

# ***El interés, en las crisis***

Desde los primeros tiempos de la Economía, se concedió importante papel al tipo de interés en los procesos económicos, pero el primer economista de nota, que hizo de este factor elemento principal del ciclo económico, fué el sueco Wicksell, que observó las disparidades que se producían entre los que llamó interés natural e interés efectivo del mercado, explicando por su posición relativa la activación o emperezamiento de los procesos de capitalización que determinan las oscilaciones coyunturales. Keynes ha reproducido una teoría que guarda analogía con la de Wicksell, aunque emplea denominaciones más ampulosas: la eficiencia marginal del capital y el tipo de interés del mercado. La primera se establecería por las perspectivas de rendimiento de los títulos y su precio de venta; el segundo por la cantidad de dinero y la preferencia de liquidez, es decir, la tendencia a retener el dinero; y es singular que aquí Keynes, para definir el mercado, tome el término negativo de la deman-

da. Mas lo peor es que los conceptos que envuelven los términos no están definidos con claridad, ni por Wicksell ni por Keynes, y esto oscurece toda la concepción. Voy a procurar aclarar la cuestión por el examen directo de los hechos.

En el mercado financiero se trafica con cosas que producen una renta. En unas, esa renta es fija (obligaciones y títulos de Deuda); en otras, la renta es variable (acciones); y excepcionalmente, algunas no producen renta, mas se espera de ellas algún beneficio (industrias en montaje, terrenos baldíos).

Consideremos el caso de los títulos de renta fija. Si su interés nominal coincide con el tipo que rige en el mercado, su cotización será a la par. Si aquél es menor, el precio de los títulos baja, hasta que el valor efectivo sea tal que den el rendimiento corriente. Si dos títulos de igual calidad rinden diferente interés, sin tener ninguna ventaja especial el uno sobre el otro, sus cotizaciones se hallarán en relación con los tantos de interés nominales.



¿Cómo se fija el valor de esos títulos? Tenemos como dato fijo el tanto por ciento de interés sobre el nominal; si nos dan la cotización, podemos calcular el rendimiento relativo, y ver si corresponde al interés del mercado, que no es otro que el que se puede obtener corrientemente en otros valores que consideramos semejantes. El problema queda, pues, referido a otro: el de determinar cómo se ha fijado la cotización o el porcentaje de rendimiento de esos valores, ya que dicho está que, cualquiera de los dos que se fije, queda establecido el otro, igual que queda fijado el divisor si conocemos cociente y dividendo. Se ha considerado generalmente por los economistas que el dato que había de determinar el mercado era el tanto de interés del capital, mas no es esta a mi entender la manera corriente de fijar las cotizaciones o precios de las mercancías en un tanto por ciento de beneficio. Lo corriente es fijar el número de unidades monetarias por unidad de mercancía, y no hay razón para que aquí no se proceda lo mismo; lo demás son cálculos que pueden hacer el comprador y el vendedor, para ver si les conviene o no llevar a cabo la operación. Es una prueba que el comprador realiza, como en un vino determina el grado y acidez, o en una harina su capacidad panificable.

Si en un mercado (Bolsa) hay abundancia de dinero, y no tanta de artículos a la venta, la cotización sube; y a la inversa, si el dinero escasea y las mercancías abundan. Esta es una ley universal de la Economía. Lo que ha impedido, sin duda, aplicarla en toda su plenitud en el llamado mercado de capital, es que aquí no existe, como en el mercado ordinario, el freno del coste de los productos. Pero el coste de los productos no obra más que a la larga aumentando la producción y, por lo tanto la oferta, si el precio supera mucho al coste; o reprimiéndolas si el margen es nulo o insuficiente. De momento sólo actúan la abundancia o escasez relativas de oferta y demandas; aquí el regulador no es el coste, sino el hecho de que, estimando favorable el precio compradores o vendedores, se decidan o no a comprar o vender en mayor abundancia. Favorable se entiende en relación de cada valor con respecto a las cotizaciones generales, pero el efecto se propaga fácilmente determinando alzas o bajas en la estimación general, es decir, en el tipo de interés.

