

SISTEMA 259

CARLES MANERA
Y
JOSÉ PÉREZ-MONTIEL

**Caída de la inversión,
un antecedente estructural al coronavirus**

SEPTIEMBRE 2020

Caída de la inversión, un antecedente estructural al coronavirus

Investment drop, a structural antecedent to the coronavirus

Carles Manera
(Universidad de las Islas Baleares)
carles.manera@uib.es

José Pérez-Montiel
(Universidad de las Islas Baleares)
jose.perez@uib.es

RESUMEN

El artículo tiene como objetivo analizar si existían signos de crisis económica antes de la irrupción de COVID-19. Se han utilizado bases de datos sobre rendimientos del capital desde el momento en que nuestra hipótesis se centra en una posible caída de la productividad del capital –más que de la productividad del trabajo–, lo que remite al problema a la inversión. La búsqueda de nuevos nichos inversores va a constituir un reto importante para la economía. La función del sector público va a ser determinante.

Palabras clave: Inversión pública, productividad del capital, coronavirus, economía mundial.

ABSTRACT

The article aims to analyze if there were signs of an economic crisis before the COVID-19 outbreak. Capital returns databases have been used since the hypothesis focuses on a possible fall in capital productivity –rather than in labor productivity–, which refers the problem to investment. The search for new investment niches will be a major challenge for the economy. The role of the public sector is going to be decisive.

Key words: public investment, capital productivity, coronavirus, world economy.

1. INTRODUCCIÓN

Por su origen, la crisis de la COVID-19 es distinta. El enfrentamiento a una recesión tiene, sin embargo, trayectorias contrastadas. Las medidas rígidas, estrictas, sin márgenes a la flexibilidad o a repensar las actuaciones, han conducido siempre a retrasos en la recuperación o a acentuar las consecuencias sociales negativas de las crisis. Pasó en los años treinta y en la Gran Recesión de 2008, por citar los dos grandes retrocesos económicos –hasta la irrupción de la Gran Reclusión, la del coronavirus– que se conocían en los últimos ochenta años. Por otro lado, las orientaciones más disruptivas,

Recibido: 20/05/2020
Aceptado: 25/07/2020

con la utilización de las herramientas disponibles en el cajón de los gobiernos y de los bancos centrales, han sido siempre más efectivas: expansión del gasto público, avance del gasto social, programas de inversión, flexibilización monetaria. Lo vimos a partir de los años cuarenta,¹ y lo apreciamos con la crisis de 2008, particularmente en Estados Unidos, donde la recuperación fue mucho más rápida que en Europa, presa de la ortodoxia. Por tanto, si los orígenes de la crisis del coronavirus son muy distintos a los de otras recesiones, las posibles salidas, *grosso modo*, se conocen. ¿Cuál debe escogerse? La ideología interviene por encima de los resultados empíricos.

Los partidarios de las soluciones ortodoxas se refugian en el instrumental o del neoliberalismo. Empiezan a proliferar artículos académicos y de divulgación en blogs sobre la importancia de hacer nuevos ajustes que supongan control de las cuentas públicas, equilibrios presupuestarios a ultranza y la invocación al riesgo inflacionista. Estas ideas están saliendo, una vez más, de sus escondites. Estaban ahí, agazapadas, ante la enorme tormenta que reclamaba al Estado la adopción del protagonismo central, la resolución de todo: la previsión, la dotación, la financiación, los resultados... sabedores, esos embozados, que los errores se imputan siempre a los gobiernos.

Ahora bien, la tesis de que el origen de la crisis del coronavirus debe situar a la economía en su estado previo a la pandemia cuando esta acabe, tiene algunas turbulencias. La más importante es la posibilidad de que, antes de la irrupción del virus, pudieran existir factores de riesgo económico que ya no se ubicarían en el terreno estricto de las epidemias biológicas. Sobre esta consideración, el presente trabajo tiene como objetivo apuntar reflexiones concretas a partir de indicadores directos e indirectos sobre las productividades del capital –antes de 2020– en las economías de Estados Unidos, las principales europeas y la española. Este aspecto se detallará en el segundo apartado del estudio, tras esta introducción. El tema infiere problemas de inversión, de manera que se ha creído oportuno abordar en el tercer punto del trabajo un aspecto clave: el de los multiplicadores fiscales. El estudio se cierra con unas reflexiones finales a modo de conclusión.

