

## **B) COMUNICACIONES**

### **CONSIDERACIONES SOBRE LA DECISIÓN DE INVERTIR**

**Del Académico Numerario  
EXCMO. SR. DR. D. ANTONIO GOXENS DUCH**

Aceptado el principio que es preciso ahorrar para producir inversión, para que exista el ahorro es necesario que a nivel de unidad económica (familiar y empresarial) el Ingreso sea superior al Consumo. Ahora bien, el Consumo, a nivel familiar, no tiene prácticamente —para una inmensa mayoría de familias— límite superior, de lo que se deduce que para que aparezca el ahorro es condición necesaria que, básicamente haya voluntad de ahorrar, lo que lleva en sí la voluntaria decisión de limitar en alguna forma el consumo posible, ciñéndose a un determinado nivel de vida, más o menos alto y regular, según las posibilidades y ritmo del ingreso.

La unidad familiar puede gastar todos sus ingresos en consumo si no existe la voluntad de ahorrar. Se presenta, entonces, la cuestión, a nivel individual, de contestar a la pregunta: ¿Ahorrar?, ¿para qué?

Con ello el problema no queda circunscrito al plano puramente económico. Se traslada en parte a un plano de conceptos filosóficos y de posición personal ante toda la fenomenología de la vida social, de un determinado grupo humano en un marco temporal y geográfico específico.

De ahí, surge la necesidad de estudiar qué incentivos pueden tener las unidades familiares para generar ahorros.

Por ello la extensión de los sistemas de seguridad social adormecen el deseo de ahorrar de gran número de unidades familiares.

De otro lado, quien intenta ahorrar, consciente o inconscientemente, establece una comparación entre el sacrificio presente que el ahorro significa y la esperanza de un bien futuro obtenido por la rentabilidad de su

ahorro. Esta comparación se va perfilando, día a día, por la propia experiencia y por la experiencia ajena que se constata a través de lecturas y conversaciones. Cuando se ve que el ahorro de ayer, por efectos de la inflación y de los avatares de determinadas políticas económicas, no representa una seguridad económica para hoy, ¿quien siente el estímulo necesario para ahorrar?, ¿quien sacrifica el goce presente por un futuro goce incierto?

De ello puede deducirse que la unidad familiar siente adormecido su posible deseo de ahorrar, que requiere un sacrificio presente, por varios motivos, entre los que pueden hallarse con peso mayor:

1.º Los sistemas de previsión social, que reducen el temor al futuro, aunque tienen otras ventajas que ahora no entramos a discutir.

2.º La erosión monetaria que se come, hablando vulgarmente, los ahorros dinerarios.

Puede argumentarse que el ahorro dinerario puede suplirse por ahorros no dinerarios, en bienes que sean refractarios a la inflación. No siempre puede conseguirse este efecto y, además, para ello se requiere una especial dedicación a la colocación de ahorros y una información que no está comúnmente al alcance del ahorrador medio. Algunos sistemas colectivos pueden suplir esta carencia, pero la experiencia de algunos procedimientos: Fondos de inversión mobiliaria, por ejemplo, no está resultando tampoco halagüeña. De otra parte, la colocación de ahorros no dinerarios, casi siempre requiere un período de acumulación dineraria durante el cual la inflación produce su mella.

Los sistemas de previsión social —Seguros sociales obligatorios y Seguros voluntarios— producen un hecho de consecuencias económicas trascendentales: la sustitución del ahorro individual por el ahorro institucional y la ingerencia de quienes detentan el poder político en la distribución de las masas ahorradas. Cualquier régimen de aparente libertad de empresa queda así teñido de dirigismo económico socializante ¿para bien o para mal?. De momento no me atrevo a diagnosticarlo.

Solamente puede anticiparse que el ahorro individual puede encauzarse fácilmente hacia la mediana empresa; en cambio, el ahorro institucional, dirigido por los políticos, tiende a llevarse hacia la gran empresa y hacia las inversiones estatales.

Descartada la inseguridad del futuro lejano como incentivo al ahorro, queda el deseo de ahorrar para cubrir consumos, relativamente extraordinarios, a plazo medio. Es el ahorro para un gasto futuro planeado anticipadamente cuya motivación es también en buena parte eliminada por los sistemas de ventas a plazos y el crédito.

Si la unidad individual gasta todos sus ingresos en consumos inmediatos, su efecto es estimular la producción pues el consumo tiende a crecer y, entonces, la necesidad de ahorrar se transfiere de las unidades familiares a las empresas. Son éstas las que han de obtener beneficios para crear reservas que permitan la autofinanciación de su expansión productiva.

