

# La teoría del mercado financiero

El dinero cedido al uso ajeno tiene un precio. Ese precio, como todo precio, es el resultado de un mercado. El mercado en el cual se determina el precio del dinero es el mercado de dinero, el mercado de capital; con denominación más genérica, el mercado financiero.

El análisis de este mercado parece que debiera ser el elemento primordial de toda teoría racional del precio del dinero. Mas, aunque el problema del interés del capital no ha dejado de debatirse mucho, no sé que se haya llegado a una concepción clara de lo que este mercado es y de cómo funciona. La cuestión tiene sus dificultades, no tan arduas que expliquen el atraso de esta zona del conocimiento económico, que sólo se comprende cuando se considera que se la ha abordado con más sobra de prejuicio que ingenuidad de método.

## LA MERCANCIA FINANCIERA

El primer punto oscuro que se ofrece en los autores es la definición de la cosa misma sobre que la contratación del mercado financiero versa.

Dimana más que un poco esa oscuridad de que mientras en los diversos mercados las mercancías que se cambian son productos comunes, y la cosa por la cual se cambian es generalmente moneda o documentos equivalentes, documentos que, en suma, no son otra cosa que promesas de pago, en el mercado financiero lo que se cambia y aquello por lo que se cambia son a la vez moneda y promesas de pago, es decir, que oferta y demanda se confunden en esa cosa general y de contorno algo difuso que llamamos comúnmente dinero.

Empero la mayor dificultad nace de que tampoco es el dinero, en general, todo el dinero, lo que es materia de tráfico en el mercado financiero, sino sólo una parte cuya distinción del resto y de las demás cosas más o menos afines aparece sumamente confusa en los mejores autores. Tomaremos como muestra de ello a dos de los más justamente reputados: el norteamericano Seligman y el inglés Marshall.

Para Marshall (1) sería el capital libre, flotante o flúido, según él lo llama, es decir, aquel que puede emplearse con arreglo al margen requerido de utilidad, el que determinaría la oferta capitalista. Pero cuando tratamos de asir el concepto que esas vagas denominaciones envuelven, no logramos llegar, siguiendo las explicaciones del autor, a ninguna idea clara y definida. Su definición del concepto es ésta: "El dominio sobre los bienes hasta un cierto valor monetario, que puede ser aplicado a cualquier designio", definición abstracta muy difícil de aplicar concretamente a cada caso y de cuya vaguedad el propio autor nos informa al decirnos que entre el capital flotante y no flotante no hay una línea clara de separación. ¿Cómo es posible en estas condiciones llegar a conclusiones de alguna certidumbre?

Seligman, cuya nitidez habitual de pensamiento y metódica lógica son difícilmente superables, emplea, para designar los recursos que se ofrecen y demandan en el mercado financiero, circunloquios como el de "dinero en la acepción de Wall Street" (2). Resulta ya bastante ambiguo esto de referir un concepto a lo que haya en la mente de los bolsistas neoyorkinos, y la cosa se hace mucho más confusa cuando nos dice líneas más adelante que ese dinero puede no ser dinero, pero que es capital o fondos prestables.

Verdad es que la lengua inglesa no posee más que el término *money* en lugar de los dos nuestros moneda y dinero, el último de los cuales matiza mejor que el primero lo que se quiere designar. No obstante, resulta demasiado vago. Tenemos en la jerga financiera un término más específico y expresivo: *disponibilidad*.

---

(1) A. MARSHALL: *Principles of Economics*, 7.ª edición, págs. 73 y 74.

(2) E. R. A. SELIGMAN: *Principles of Economics*, 12.ª edición, pág. 534 y siguientes.

## CONCEPTO DE DISPONIBILIDAD

¿Qué es una disponibilidad?