2. ÉSTA VEZ SÍ ES DISTINTO, PERO CON ALGUNOS ANTECEDENTES CONOCIDOS

Los orígenes de la crisis que nos abate son víricos. Resultaría difícil negar, de entrada, esta evidencia. Esta situación ha supuesto la inducción, por parte de los gobiernos, de un coma profundo a la economía durante muchas semanas, algo insólito en la historia económica. El despertar gradual del enfermo se deberá auscultar con cuidado. Y aquí los diagnósticos y recetarios, *grosso modo*, pueden ser distintos. Dos enfoques principales predominan:

a) La noción de que la crisis está generada por causas biológicas que han impactado sobre una economía que parecía funcionar razonablemente bien, ha inferido una conclusión: cuando pase la pandemia, hay que regresar al estado en el que estaba la economía antes del mes de marzo de 2020. En esta tesis, la presunción es que la economía no padecía problemas estructurales –sin tensiones inflacionistas, sin burbujas económicas aparentes– y que, por tanto, la superación epidemiológica nos debe llevar a estimular,

¹ Datos sobre gasto público y evolución del PIB en: S. Marglin-J. Schor (Edits.), *The Golden Age of Capitalism. Reinterpreting the Post War Experience*, Clarendon Press, Oxford, 1990; Angus Madison, *The World Economy: a millennial perspective*, OCDE, París, 2010; E. Tello et aliter, *L'acceleració del creixement*, Fundació per a la Universitat Oberta de Catalunya, Barcelona, 2014.

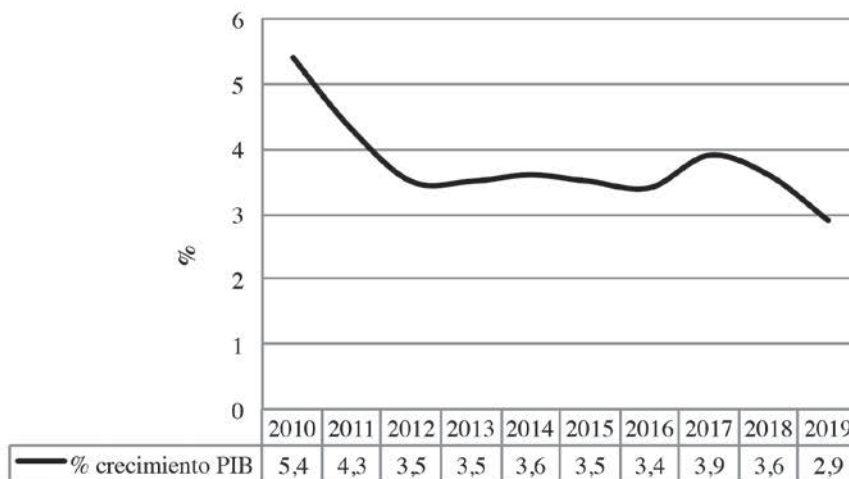
una vez más, los mismos resortes. En otras palabras: la misma política económica, idéntico modelo de crecimiento.

b) El coronavirus ha podido acelerar una crisis económica cuyas larvas ya se encontraban en la base del sistema, antes del estallido vírico. Indicadores como los relativos a la formación bruta de capital y los relacionados con los beneficios empresariales, podrían sugerir que la economía se encontraba ya con problemas que, de manera gradual, hubieran ido apareciendo y que el coronavirus ha contribuido a camuflar. Adoptar esta visión implica asumir otra tesis, que la forma de crecer era problemática –alto consumo de recursos naturales, precariedad laboral, dificultades demográficas, excesivo endeudamiento de las familias, retos tecnológicos–, y los nichos posibles de inversión no se estaban activando por lo que una de las lecciones del golpe abrupto del coronavirus debiera ser repensar los modelos de crecimiento.

En este trabajo, nos situamos en el supuesto b. Para analizar esto, la evolución mundial del PIB puede ser útil como primera idea. El gráfico 1 recoge esta magnitud: el PIB, desde 2010, ha ido retrocediendo o manteniéndose muy estable. En 2019, el cierre del año ha sido de caída en relación con los nueve años precedentes, una pérdida de más de un punto porcentual en algunos años. Es decir, a pesar de los mensajes muy optimistas sobre la trayectoria económica mundial, los datos sugieren conclusiones distintas: el crecimiento de la eurozona, por ejemplo, fue un 11% inferior durante el 2019 al promedio de la década, mientras los mercados emergentes han experimentado caídas del orden del 27% con respecto a dicho promedio.²

GRÁFICO 1

Tasa de crecimiento del PIB mundial, en %



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del Fondo Monetario Internacional.

² Michael Roberts, *Profitability, Investment and the pandemic*. <https://thenextrecession.wordpress.com/author/bobmckee/>, 17 de mayo de 2020.

Estos números sugieren, por tanto, que podían existir ya signos de pérdida de fortaleza en la economía mundial antes de la irrupción del virus. La pregunta que cabe formularse es por qué sucedía esto y, lo más relevante, por qué se debería acertar en el diagnóstico para evitar incurrir en la reiteración de errores. Algunas cuestiones se imponen. ¿Existían peligros inflacionistas antes de marzo de 2020? No, sin lugar a duda. ¿Y concentración de activos en algunas actividades? Sí, en el caso de la expansión del crédito al consumo, por ejemplo. La economía ha ido creciendo, en términos generales, gracias a que la economía financiera ha proporcionado, con los bajos tipos de interés, dinero suficiente para consumir. Esto se observa, en términos generales, en el conjunto de la economía mundial, pero se ha relegado, en este contexto, el crucial capítulo de la inversión. Las finanzas, de nuevo, eran las protagonistas: dinero barato que ha ido promoviendo ganancias en la esfera financiera, mientras que la economía «real», la productiva, se ha anclado en bajas cuotas inversoras.