Una relación entre el mercado ordinario y el mercado financiero es fácil de establecer. Aunque sea el mismo dinero el que circule en un mercado y en otro, forman fondos a parte que no hay que confundir. El dinero no pasa del mercado ordinario al del capital sino a través del ahorro; ni a la inversa, a no ser por un desahorro. Aparte de esto, el mercado de capital, como el de mercancías reales, puede ser alimentado por la creación de dinero crediticio.

Dado este mecanismo evidente, veamos cómo reaccionarán un mercado sobre otro, que es el fenómeno esencial de los ciclos. Cualquiera circunstancia que atraiga el dinero hacia el mercado de productos, sea de la parte de la producción o de la del consumo, determinará la baja de las cotizaciones de los títulos, esto es, un alza de su rendimiento, o sea, del tipo de interés. En cambio, la afluencia

de dinero a la Bolsa, a menos que sea dinero creado *ad hoc*, determinará alzas de cotizaciones (baja del tanto de interés), y en el mercado ordinario una baja de los precios. Estos hechos racionales y elementales son los que los maestros de la Economía han descuidado o se han resistido a admitir.

Sabido es, por todos los que tienen alguna experiencia industrial, que los precios son más móviles que los costes. Aunque los precios suban o bajen, los costes se mantienen de momento, a causa de su inercia, mayor que la de los precios, de modo que la rentabilidad de la industria varía con las oscilaciones de los precios. No obstante, si se producen variaciones súbitas en los costes, independientemente de los precios, el resultado es también obrar sobre los márgenes de beneficio.

El productor necesita un fondo de dinero, sea del ahorro, sea del crédito, para desarrollar su industria; pero no lo obtendrá, ni él mismo si lo tiene lo empleará en producir, si las perspectivas no son favorables para esperar que el beneficio que obtenga sea superior al que, con menos preocupación, le proporciona la colocación en valores. Debido a esto, no se podrá obtener dinero para la industria a un tipo menor del que rige en el mercado bursátil. Si sube el rendimiento medio de los valores, subirá también el tipo de interés a que la industria puede obtener sus recursos. Ahora bien, el rendimiento de la industria tiene sus causas propias de variación, que dependen de las fluctuaciones relativas de los precios de coste y los de venta. Supongamos que se estrechan los márgenes de beneficio y caen por debajo del nivel de rendimiento de los valores. El capital acudirá al mercado financiero; su afluencia pujará las cotizaciones, disminuyendo los rendimientos, lo cual debiera favorecer la inversión de capital en la industria. Mas lo grave del caso, que explica la pertinacia de las depresiones, es que la afluencia de dinero al mercado, de capital, es decir, la falta de inversión real en nuevas capitalizaciones, ha determinado una baja de la demanda general y una depresión de los precios en el mercado ordinario, reduciendo las compras de artículos de capital y la ocupación de obreros en el montaje de los mismos, de modo que el mercado no reacciona ante las bajas del tipo de interés; sufre una especie de colapso. En cambio, cuando por una afluencia de fondos al mercado ordinario, sea debido a aumento del consumo (guerras, calamidades) o a una vivificación espontánea de la capitalización (inventos, procedimientos nuevos más económicos de producir), el dinero afluye a la producción, mas esto desampara la demanda en el mercado de títulos, los cuales bajan (alza del interés) que tiende a moderar el auge en cuanto el crédito no acuda a suplir la escasez de fondos.

En los valores industriales (acciones) se produce entonces un fenómeno complejo. Si la industria se hace más lucrativa, estos títulos tienden a elevar su cotización, a pesar de subir el tipo general de interés como consecuencia del aumento probable de los dividendos. Ahora bien, los incrementos progresivos de cotización que experimentan las acciones constituyen un beneficio suplementario que suele superar al rendimiento del valor; un alza de 1 % en el rendimiento, a tipos medios de 5 % del interés,

representa un aumento del 20 % en la cotización, o sea, 20 veces más, lo cual permite que el poseedor se pueda contentar con un rendimiento muy bajo. Esto hace que se pujen extraordinariamente los valores, lo cual en caso de inversión de la coyuntura puede representar también caídas enormes y bruscas. Sabido es que esto se observa corriente-

mente en la evolución de los ciclos. Cabría hablar mucho de estas incidencias que pertenecen a la técnica bursátil, pero hoy no me había propuesto hablar más que de la relación entre los tipos de interés y las causas de fluctuación en los negocios.

GERMAN BERNACER