Fundamentalmente, las disponibilidades son dinero y el dinero es disponibilidad, por ser el dinero de todas las cosas de valor que tengamos la más líquida o disponible. Y esto por el hecho de que todo lo que se cambia, se cambia, en general, por dinero. Aunque los demás objetos de que dispongamos (un mueble, una alhaja, mercancías) lo valgan, no podemos disponer de su importe, sino vendiéndolos y utilizando luego el precio obtenido en los fines que nos propongamos. Y de cuán difícil es a veces realizar los productos y valores por un precio satisfactorio, creo que todos tenemos idea; en cambio, ¡qué fácil obtenerlo todo con dinero! Esta cualidad de ser una disponibilidad la ha adquirido el dinero por el *fiat* de atribuir tal condición a una cierta cosa, por el mutuo consenso con que todos lo aceptan, y es consubstancial con él. Si la pierde, el dinero deja de serlo, y cualquier objeto que la adquiriera pasa de hecho a ser dinero; así, las monedas de cobre extranjeras que, no siendo de curso legal en España, por el hecho de que todos las acepten, desempeñan el mismo papel que las legales. El caso opuesto se dió en alguna ocasión con las monedas de cinco pesetas, cuando la gran cantidad de duros ilegales en circulación y la dificultad de distinguirlos de los verdaderos hacía que se rechazaran indistintamente todos.

Todo el dinero no es disponibilidad al mismo título. El dinero que yo recibo a fin de mes como sueldo de mi trabajo no es una disponibilidad en el sentido financiero. Yo no puedo disponer caprichosamente de él, porque lo necesito para pagar mis atenciones domésticas y, por lo tanto, tiene en mi poder una existencia precaria. No sucede lo mismo con aquella parte de ese dinero que puedo conservar a fin de mes como sobrante de mis gastos, porque como entonces una nueva mensualidad viene para subvenir a mis necesidades del nuevo mes, ese remanente del anterior queda libre para que yo lo invierta a mi capricho en cosas superfluas o lo guarde para atender a futuras necesidades o contingencias. Esta es una disponibilidad de orden superior a la del dinero de la mensualidad corriente. En tanto yo no haya de emplearlo en necesidades extraordinarias o adventicias, puedo prestarlo a otros, depositarlo en un banco, acumularlo con los remanentes de otros meses para obtener una renta, cosas todas que no puedo hacer, natural-



mente, con el dinero que cada mes necesito para mis gastos. Este no es una disponibilidad en la acepción financiera, mientras que aquél sí.

Con esto tenemos concretada la principal fuente de donde la oferta financiera mana, la oferta de dinero en la acepción de Wall Street, que diría Seligman. Este primer manantial de aprovisionamiento del mercado financiero, el más importante y fundamental, lo constituye el ahorro privado. El ahorro es, desde este punto de vista, un acto que convierte el dinero de las retribuciones privadas, el dinero corriente, el dinero que se cambia por las mercancías y servicios usuales, en dinero que, sin dejar de ser objetivamente lo mismo que era antes, alcanza una nueva categoría, se destina a diferentes usos, pasa a constituir lo que específica y concretamente podemos llamar disponibilidades financieras. La dilapidación del ahorro (1) convierte, por el contrario, las disponibilidades en dinero que revierte a la demanda de productos y servicios comunes, de aquellos productos y servicios en que la acumulación se invierte; por consiguiente, transmuta las disponibilidades en remuneraciones.

#### LA DEMANDA DE DINERO

Originariamente la oferta financiera se halla constituida, pues, por las sumas que los perceptores de dinero pueden substraer a su gasto y lanzan al mercado en demanda de colocación.

“En demanda de colocación” digo. Detengámonos en ello un momento, porque en lo que los poseedores de ese dinero demandan hemos de encontrar el término contrapuesto del mercado. Los propietarios de economías las ofrecen y demandan colocación para ellas. Otros demandarán aquel dinero, y han de ofrecer esas colocaciones.

¿Y qué colocaciones para el dinero son éstas?