Para el caso de España, las cifras (véase el Gráfico 2) reflejan caídas significativas de la productividad del capital frente al aumento de la productividad del trabajo. Obsérvese que las caídas en la productividad del capital son acusadas en los dos períodos apuntados: este es uno de los talones de Aquiles de la economía española. En otras palabras: la pérdida de eficiencia relativa de la economía española no radica en las cifras de la productividad del trabajo, sino en la trayectoria de la productividad del capital. Esto no solo lo decimos nosotros, también lo indica una institución privada como el servicio de estudios de la Fundación BB³.

Por otro lado, los datos de los gráficos 4, 5 y 6 trazan una evolución de la rentabilidad del capital en un período largo de tiempo (1950-2017), tomando como indicador de referencia el IRR (tasa interna real de rendimiento del capital)⁴. Hemos escogido unos países concretos. En todos ellos, la tendencia es claramente a la baja a partir de 1960; en España, Francia e Italia las curvas decaen esencialmente desde la década de 1970, mientras que en China y Estados Unidos se aprecia un repunte en los años ochenta, tras una tendencia ligeramente a la baja.

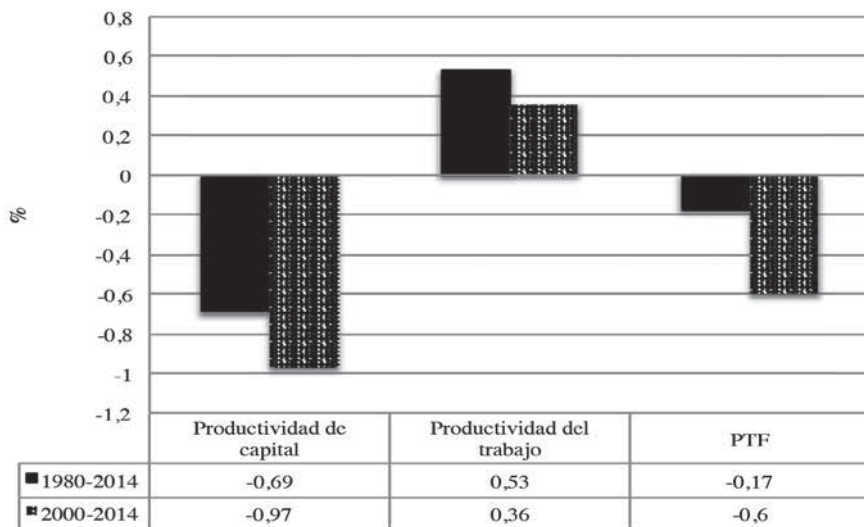
Parece claro que el marco institucional de Bretton Woods, basado en la construcción de un estado de bienestar capaz de proporcionar salarios indirectos y capacidad de consumo a casi todos, tuvo efectos positivos sobre los rendimientos del capital privado. A su vez, con seguridad, las tasas de ganancia que se apreciaban hasta entrada la década de 1970 infirieron inversiones privadas. Todo esto tuvo como resultado una fase de crecimiento de la productividad y estabilidad en la distribución de la renta, pues se observa una distribución equitativa de las ganancias de productividad entre los trabajadores y las empresas, lo que evitó que se produjeran tanto crisis ocasionadas por falta de demanda, como crisis debidas a excesivos costes laborales. En Estados Unidos, un caso que hemos estudiado con la profundidad cronológica que da la historia económica –nuestros trabajos van desde la posguerra hasta la Gran Recesión, con algún estudio que se avanza hasta 1910–, las curvas entre salarios y productividad del trabajo difieren a partir de la década de 1970 (Gráfico 3); es decir, con el fin de la llamada era keynesiana y la irrupción de la neoliberal, que comporta des-regulaciones financieras y el ataque frontal a las reivindicaciones sindicales.

³ Para más información: https://www.fbbva.es/wp-content/uploads/2017/04/NdP_Stock_de_Capital.pdf.

⁴ La sugerencia de utilizar esta variable se recoge en Michael Roberts, *op. cit.*

GRÁFICO 2

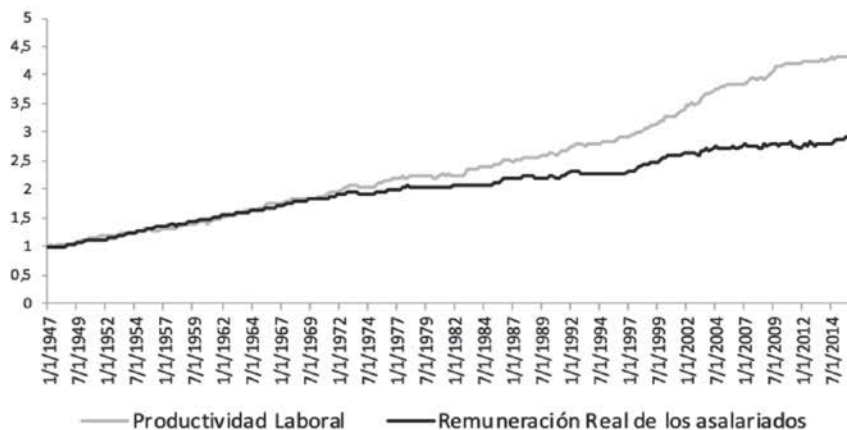
*Productividades del capital y del trabajo en España, 1980-2014.
Contribución al crecimiento de la Productividad Total de los Factores (PTF)*



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de la FBBVA (nota al pie 3).