Conseguir beneficios requiere que el Ingreso Neto sea superior a los Costes, y además, que la Imposición fiscal no absorba todo el margen para permitir retribuir adecuadamente el capital invertido (sin lo cual no hay incentivo empresarial) para que puedan hacerse reservas. Al hablar de beneficio neto hemos de entender el realmente conseguido, previa eliminación de los efectos de la inflación.

Si las disposiciones estatales, preponderantemente las fiscales, no facilitan que las empresas tengan realmente un remanente para constituirlo en reservas la inversión futura queda también dificultada.

Hay otra cuestión a dilucidar ¿cuando invierte la empresa?

Hay que separar la gran empresa cuyas decisiones son tomadas por dirigentes profesionales, individual o colegiadamente, de la mediana empresa en que la figura personal del empresario es todavía preminente.

En las primeras, las decisiones de inversión están básicamente determinadas por el análisis costes-beneficios de múltiples y variadas alternativas, en cada una de las cuales el dirigente profesional puede ser que se juegue, personalmente, muy poco y los errores se difuman en el seno de la dirección colegiada.

En las segundas, en que la personalidad del empresario está todavía bien definida, no solamente influyen los resultados del análisis costes-beneficios, sino otras consideraciones: el deseo de seguir aparentando un status; de mantener una situación; de conservar una tradición; de afectación hacia una forma de hacer, hacia unas personas que colaboran desde muchos años en la empresa, etc... Los empresarios mantienen sus negocios a veces, no simplemente por la esperanza de ganar dinero, sino por complejas reacciones de la propia *psiquis* ante una historia que se proyecta hacia el futuro y por una inercia que es difícil en ocasiones romper.

Entre estas complicaciones de la *psiquis* personal sigue teniendo particular importancia la de poder seguir sintiéndose "dueño", manteniendo una parcela de poder económico —a veces muy reducida— que satisfaga el propio ego. Cuando esta satisfacción tiende a desaparecer, también tiende a desaparecer el deseo de ser empresario y, por tanto, el deseo de invertir.

La gran empresa y la mediana empresa pueden tener motivaciones muy diferentes para seguir invirtiendo. Y aunque parezca paradójico, la gran empresa en su análisis costes-beneficio, cuyas variables son numerosas y prácticamente imposible de reducir a un modelo matemático de resultados seguros, tiende al conservadurismo. Se invierte cuando el futuro se ve medianamente claro y se retrae la inversión cuando al avizorar el futuro económico se le ve lleno de incertidumbres; el dirigente profesional empresarial que "ha llegado", desea conservar su puesto y disfrutar del mismo y esto tanto puede aplicarse a las grandes empresas capitalistas como a los entes productivos de las economías socialistas.

En cambio en el empresariado se da más el "jugador" que siente la coronada de una inversión y se atreve, siempre y cuando no se sienta excesivamente mediatizado en sus decisiones por arriba (decisiones gubernamentales) ni por abajo (asalariados que discuten sus decisiones o las boicotean).

Además se comparan las condiciones presentes y futuribles no sólo de un país sino de un ancho abanico de países que compiten por atraer capitales y crear nuevos centros productivos.

El ahorrador no piensa en términos de inversión productiva o no. Esto ha de tenerlo presente el empresario. El ahorrador sólo piensa, como antes he dicho, en términos de rentabilidad y seguridad de reintegro (inmediato o no, según las modalidades de la inversión). Es difícil que el ahorrador de pequeñas cantidades se transforme hoy en empresario o gran empresa. El pequeño ahorrador ha de actuar a través de los intermediarios financieros y entonces son éstos los que establecen, o deben establecer, la selectividad de las inversiones atendiendo a su productividad.

Aquí surge la cuestión de que el término productividad puede entenderse de muy diversas formas: productividad dineraria, económica, social, ecológica, etc., cuyas definiciones son imprecisas. Una inversión puede ser productiva para el empresario, de momento, e improductiva a la larga para una determinada zona o región. Medítense los resultados inmediatos y a largo plazo de las leyes de desamortización, con sus secuelas de desforestación, etc. Es sólo un ejemplo. Una fábrica de determinados productos químicos es más rentable si no construye plantas depuradoras de aguas residuales, pero puede destruir las cosechas de los campos regados por las aguas por ella contaminadas. Es otro ejemplo. Fabricar armamento puede ser un buen negocio para una empresa y resultar dañino para quienes sufren sus efectos destructores. Puede ser otro ejemplo y pueden ponerse muchos más. Han de existir limitaciones a la libertad de inversión lo que nos llevaría al plan-

teamiento de toda una filosofía político-social de la intervención del Poder Público en la actividad empresarial.