La más sencilla es tomarlo a préstamo para devolverlo en un plazo corto o largo. He aquí una faceta del mercado financiero: el *mercado de crédito*. Siempre hay personas que, por una u otra causa, necesitan disponer de dinero que no tienen, poseer disponibilidades que no han podido formar por sí mismas en cantidades

---

(1) El término dilapidación para indicar el acto inverso del ahorro tiene el inconveniente de que envuelve una idea de prodigalidad que puede no existir realmente, pues la finalidad lógica del ahorro es gastarlo alguna vez. Acaso convendría crear el neologismo *desahorro*.

suficientes para sus fines. Y pueden obtenerlas en el mercado financiero ofreciendo garantía y condiciones adecuadas. Uno de los entes que más necesidades suele sentir en excedente de sus recursos es el Estado, asiduo cliente del mercado de disponibilidades. Otra demanda a que el mercado financiero ha de atender es la de los comerciantes e industriales cuando crean industrias u otros negocios, cuando desean ampliar los que poseen o acumular existencias de mercancías. Otra menos importante es la de los particulares cuando han de equilibrar su presupuesto privado en déficit y tienen crédito para ello. Dentro de este mercado de crédito hay una porción de facetas particulares, dependientes de las formas de los préstamos: mercado de hipotecas, de pignoraciones, de descuentos o de efectos comerciales, de dinero a la vista (*call money* de los ingleses), etc. Cada abastecedor de disponibilidades acude a una u otra de estas modalidades del mercado de crédito, según sus conveniencias, y cada demandante también, según la naturaleza de sus necesidades. Esto no suele hacerse directamente, sino por mediación, en general, de la Banca, que recibe los depósitos de sus clientes proveedores de disponibilidades, a diferentes plazos o a la vista, y los cede también en distintas condiciones y plazos, según las modalidades de sus negocios. El adaptar debidamente sus concesiones de crédito en volumen y plazo a las exigencias de sus obligaciones constituye el importante problema de la liquidez bancaria, esencial en la gestión de los bancos.

Aparte del préstamo, hay otras colocaciones para las disponibilidades. Su poseedor puede comprar títulos de deuda o valores que, en general, son documentos representativos de antiguas deudas o de participaciones en los negocios. Este es otro aspecto del mercado financiero: el *mercado bursátil*. Los poseedores de tales títulos que desean venderlos hacen oferta de esos valores y crean demanda de disponibilidades. El mercado bursátil es una derivación del mercado de crédito, pues por su origen los valores bursátiles representan pretéritas apelaciones a él, atestiguadas por títulos cuyos poseedores pueden recuperar en forma líquida sus capitales, si lo desean, transfiriendo los títulos a personas que desean colocar sus disponibilidades en tal clase de valores. Sin embargo, desde el momento en que los préstamos o aportaciones industriales se han consolidado en un título crediticio o de propiedad, transmisible por entrega o, más raramente por endoso, y que tiene la facultad de producir una renta fija o variable, su carác-



ter es completamente distinto de la demanda original de disponibilidades de que procede, desde el punto de vista del mercado financiero sobre todo, pues su precio está ligado a su renta y a la cotización general de los demás valores, que puede alcanzar tipos muy distintos de los de aquel momento en que se hizo la operación que engendró los títulos. En el lenguaje de Marshall, las disponibilidades son capitales que se hallan en condiciones de emplearse según el margen requerido de utilidad, es decir, en lenguaje menos abstruso, aquella forma del capital por el cual puede exigirse el interés corriente en el mercado, en tanto que los valores bursátiles representan capitales ya sumidos en los negocios o en determinados préstamos, de modo que su valor dependerá del tipo de interés corriente y de su rentabilidad. Desde el punto de vista de la mecánica del mercado, ello establece una diferencia esencial.