GRÁFICO 3

Evolución salarial y productividad del trabajo en Estados Unidos, 1947-2016



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de la Federal Reserve Bank of St. Louis.

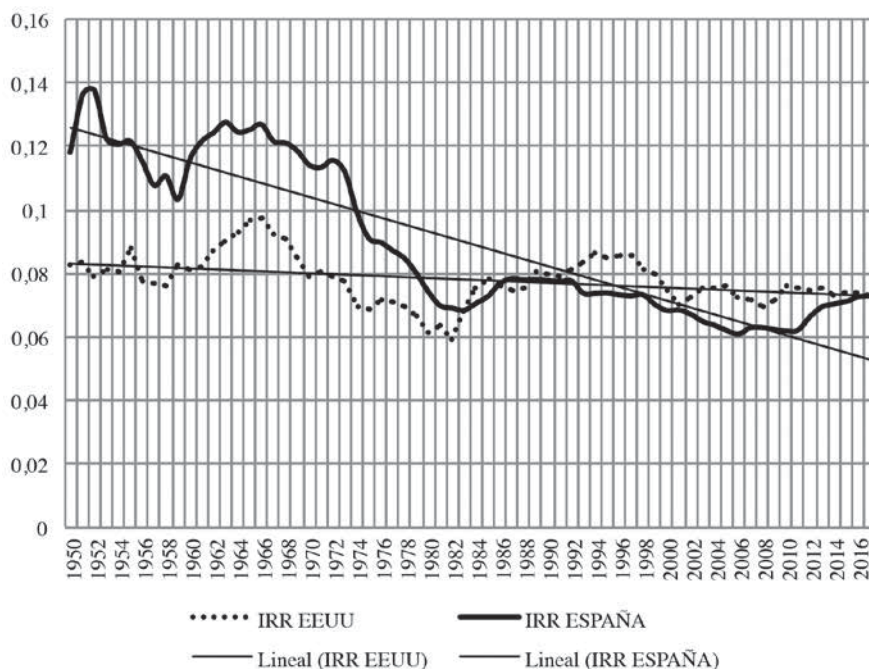
Índice 1947=1. Sectores económicos no agrícolas: output y salario por hora trabajada.

Véase también Carles Manera, Ferran Navinés, José Pérez Montiel, Javier Franconetti, «Capital productivity and the profit share in the United States: A Keynesian Approach», artículo en proceso de evaluación, 2020.

El estancamiento de la tasa de ganancia desde principios del siglo XXI se debe, principalmente, a que la productividad del capital se halla lesionada: la inversión productiva no seduce y se canalizan transferencias hacia el ámbito financiero y especulativo.

GRÁFICO 4

Tasa interna real de rendimiento del capital (IRR), 1950-2017: España y Estados Unidos (ponderado por el PIB)

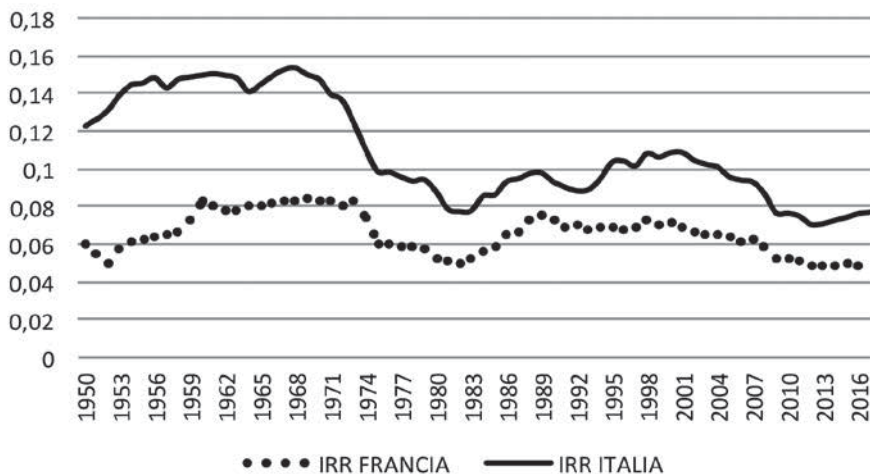


Fuente: Elaboración propia⁵.

⁵ Robert C. Feenstra, Robert Inklaar & Marcel P. Timmer (2015), «The Next Generation of the Penn World Table» *American Economic Review*, 105 (10), 3.150-3.182, disponibles en: <https://www.rug.nl/ggdc/productivity/pwt/> PENN WORLD TABLES 9.1.