Sin perjuicio de ello, es conveniente meditar un poco en un aspecto relativamente poco estudiado de la inversión internacional. Actúa, por lo general, solamente con miras inmediatas; trata de conseguir beneficios y recuperar con ellos la inversión lo más rápidamente posible, no importándole retirarse una vez conseguidos sus objetivos, con lo que el pan de hoy que ofrecen puede ser el hambre de mañana y fuente de más complicados conflictos futuros.

Al no sentirse el capitalismo internacional vinculado afectivamente a ninguna nación, país, región o localidad, no le importa la destrucción futura de las condiciones de determinada zona si con ello consigue "ahora" sus objetivos. Ello ha de determinar, en mi opinión, la necesidad de vigilar estrechamente las inversiones extranjeras, su vinculación al país y sus futuras consecuencias.

Para invertir es condición inicial "querer hacerlo" y luego "poder hacerlo"; ha de existir el deseo de invertir y luego la posibilidad de invertir. La simple posibilidad puede no engendrar el deseo y éste, por sí solo, no es suficiente.

Hay que pensar, primero, cuales son las motivaciones que determinan el deseo de invertir, para luego, supuesto la decisión de invertir, estudiar si se puede llevar a la práctica la decisión.

Es, pues, esencial, el estudio de la motivación de invertir. Sin ella, todas las demás consideraciones fallan por su base.

La motivación puede aparecer en quien ya es empresario (individual o social). También cabe surja en quien no es todavía empresario. Las motivaciones son diferentes en uno y otro supuesto.

La empresa en funcionamiento puede invertir:

a) Para mantener su "status", principalmente en orden a la cuota de mercado que ha conseguido al nivel de producción y al promedio de beneficios.

Mantener un "status" puede implicar nuevas inversiones, pero no aumento de empleo. Es posible que precisamente el mantenimiento del "status" se logre reduciendo el número de puestos de trabajo, objetivo hacia el que tienden actualmente muchas empresas.

b) Para incrementar su actual "status", lo que también puede alcanzarse con inversiones de tecnología más avanzada, sin aumento de puestos de trabajo.

Por tanto, más inversión no significa necesariamente más puestos de trabajo. Pretender conservar un nivel de empleo, a nivel empresarial, puede

representar, precisamente, no hacer nuevas inversiones; rehuir nuevas tecnologías y perder situación en orden a mercado y beneficios.

Mantener o no mantener un "status" tiene en el fondo siempre una motivación básica; la rentabilidad, asegurando a la par el reintegro de la inversión efectuada. Asegurar la rentabilidad adecuada es la primera obligación empresarial; si no se consigue, la empresa se hunde.

Fundamentalmente, el análisis costes-beneficio es imprescindible y se decide invertir o no según resulte del precitado análisis. El resultado de este primer análisis puede no tener un valor absoluto por la dificultad de situar en un modelo econométrico, con exactitud, la totalidad de los parámetros que determinan la proyección futura de la empresa ante una coyuntura económica dada. Existe siempre un riesgo de incertidumbre que difícilmente puede valorarse estocásticamente por la imposibilidad de poder prever todos los condicionantes que en los próximos, cinco, diez, quince o veinte años van a determinar el auge o marasmo de una determinada actividad empresarial.

No todo, no obstante —como ya he dicho—, es la comparación costes-beneficios. Esta puede resultar imprecisa y en situaciones dubitativas, muy frecuentes, otras consideraciones pueden incidir para inclinar el juicio hacia la inversión o hacia la desinversión; entre otros, podemos encontrar:

- deseo de seguir aparentando o manteniendo un *status*,
- consolidar una situación alcanzada,
- conservar una tradición,
- afección hacia una forma de hacer o de sentir,
- afección hacia unas personas,
- cansancio psíquico que acarrea el deseo de no seguir luchando,
- deseo de retirarse por haber alcanzado un objetivo personal.

En la gran empresa, con dirección colegiada, la decisión puede ser más fría y depender más directamente del análisis económico, salvo que a pesar de la dirección colegiada exista un "leader" dominante. Si éste aparece, al igual que en la empresa, la personalidad del "leader" y sus reacciones, de análisis psicológico muy complicado, pueden ser preponderantes; y tomar decisiones viscerales, aún en contra del frío análisis económico.