En este aspecto, en cambio, tienen gran analogía con los valores mobiliarios los bienes inmuebles. El poseedor de disponibilidades que desea colocarlas puede procurarse una renta lo mismo comprando valores mobiliarios que fincas, y si ningún otro factor interviene en la transacción que el deseo de dar colocación a una disponibilidad, el valor se halla ligado a la renta y al tipo corriente de interés del dinero, como en el caso de cualquier otro valor de renta. El *mercado de fincas* constituye un aspecto del mercado financiero que, por la naturaleza especial de los inmuebles y por no reconocer la legislación, en general, su comerciabilidad, ha adquirido menos desarrollo y, sobre todo, menos movilidad que el bursátil, pero que tiene con él grandes relaciones teóricas. Al conjunto de uno y otro lo llamaremos *mercado de rentas*. El valor de una finca, como el de un valor bursátil, se fija, dado un tipo de capitalización, por la renta que produce, en tanto que en una disponibilidad que se presta, el valor de ésta es fijo y el tipo de capitalización convenido establece la renta.

Un tercer destino que el propietario de una disponibilidad puede darle es comprar un bien cualquiera, mas no con el fin de procurarse una renta o de hacer una utilización personal del bien adquirido, sino con el de lucrarse en la reventa. Entonces lo que se adquiere puede muy bien no ser un bien de renta, puede ser una mercancía común de cuya variación de precio entre el momento de la compra y el de la venta se espera un beneficio que compense el gasto, riesgo y molestia de la operación y eventualmente pro-

duzca un lucro supletorio. Este aspecto del mercado financiero, que designaremos *mercado de especulación*, se confunde fácilmente, por una parte, con las demás facetas del mercado financiero y, por otra, con el mercantil propiamente dicho, en el cual con la finalidad del lucro concurre un servicio distributivo.

#### OTRAS CLASIFICACIONES DEL MERCADO FINANCIERO

En resumen dividimos el conjunto del mercado financiero en tres secciones:

El mercado de crédito, que abraza toda la contratación de préstamos nuevos, cualesquiera que sean su finalidad y plazo. Su característica es que el valor es conocido y fijo, y la renta variable según las circunstancias del mercado.

El mercado de rentas, que abarca las transacciones en valores mobiliarios e inmobiliarios, y que se caracteriza porque lo conocido es la renta, y lo que se ha de determinar en virtud del mercado es el valor.

El mercado de especulación, que es subordinado de los anteriores y del de productos comunes, y que se basa en las oscilaciones adventicias del precio de las cosas objeto de compraventa.

Insistimos sobre esta división del mercado financiero, que es la que conviene a nuestras deducciones posteriores, porque no es la que suele hacerse más corrientemente. En la práctica financiera la división que generalmente interesa es en estos dos sectores: el que se llama por antonomasia mercado de dinero, y que se halla formado por los préstamos a corto plazo y por la circulación de los documentos de ellos nacidos; y el mercado de capital, constituido por los préstamos a largo plazo y las transacciones con valores mobiliarios y bienes raíces. La utilidad de esta división en la práctica, nace de que el tipo de interés difiere a veces bastante en los dos mercados, guardando mayor analogía dentro de cada uno entre sus diferentes sectores. Pero esta clasificación, útil en la práctica, es inservible desde el punto de vista de la formación ontogénica del precio del dinero.



DISTINCION ENTRE COLOCACION E  
INVERSION

En las transacciones del mercado financiero existe siempre la transmisión de una disponibilidad, en el caso del préstamo, al prestatario; en el caso de la compra de un valor mobiliario o de una finca o de cualquier otro bien, al vendedor. La disponibilidad cambia de manos, y, por este solo hecho, nada cambia objetivamente en el mercado. La disponibilidad, que era de un poseedor, ahora es de otro, y aquél tiene en sustitución un título acreditativo de una deuda o de una propiedad. Este cambio de manos en nada altera la situación objetiva del mercado, pues siguen existiendo las mismas disponibilidades y los mismos valores reales. La situación subjetiva ha variado, no obstante; el comprador o prestador era una persona que no pensaba hacer utilización de la disponibilidad de momento; el vendedor o prestatario es una persona que necesita la disponibilidad de presente, que desea darle probablemente una inversión real, pues de lo contrario acaso no vendería, ni mucho menos tomaría a préstamo. El primero trata simplemente de *colocar* su capital; el segundo piensa casi siempre darle una *inversión*.