GRÁFICO 5

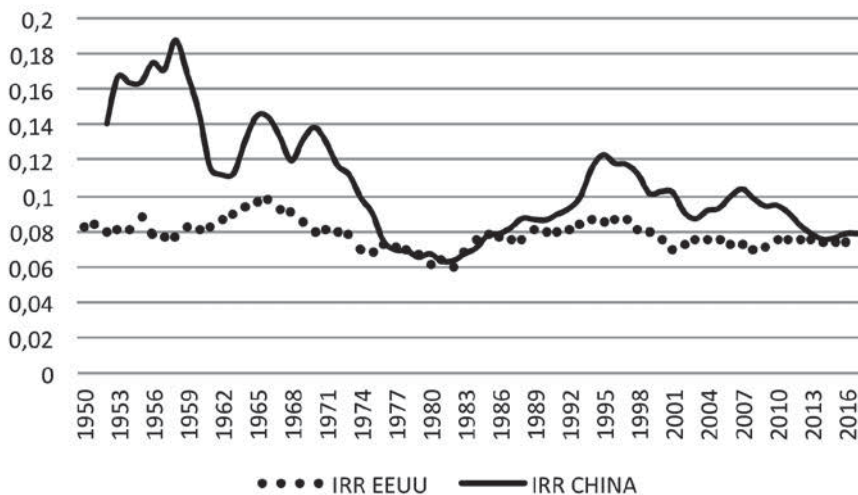
Tasa interna real de rendimiento del capital (IRR), 1950-2017: Francia e Italia (ponderado por el PIB)



Fuente: Elaboración propia (ver nota 5).

GRÁFICO 6

Tasa interna real de rendimiento del capital (IRR), 1950-2017: China y Estados Unidos (ponderado por el PIB)



Fuente: Elaboración propia (ver nota 5).

Los resultados centrales de nuestras investigaciones, referidos a la economía de Estados Unidos y de las principales economías europeas, remarcan que la pérdida significativa en el nivel de ganancias se explica por una degradación sustancial de la productividad del capital⁶. Las empresas han intentado contrarrestar esto durante la fase de regulación neoliberal con el aumento de la participación del Excedente Bruto de Explotación en el ingreso nacional y, en consecuencia, se ha reducido la participación salarial⁷. Mientras tanto, los niveles de consumo –como decíamos– se han mantenido con el incremento de la financiarización de la economía, ejerciendo el crédito como sustituto de los salarios. Nuestro análisis econométrico, a través de pruebas simétricas y asimétricas de causalidad espectral de Granger, demuestra que en Estados Unidos las disminuciones en la productividad del capital son seguidas por aumentos en la participación de los beneficios empresariales en la renta, tanto a corto como a largo plazo⁸. Sin embargo, aumentos en la productividad del capital no van seguidos de disminuciones de los beneficios empresariales en la renta. La razón es muy clara: el marco institucional diseñado a partir de la década de 1970 no permite que esto ocurra⁹.

En definitiva, en esta nueva fase de regulación que se viene gestando desde los años 70, los sindicatos han perdido poder frente al capital, de manera que la precariedad y flexibilidad laborales han aumentado enormemente, y se ha reducido así la participación salarial en la renta. Esta contracción del *wage share* no solo se debe a la pérdida de poder de negociación de los sindicatos, sino también al intento de la clase capitalista de compensar la disminución de la productividad del capital con el objetivo de restablecer su tasa de ganancia¹⁰. La pérdida del peso de los salarios y de la correspondiente capacidad adquisitiva de los hogares se ha compensado con el crédito al consumo. Este modelo de crecimiento basado en el endeudamiento privado colapsó en 2008, pero no parece que los economistas actuales lo tengan en cuenta.

⁶ Carles Manera, *La extensión de la desigualdad: austeridad y estancamiento*, Los Libros de la Catarata, Madrid, 2015. Carles Manera-Ferran Navinés-Javier Franconetti, «Distribución de la renta, beneficio y desigualdad: una aplicación a la historia económica de Estados Unidos, 1910-2010», *Revista de Economía Mundial*, (42), 2016, págs. 89-108. Carles Manera-Ferran Navinés-Javier Franconetti, «Income Distribution, Profit and Inequality: Their Role in U.S. Economic History, 1910-2010», *Economies et Sociétés (Serie 'Histoire Economique Quantitative')*, (50), 2015, págs. 877-903. Carles Manera-Ferran Navinés-Javier Franconetti, «Going out of the Great Recession? Contrast between the United States and Europe: Proposed work from economic history, 1960-2014», *Journal of Post Keynesian Economics*, 42 (2), 2019, págs. 255-273. <https://doi.org/10.1080/01603477.2018.143179>. Carles Manera-Ferran Navinés-José Pérez-Montiel-Javier Franconetti, «Crisi, desigualtat i anàlisi econòmica, 1910-2015: alguns instruments de l'economia clàssica», *Scripta Nova*, 23(610), 2019, <https://doi.org/10.1344/sn2019.23.21645>.

