con el valor actual neto o el tanto interno de rentabilidad implican el supuesto de que el empresario actúa racionalmente y motivado única y exclusivamente por un incentivo: el beneficio empresarial. Los modelos econométricos así preparados adolecen del defecto de no tener en cuenta otros incentivos empresariales no siempre racionalmente lógicos; pero también determinantes de la conducta humana: al afán de poder de algunos administradores; el deseo de notoriedad, la necesidad de no representar o no ser menos que un competidor; las conveniencias personales del propio dirigente no siempre acordes con lo que pudieran ser las conveniencias de la empresa en abstracto consideradas; el deseo de ahorrarse momentáneamente unos impuestos; la posibilidad de aprovechar unas circunstancias accidentales del mercado, etc.; estos otros parámetros pueden, en muchas ocasiones, ser tanto o más determinantes de una decisión empresarial que el cálculo racional de rentabilidades y expectativas de beneficios y, en resumen, muchas veces el dirigente empresarial se deja llevar por su corazonada al tomar su decisión frente al cúmulo de imponderables que no pueden ser recogidos en el modelo econométrico, simplificación necesaria de una realidad de difícil aprehensión cognoscitiva. Tampoco puede olvidarse que influyen también en las decisiones empresariales momentáneas los incentivos fiscales y las regulaciones administrativas; las perspectivas a corto y a largo plazo de la evaluación coyuntural y las disposiciones que puedan emanar de una determinada administración pública, y los incentivos de otro tipo que pue-

den modificar las perspectivas de rentabilidad así como las circunstancias financieras en que la inversión pueda o deba realizarse, y todo ello ha de decidirse hoy pensando en un mañana más o menos lejano lleno de incógnitas.

La incertidumbre conduce al enfoque recogido en la obra, citada por el recipiendario, de Wein Gartner "Mathematical programming and the Analysis of Capital Budgeting Problems", Prentice-Hall, 1963. En un reciente libro de Hankins y Pearse "Evaluación de las Inversiones", edición española de 1974, se presenta una simplificación al señalar que la estructura del riesgo depende: *A*) del grado de correlación entre los dos proyectos, y *B*) de las diferencias en riesgo, lo que lleva el análisis de sensibilidad.

Hemos de recordar también, que en la obra de "Les techniques modernes de gestión des entreprises" dirigida por Hierche, en 1961, obra realizada con la colaboración de un selecto grupo de economistas franceses, se establece que la empresa que realiza una inversión consiente en realizar un gasto presente para asegurarse en el futuro un ingreso (capítulo 24), y que, por tanto, como señala el doctor de la Torre, el stock de capital está modificado constantemente por unos flujos dinámicos empresariales por lo que hemos de aceptar, como lo hace el doctor de la Torre, que cuando pasamos revista a la teoría microeconómica tradicional observamos que en términos de la estática comparativa no se ha conseguido justificar una función que relacione la inversión con el tipo de interés.

Es en este momento cuando podemos valorar en toda su magnitud la aportación que en su discurso nos ha hecho el doctor de la Torre quien en el campo macroeconómico intenta buscar una razón al axioma "ahorran los consumidores e invierten las empresas".

Esto nos lleva a otras espinosas cuestiones, *por qué, cómo, cuándo y cuánto* pueden ahorrar los consumidores. Henderson y Quandt en su "Teoría microeconómica", Ariel, 1962, en el resumen del capítulo 8.º con que cierra sus consideraciones, hace intervenir el índice de utilidad del consumidor y entonces aparece otra incógnita de difícil evaluación anticipada, la tasa de inflación que hace surgir la inquietante pregunta ¿ahorrar, para qué? Con ello se da nueva actualidad a la teoría austríaca de Böhm-Bawerg de que los bienes actuales tienen un mayor aprecio que los bienes futuros. Además, en el campo de las decisiones a nivel individual, puede acaecer que a una generación de hombres que sacrificaron su presente por

un futuro puede suceder otra generación, más o menos “hippy”, que considere su bienestar no por la cantidad de bienes materiales que tiene a su disposición, o que podrá tener a su disposición, sino por el grado de satisfacción íntima que pueda obtener de los pequeños goces que ofrece la naturaleza, y entonces puede dejar de existir ningún interés por ahorrar eliminándose la base de la inversión.