Lo que nos interesa para dar cima a nuestro examen del mercado financiero son los empleos reales que el propietario de disponibilidades, o bien su prestatario, puede hacer de ellas. Esos empleos reales no pueden consistir más que en gastarlas, gastarlas productiva o improductivamente. Se da el primer caso cuando los particulares las invierten industrialmente o el Estado las emplea en crear utilidades permanentes. Se da el segundo caso cuando los particulares las invierten en sus gastos personales o el Estado en cubrir el déficit de sus atenciones corrientes.

¿Y qué pasa cuando una de estas dos cosas pasan? Pues pasa que la disponibilidad desaparece. Este es un punto de cierta sutileza en que conviene fijarse bien, porque como la moneda subsiste y sigue circulando, parece que no ha pasado nada, que no ha pasado más que lo que pasa en cualquier otro caso que la moneda circula. Pero no es así. No es lo mismo cuando yo empleo mis recursos corrientes, mi sueldo mensual, por ejemplo, en dar pasto a mis necesidades cotidianas, que cuando yo invierto una acumulación que he formado rebañando los relieves de mi congrua men-



sual en hacer un gasto fuera de los corrientes o en instalar un negocio; ni tampoco es lo mismo cuando me limito a colocar la disponibilidad formada comprando, verbigracia, un título de Deuda pública.

En el caso de mi gasto ordinario, yo no hago más que reponer al productor de las cosas que consumo habitualmente lo que ha invertido en la producción corriente de las que demando, sin cuya reposición de fondos no podría seguir reproduciendo otras semejantes. En el caso de la inversión de una disponibilidad formada previamente, si la empleo en adquirir productos ya existentes, lo que hago es proporcionar a los productores un ingreso de fondos superior al corriente, aumentar los recursos de la industria y disminuir sus *stocks*, con lo cual se la estimula al aumento de la producción y se le suministran a la vez los medios financieros de hacerlo. Si, en vez de demandar artículos ya producidos y en existencia, lo que se hace es demandar los elementos para crearlos (como ocurre en la instalación de una industria, en la realización de una obra), la acumulación, la disponibilidad, se convierte en retribuciones, retribuciones nuevas para todos los que colaboran en la producción de todo aquello que se produce por encargo; y como esas retribuciones tienen por punto general el destino del consumo, por este hecho nuevas demandas surgen.

En el caso del gasto corriente, yo no creo ni destruyo disponibilidades; hago circular simplemente un dinero cuya función es esa. Ese dinero no ha llegado a ser una disponibilidad en el sentido financiero, y no puede dejar de serlo, por lo tanto. En cambio, cuando invierto en construir una casa una acumulación formada por el ahorro, lo que hago es destruir disponibilidades, las cuales pasan a convertirse en retribuciones de quienes ponen su trabajo en construir los materiales y superponerlos, dirigir la obra, etcétera; y como esas retribuciones, salvo en la corta porción que sus perceptores ahorren, es dinero destinado al gasto corriente, su acción sobre el mercado financiero se anula. Si alguna porción vuelve a él eventualmente, es por virtud de un nuevo acto de ahorro.

Cuando la disponibilidad formada circula simplemente por préstamo o por compra de un valor de renta, su acción se ejerce sobre el mercado financiero exclusivamente, mas no trasciende al mercado ordinario de productos ni de trabajo. Tal es el caso de que, en lugar de hacerme edificar una casa, la compre hecha. Yo con-

vierto mi disponibilidad en una casa, lo mismo que si me la hago hacer; pero quien recibe ese capital líquido, es decir, quien convierte su casa en una disponibilidad, no lo recibe a título de una retribución para su gasto, sino a título de un capital que realiza y cuyos efectos ulteriores dependerán del empleo que le dé. Si lo invierte a su vez en construirse una casa o en un negocio o lo gasta, entonces producirá en los diversos mercados los efectos que hemos visto: estimular el de productos y trabajo y encarecer el de disponibilidades; pero si se limita a llevarlo en una u otra forma al mercado financiero comprando fincas, valores o haciendo préstamos, lo único que hace es transmitir a otros el potencial de crear ocupación que en toda disponibilidad existe.