⁷ Costas Lapavistas, *Profiting without producing: how finance exploits us all*, Verso Books, Nueva York, 2013. Carles Manera, *La extensión de la desigualdad... op. cit.*

⁸ Todos los cálculos matemáticos en Carles Manera, Ferran Navinés, José Pérez Montiel, Javier Franconetti, «Capital productivity and the profit share in the United States: A Keynesian Approach», artículo en proceso de evaluación, 2020.

⁹ Véase igualmente José Pérez Montiel, Carles Manera, «Autonomous expenditures and induced investment: a panel test of the Sraffian supermultiplier model in European countries», *Review of Keynesian Economics*, 8(2), 2020, págs. 220-239. <https://doi.org/10.4337/roke.2020.02.05>. José Pérez Montiel, Carles Manera, «Permanent Demand and Induced Investment in the General Theory: An Empirical Investigation», *Revista de Economía Mundial*, 54, 2020, págs. 109-130.

¹⁰ En este sentido, véase también Costas Lapavistas, *op. cit.*; y R. Pariboni-P. Tridico, «Labour share decline, financialisation and structural change», *Cambridge Journal of Economics*, 43(4), págs. 1073-1102. <https://doi.org/10.1093/CJE>.

En resumen, la incesante caída de la productividad del capital y la incertidumbre sobre la evolución del consumo (que no cae, pero que se sostiene en el creciente endeudamiento de los hogares) acarrea la atonía de la inversión productiva privada. A su vez, la desaceleración inversora redundante en los rendimientos decrecientes del capital y en la disminución del *wage share* y correspondiente pérdida de poder adquisitivo de los hogares asalariados. Un círculo vicioso. Todo esto conduce a una idea medular: si se pretende una recuperación económica real que mueva, a su vez, las ruedas de la inversión productiva privada, con la génesis de beneficios, la inversión pública va a ser transcendental para romper el actual círculo vicioso en el que se encuentra el capitalismo global.

3. LOS MULTIPLICADORES FISCALES: DELATANDO LA IMPORTANCIA DE LA INVERSIÓN PÚBLICA

El impacto de la crisis del coronavirus ha puesto de nuevo sobre la mesa una posible crisis de deuda soberana en los países de Europa más afectados por la pandemia. Ello lleva a que, inevitablemente, el debate sobre los multiplicadores fiscales vuelva a estar presente. Tras semanas de desconcierto y mutismo, los economistas neoliberales vuelven a salir a la palestra y enfatizan los efectos negativos que una política fiscal expansiva desencadenaría para las economías europeas. Pese a lo que avecinan estos economistas, lo cierto es que no hay consenso en cuanto al efecto multiplicador de la política fiscal.

Recordemos que a principios de 2010 varios países de la zona Euro se vieron afectados por una crisis de deuda soberana y, con el objetivo de mantener su credibilidad financiera, tuvieron que adoptar medidas contractivas encaminadas a reducir sus déficits fiscales. Estas políticas los sumergieron en una dura etapa de estagnación económica y elevadas tasas de desempleo que les acarrearón importantes costes en la esfera social y humanitaria. Sin embargo, en muchas de estas economías la ratio deuda-PIB no cayó, sino que aumentó. Esta aparente contradicción reavivó el debate sobre los multiplicadores fiscales. La contradicción alcanzó tal magnitud que el Fondo Monetario Internacional (FMI), en el pasado el mayor exponente y defensor de las medidas de consolidación fiscal, tuvo que cuestionar su efectividad. El propio economista jefe del FMI, Olivier Blanchard, afirmó que el multiplicador fiscal probablemente era mayor al que previamente la institución había considerado¹¹.

La transcendencia de esta aportación, de una encomiable honestidad intelectual (ya que el propio Blanchard era el autor del trabajo citado de 2008) y sustentada sobre más de treinta investigaciones realizadas entre 2008 y 2012, se concretó en unos puntos esenciales tras una profunda revisión de los parámetros macroeconómicos:

- En fases de depresión y de trampas de liquidez (tipos de interés cercanos al cero), el multiplicador fiscal puede superar con creces la unidad.
- Se establece una horquilla que sitúa los multiplicadores, según los países, entre 0,9 y 1,7 puntos porcentuales, con lo que se concluye que los efectos de las políticas de austeridad resultaron mucho más negativos de lo esperado y explicaría, entre otros elementos, los fallos de cálculo de las instituciones, y a su vez el crecimiento notable de la desigualdad.

¹¹ Véase: «Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers», FMI, *working paper* 13/1, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2013/wp1301.pdf>.

- Urge diagnósticos más rigurosos de la realidad económica, toda vez que los errores supusieron la adopción de políticas económicas muy duras sobre todo en los países del sur de Europa, con resultados negativos para su cohesión social.