El comportamiento del individuo-consumidor influye poderosamente en las decisiones del individuo-empresario, pues decide una inversión con idea de producir o seguir produciendo unos productos susceptibles de ser enajenados con beneficio. Las decisiones microeconómicas por un proceso de agregación establecen los caracteres funcionales de la actividad macroeconómica y los pretendidos dirigentes de esta actividad macroeconómica al tratar de influir o modificar el flujo inversor, originado en las decisiones individuales y empresariales, que modifican el capital-stock, no sólo deben tener en cuenta la influencia de la tasa de interés, que no es necesariamente la única determinante, sino ponderar adecuadamente en su conjunto los múltiples factores que pueden determinar la conducta de los dirigentes empresariales que al frente de estos entes de concepción abstracta que denominamos empresas, actúan como seres humanos de complicadas reacciones psicológicas y que tratan siempre de establecer constantes diagnósticos del porvenir en base de un complejo de informaciones internas y externas, más o menos exactas, en un ambiente de riesgo e incertidumbre.

Una última observación viene obligada por el meritísimo trabajo del doctor de la Torre. En los modelos usuales se presenta la inversión como variable dependiente de la tasa de interés. La observación de la actividad financiera usual puede llevar a considerar imposible trastrueque de términos, ya que la tasa de interés es a su vez variable dependiente, en función de la masa de capitales disponibles y de los flujos de demanda de financiación y de creación de dinero. La demanda de financiación es en parte motivada por la propia inversión. La senda para intentar llegar al modelo econométrico resulta entonces más intrincada al tener las dos variables (flujo-inversión y tasa de interés) en algún sentido interrelación o mutua dependencia, creándose — haciendo abstracción de los otros determinantes de la decisión — un posible mecanismo de autorregulación; a más demanda de financiación para invertir mayor tasa de interés y al aumentar ésta, si fuese cierto el postulado que el doctor de la Torre no considera suficientemente demostrado, menor demanda de bienes de capital que ac-

tuará haciendo disminuir las tasas de interés, produciéndose una mayor propensión al gasto; con ello, un nuevo acicate del consumo que puede repercutir sobre las perspectivas empresariales de colocar un mayor volumen de producción y el deseo de invertir.

El entramado inversión-producción-consumo-ahorro en su actual proyección histórica obliga a una continuada revisión de toda la Teoría económica, tarea a la que el doctor de la Torre aporta un meritorio trabajo.

Al llegar a este momento, me doy cuenta que en mi respuesta al discurso científico del compañero doctor de la Torre he procedido con la aparente alada inconsciencia de una mariposa, revoloteando de un tema a otro sin entrar demasiado en el fondo del trabajo realizado por el nuevo académico. La mariposa en su revoloteo, aparentemente errático, tiene un sólo objetivo: observar el néctar que le es necesario. En mí quizá deslabazada disertación he tenido también un sólo objetivo llevar al ánimo de los oyentes, como reconoce el propio doctor de la Torre en las últimas palabras de su discurso, que en la *Teoría de la inversión* — en economía capitalista — no se ha dicho todavía la última palabra; que las aportaciones que están realizando los economistas representan intentos de aproximación a una solución ideal y que son muy de agradecer las aportaciones que cada uno está realizando. Entre ellas, por propio mérito, habrá de destacarse el estudio que nos ha presentado el doctor de la Torre, de cuya colaboración para los trabajos de la Academia tanto esperamos.

Mi sincera felicitación al amigo de la Torre por el esfuerzo realizado demostrativo de su profundo conocimiento de la teoría económica y perdón de si no he sabido estar a la altura de su profundo estudio.

He dicho.

Marzo de 1975