Quienes toman las decisiones son personas que reaccionan no sólo con su cerebro sino con la integridad de su soma y de su psiquis. Por ello, he mantenido en anteriores ocasiones que para que haya inversiones es condición primordial que se quiera invertir, y para que surja este "querer" hay que tener confianza en que se conseguirá una rentabilidad suficiente, se

conservará la propiedad de la inversión y se mantendrá o acrecentará la satisfacción del propio "ego" (individual o colectivo).

Hay que diferenciar además la inversión del "gran capital internacional" de la del pequeño capitalista.

El gran capital internacional puede hacer probaturas arriesgadas de inversión si en estas inversiones emplea un relativamente pequeño porcentaje de sus disponibilidades. El pequeño capitalista es más timorato y conservador, por lo que muchas veces no se arriesga a ser empresario para conformarse simplemente, en ser rentista, cuyos ahorros afluyen a las Instituciones financieras como las gotas de pequeña lluvia que nutren el arroyo que luego se transforma en el gran río. En los actuales tiempos, se acentúa la desaparición del pequeño capitalista; sus disponibilidades se transforman en una mera cuenta acreedora de la gran banca.

Entonces ha de analizarse cómo invierte la gran banca.

Para ésta la consideración básica es el análisis costes-beneficios tratando de estudiar estadísticamente el número mayor posible de parámetros económicos, políticos y sociales; sus decisiones tratan de crear condiciones de monopolio o cuando menos de oligopolio, para lo cual es necesario aprovechar (y en algunos casos crear) las adecuadas situaciones políticas. Se entremezclan una maraña de "líneas de fuerza" económicas, sociales, políticas, resultando muy difícil llegar a determinar el motivo de las decisiones de invertir que no se limitan a una sola empresa sino que inciden en un complejo de empresas, con vínculos entre sí más o menos conocidos.

En términos generales, pues, las decisiones de inversión pueden obedecer a un cúmulo de causas y circunstancias variables en el tiempo y en el espacio que hacen que la decisión individual quede supeditada a una coincidencia que alguien se atrevería a calificar de cósmica, siendo difícil dilucidar si el conjunto de decisiones individuales crean esta conciencia o su existencia predetermina las decisiones. Por ello en este campo nos encontramos con el gran enigma del "pathos" de las clásicas tragedias griegas. ¿Actuamos también en el campo empresarial porque así lo decidimos o nuestra decisión está ya predeterminada por poderes superiores al empresario aislado?

Reconociendo nuestras limitaciones humanas, hemos de observar que quien toma la decisión es un conjunto humano, que trata de luchar contra el fatalismo y toma decisiones a pesar de no tener cabal conocimiento de todos los parámetros, contando que su limitado conocimiento es suficiente para ello, exclamando un "*inshallah*", conformándose cuando los hechos

hunden una y otra vez los proyectos mejor elaborados; sin perjuicio de volver a reincidir en esta lucha constante.

En resumen, el análisis costes-beneficio es el fundamento de la teoría de la inversión, pero la decisión viene influenciada por un conjunto complejo de circunstancias y concausas de larga enumeración. Es, en todo caso, de la máxima importancia confiar en la seguridad del futuro y en la satisfacción del propio ego de quien decide invertir.

En el supuesto de que haya decisión de invertir aparece la cuestión, ¿se cuenta con medios financieros para realizarla?

La cuestión queda reducida a unas sencillas preguntas:

1 — La inversión ¿producirá beneficios netos suficientes para remunerar al capitalismo puro, además de retribuir al esfuerzo empresarial y al riesgo de la incertidumbre?

2 — El reintegro del capital invertido ¿quedará asegurado por una adecuada política de amortizaciones?

3 — Las condiciones económicas, políticas y sociales del ámbito en que se realiza la inversión, ¿permiten asegurar que la respuesta que hoy podemos dar a las dos preguntas anteriores se mantendrá en el futuro el tiempo suficiente para poder reintegrar, en dinero de capacidad adquisitiva real análoga, el montante de la inversión realizada, habiendo dado la adecuada rentabilidad?

Si las respuestas a las anteriores preguntas son afirmativas los capitales financieros pueden conseguirse, teniendo en cuenta que en el mercado internacional de capitales rige draconianamente la ley de la oferta y de la demanda. Los flujos dinerarios se dirigirán inexorablemente hacia aquellas inversiones que contesten "mejor" a las preguntas formuladas; es decir, a quien ofrezca más rentabilidad, más seguridad y más estabilidad. También a veces se dirigen a lo "menos malo".