En el mundo académico existe una muy amplia literatura sobre multiplicadores fiscales. Pese a que no hay consenso sobre el abordaje empírico ni teórico de la materia, en general, la mayoría de las investigaciones indica que los multiplicadores fiscales son inferiores a uno. Sin embargo, buena parte de estos trabajos estudian el impacto del gasto público agregado sobre el PIB, y no se centran en el efecto de los distintos componentes de este (consumo e inversión). Esto resulta curioso, sobre todo si se tiene en cuenta que tanto el FMI (2014) como la Comisión Europea (2014) sostuvieron que la inversión pública constituye un pilar fundamental del crecimiento económico¹². Uno de los pocos trabajos que analizan el multiplicador fiscal de la inversión pública es el reciente de Deleidi, Iafrate y Levrero, en el que estudian si la inversión pública genera efectos permanentes y persistentes sobre el nivel de actividad económica en once países europeos durante el período 1970-2016¹³.

Hasta ahora, en la literatura sobre multiplicadores fiscales se han empleado fundamentalmente modelos estocásticos de equilibrio general (DSGE), basados en expectativas racionales y agentes previsoros. Sin embargo, tal y como indica Gechert, el valor del multiplicador que obtienen estos trabajos depende fundamentalmente de la especificación del modelo¹⁴. También existen investigaciones empíricas que intentan minimizar la relación teórica impuesta a las variables de estudio, como las basadas en modelos vectoriales auto-regresivos estructurales (SVAR). Deleidi, Iafrate y Levrero, por su parte, utilizan el método de proyecciones locales, que es más robusto a especificaciones erróneas y se adapta fácilmente a relaciones altamente no lineales y flexibles entre las variables, tal y como indican Dell'Erba *et al*¹⁵.

Los resultados de Deleidi, Iafrate y Levrero sugieren que el efecto de la inversión pública sobre la renta es positivo y permanente, tanto en el corto como en el largo plazo. Además, estos autores revelan que el multiplicador fiscal es aproximadamente 1 el mismo año de la implementación de la política fiscal, y cercano a 2 cinco años después. Los resultados son robustos a diferentes especificaciones del modelo y variables de control (incluso a la consideración de pronósticos de política fiscal por parte de los agentes). Adicionalmente, los autores hallan que cuando excluyen de la muestra el período 2008-2016, el multiplicador fiscal se reduce considerablemente, lo que revela que la Gran Recesión ha contribuido a aumentar el impacto del multiplicador de la inversión pública. Finalmente, cuando dividen la muestra de países en dos grupos (Portugal, Irlanda, Italia y España, por un lado; y por el otro Alemania, Holanda, Francia, Austria, Bélgica, Finlandia y Luxemburgo), observan que el multiplicador fiscal del

¹² European Commission, 2014, *An Investment Plan for Europe*. International Monetary Fund (IMF), 2014, *World Economic Outlook—Legacies, Clouds, Uncertainties*.

¹³ M. Deleidi-F. Iafrate-E. S. Levrero, «Public investment fiscal multipliers: An empirical assessment for European countries», *Structural Change and Economic Dynamics*. Elsevier B.V., 52, 2020, págs. 354-365.

¹⁴ S. Gechert, S., «What fiscal policy is most effective? A meta-regression analysis», *Oxford Economic Papers*, 67(3), 2015, págs. 553-580.

¹⁵ M. Deleidi-F. Iafrate-E. S. Levrero, *op. cit.*, págs. 354-365. S. Dell'Erba-K. Koloskova-M. Poplawski-Ribeiro, «Medium-term fiscal multipliers during protracted economic contractions», *Journal of Macroeconomics*, Elsevier Ltd., 56, 2018, págs. 35-2.

primer grupo es muy superior al del segundo. Esto se explica por la menor propensión a consumir del segundo bloque de países, dada su renta per cápita más elevada.

4. CONCLUSIÓN

Atendiendo a los datos expuestos en esta investigación, el corolario es claro: si se sustenta la estrategia de política económica en una expansión de la inversión pública –con la privada en situación anémica o expectante–, los recursos se deberán obtener, de forma inmediata, a partir de peticiones de crédito y/o transferencias directas de capital, en forma de deuda perpetua. Todo esto debe estar condicionado, en esta etapa de gran necesidad inversora, a una mayor flexibilidad por parte del BCE en sus requerimientos y exigencias. El retorno de la deuda debería ser uno de los grandes debates en la UE para favorecer una recuperación más simétrica. Sin embargo, la vinculación de esto con los multiplicadores fiscales es directa, y es algo que no se puede eludir por más tiempo: si estos superan la unidad, la ratio deuda-PIB tiende a bajar, pues el gasto público genera un correspondiente nivel de PIB superior. Si se quiere «sostener» la deuda –es decir, de alguna forma hacerla viable con planes de re-estructuración–, no se pueden descuidar los efectos de los multiplicadores fiscales. Los casos abundan en la dirección contraria: la España de Rajoy es un exponente de políticas de austeridad que no han supuesto una contracción importante de la ratio deuda-PIB, sino todo lo contrario. A pesar de ello, estos resultados no ahuyentan las propuestas de «austeridad expansiva», como se puede observar en aportaciones recientes¹⁶. Esta tendencia en el pensamiento económico va a persistir en sus tesis, a pesar de que los resultados van en su contra. Y eso por un motivo central: los incrementos de la inversión pública son capaces de elevar el nivel de PIB en una cantidad superior a la inicialmente invertida, generando así un efecto dinámico sobre la renta. El trabajo de Deleidi, Iafrate y Levretero no hace más que confirmar las hipótesis que los informes de la Comisión Europea y del FMI de 2014 pusieron sobre la mesa.