Todas las demás consideraciones sólo son en su fondo dos:

1 — Aportación ajena a la empresa; en forma de capital o en las distintas modalidades del préstamo, y

2 — Autofinanciación, por generación de beneficios que no se reparten.

Existe una forma híbrida que aparentemente es una financiación ajena y en su fondo una modalidad de la auto-financiación.

Aparece cuando una empresa reparte dividendos y los preceptores los reinvierten en la misma empresa en forma de capital o de préstamos.

Las pretendidas diversas fuentes de financiación son solamente modalidades de presentación de las dos enumeradas ut supra. Los incentivos



ofrecidos por las reglamentaciones de la Administración a distintas modalidades, en mi opinión, son medios de complicar las relaciones entre los aportantes de dinero y la empresa que lo recibe, buscando favorecer más que a la empresa receptora de financiación a los intermediarios financieros que propugnan uno u otro proceso según las ventajas comparativas que para ellos se presentan.

Pueden estudiarse, en un momento dado y para un país determinado las distintas modalidades: Préstamos a corto, medio y largo plazo, representados por títulos-obligaciones por pagarés, por pólizas de crédito o por otro instrumento crediticio. Préstamo simple o con garantía específica. Hipoteca inmobiliaria, mobiliaria, leasing, etc... Aportación en forma de capital-acciones. Pero siempre las cuestiones básicas son las mismas:

- Ofrecer adecuada rentabilidad;
- Garantizar el reintegro de la aportación.

Esta segunda condición no es preponderante sólo para el prestamista; lo es también para el inversor-propietario; sea empresario individual, sea socio o accionista de una sociedad. Siempre se actúa con la esperanza de poder recuperar lo invertido en un negocio concreto y determinado.

Por tanto, en vez de preocuparse de prolijas reglamentaciones de las distintas modalidades de la inversión, ha de ser suficiente crear las condiciones para que la empresa pueda ganar lo necesario (condición de rentabilidad) y conservar una sustancia patrimonial con suficiente liquidez financiera (condición de recuperación de la inversión).

Entonces, decidirse por una u otra fuente de financiación es una cuestión circunstancial o coyuntural.

Insisto en que se resume el problema a una cuestión de confianza del posible inversor hacia la empresa, centrada en las dos preguntas sobre las que vengo insistiendo:

¿Es adecuada la rentabilidad?, ¿se podrá reintegrar lo invertido?

Al contestar a una y otra pregunta hay que tener en cuenta la problemática planteada por la endémica inflación. Al valorar las respuestas han de cuantificarse en unidades monetarias constantes.

Resumiendo las quizás deshilvanadas ideas que se han expuesto entiendo que de subsistir las características socio-económicas que caracterizan la coyuntura española de los recientes años, encontramos:

Que la unidad familiar tiene menos propensión al ahorro, de donde una de las fuentes clásicas de la inversión está agotándose.

Que la autofinanciación empresarial está dificultada por falta de

suficientes beneficios de una mayoría de empresas, lo que a su vez amortigua el deseo de invertir de quien espera de su inversión una rentabilidad adecuada.

Que la falta de ahorro familiar tiene que suplirse por el ahorro institucional el cual es objeto de dirigismo excesivo y desemboca en una pseudo-socialización empresarial.

Que el empresario mediano se siente acogotado, y por ello actúa con desánimo, porque no ve claro el futuro, no se siente dueño de sus actos, no tiene suficiente información del porvenir.

¿Soluciones?

Pecaría de presuntuoso si me atreviera a proponerlas. No obstante, entiendo que debe actuarse tanto en el campo psicológico como en el de medidas económicas determinadas, sin pretender que a finales del siglo XX la Economía se rija por las teorías incubadas a caballo entre el siglo XIX y el actual. En mi opinión, como base:

— Es necesario un gran pacto social, claro, rotundo, concreto que defina bien las reglas del juego económico.

— Es necesario atajar la inflación.

— Es conveniente ilusionar a los empresarios que tienen todavía una difícil misión que cumplir, misión necesaria para el mejor desarrollo social.

— Tiene que establecerse un sistema fiscal que aliente, sin excesivas cortapisas, al empresario.

— Y, sobre todo debe crearse confianza en el futuro, señalando con precisión a donde se quiere ir y manteniendo con seguridad el rumbo. Las indecisiones constantes de la política socio-económica de nuestro país no alientan ni el ahorro ni la inversión