No cabe duda de que estos otros resultados también apoyan medidas de inversión pública para afrontar la situación económica actual. La crisis de la COVID-19 ha puesto de manifiesto tanto la debilidad de nuestra economía y sistema de protección social como la necesidad de superarla mediante la acción colectiva planificada, solidaria y en cooperación con el resto del mundo. La inversión pública debe jugar un rol fundamental en este escenario. Por el contrario, las medidas de consolidación fiscal exacerbarán la estagnación económica y serán más contradictorias en los países del sur, algunos de los cuales, como España e Italia, están entre los más afectados por la pandemia.

Todo esto conduce a una idea medular, que ya se ha repetido en otras ocasiones: la inversión pública va a ser transcendental en esta etapa si se pretende una recuperación económica real que mueva, a su vez, las ruedas de la inversión privada, con la génesis de beneficios. Estos deberían provenir de la economía real: de nuevos nichos de inversión y de ocupación que se canalicen hacia sectores productivos relacionados con un cambio en el modelo de crecimiento. Esto resulta sencillo de exponer, pero es complicado concretarlo en políticas públicas, máxime cuando en estos momentos se reclaman soluciones expeditivas, de corto plazo. Sin lugar a duda, estas deben ser

¹⁶ A. Alesina et aliter, «The output effect of fiscal consolidation plans», *Journal of International Economics*. Elsevier, 96 (S1), 2015, págs. 19-42. A. Alesina et aliter, *The Effects of Fiscal Consolidations: Theory and Evidence*, Cambridge, MA, 2017.

atendidas a partir de una superación estricta en las reglas rígidas de deuda y déficit públicos, a muy corto plazo. Pero en los medios y largos términos, el debate debería centrarse en aspectos que resultan clave: producir de otra forma y consumir, también, de manera distinta, sin que en ambos casos se tenga que rebajar el bienestar social ni el crecimiento económico. La encrucijada va a ser, entonces, no tanto *cuánto* se crece, sino *cómo* se crece, un planteamiento que huye de tesis drásticas de un decrecimiento que pocas veces se concreta; y de un conformismo en pautas anteriores que conllevan futuras –y no tanto– distorsiones de la realidad económico-social: mayor precariedad, agresiones ecológicas, insostenibilidad de la deuda de las familias, etc., todo con una insistencia cerril en las viejas cajas de herramientas de los economistas.

Para Europa, la gestión de la demanda por sí sola, a menos que se implemente una expansión fiscal cooperativa grande entre los países comunitarios, no puede garantizar tasas significativas de crecimiento del PIB en la periferia y equilibrios comerciales entre esta y el centro (esa dicotomía norte-sur)¹⁷. El keynesianismo europeo podría promover el crecimiento tanto en el centro como en la periferia, así como las relaciones comerciales equilibradas entre ambos, pero a expensas de la convergencia de ingresos. Por lo tanto, si la Unión Europea ha de sobrevivir y promover el crecimiento y la convergencia de ingresos entre el núcleo y la periferia, se plantea una vía de salida: la generación de déficits por cuenta corriente en la periferia debe compensarse mediante déficits públicos, que deben ser respaldados explícitamente por transferencias fiscales o mediante intervención monetaria por parte del BCE. Se abre, en este punto, el debate esencial sobre la naturaleza y resolución de las deudas públicas. Entonces, la convergencia del ingreso no se verá obstaculizada por la restricción externa, que además podría levantarse gradualmente con políticas que favorezcan la recuperación productiva de la periferia. Por lo tanto, un dividendo de crecimiento de las transferencias fiscales y la unión monetaria beneficiaría a toda la UE, en lugar del «dividendo recesivo» de la actual configuración neoliberal. Esta regresa con los mensajes ortodoxos de siempre. Debemos recordar a sus profetas lo que decía Michael Kalecki, en un texto ya clásico de 1943: «*la ignorancia obstinada suele ser una manifestación de motivos políticos subyacentes*». De eso se trata y a eso hay que combatir.

¹⁷ Sobre esto seguimos a Ferran Portella Carbó, Óscar Dejuán, «Trade Imbalances and Fiscal Policy in the Eurozone: An Analysis of Economic Interrelations with a Global Supermultiplier Input-Output Model», *Cambridge Journal of Economics*, 1 of 24, 2018, doi:10.1093/cje/bey011.

Separata de la revista SISTEMA - Número 259 - Septiembre 2020
(Páginas 3-14)
Fernando el Católico, 13, Bajo A. - 28015 Madrid - Teléfono 91 448 73 19