#### DISPONIBILIDADES Y PRODUCCION

Para que las ideas queden claras y precisas, es necesario que desmenuemos un poco el mecanismo financiero de la producción, ya enunciado en otro lugar.

Cuando un promotor industrial emplea disponibilidades productivamente, lo que hace, decimos, es convertir las disponibilidades en remuneraciones de sus colaboradores. El ve fundirse en sus manos las disponibilidades, a medida que la producción avanza, y va encontrando en su lugar un producto, una mercancía, un valor no disponible. Su disponibilidad no se repone más que por la venta del producto obtenido. Desde el punto de vista financiero, la producción es una conversión de disponibilidades en retribuciones; la venta al consumidor, que es la meta final de la producción, es la reconstitución de las disponibilidades de los industriales a expensas de las retribuciones de los consumidores. Un ejemplo acabará de ilustrar las cosas. Una empresa industrial con un millón de capital disponible implanta una fabricación de calzado. Compra máquinas, acopia materiales, levanta edificios, contrata y hace trabajar obreros. Su disponibilidad se va consumiendo en todo esto. Con lo que invierte en comprar materiales repone las disponibilidades de otros industriales que los producen, incitándoles así a producir otras en reemplazo. Con la parte de su capital que invierte en pagar retribuciones a sus obreros y empleados, intereses de los capitales que emplea y rentas si las satisface, crea nuevas retribuciones que irán a demandar productos de uso o con-



sumo, salvo en alguna porción que se economice. Por la venta de los zapatos fabricados repone sus disponibilidades, recogiendo las retribuciones de los consumidores.

#### AMORTIZACION Y RESERVAS

Pero aquí hemos de tallar otra faceta importante de nuestro tema. Lo que el productor o industrial recupera por la venta no es el importe total de sus inversiones. En el ejemplo antes aducido, lo que la empresa repone por la venta, incluso de toda la producción obtenida hasta el momento en que el millón de pesetas ha sido invertido, no es un millón de pesetas, sino bastante menos, aquella parte empleada en lo que se llama capital circulante y, si acaso, un excedente del cual separará su beneficio industrial y otra porción que reservará con objeto de recuperar poco a poco aquella otra parte de las primitivas disponibilidades empleadas en capitales fijos y en gastos de primera instalación. Esa porción constituye, como es sabido, la *amortización*. Además, las empresas cuando marchan prósperas suelen formar un *fondo de reserva* para prevenir contingencias del negocio; éste no es más que un ahorro formado por la industria misma, antes de repartir el beneficio a sus propietarios; es un ahorro que, en lugar de hallarse en los bolsillos de éstos, lo tienen en la empresa misma, junto con las amortizaciones que van reconstituyendo las disponibilidades invertidas en capital fijo. Ambas cosas, reservas y amortizaciones, en tanto no se inviertan nuevamente en el mismo o en otro negocio, constituyen una disponibilidad, con el mismo título que los ahorros privados, y forman la segunda fuente que alimenta el mercado financiero.

En cambio, aquella porción que viene a reponer las inversiones en capital circulante y que constituye la mayor parte, la casi totalidad del importe de las ventas, esto es, en una empresa productora de calzado la parte del precio de los zapatos vendidos que ha de destinar a compra de cueros, pieles, hilos, clavazón, a pago de jornales, sueldos, tributos, etc., esa porción no se puede considerar como una disponibilidad plena, al igual que reservas y amortizaciones. No es dinero que se halle en rigor libre, disponible para ir al mercado financiero. Se parece a las verdaderas disponibilidades en que es dinero que tiene el industrial o el comerciante en su poder y que no destina a su gasto personal. Constituye la parte

líquida de sus capitales circulantes, pero no se halla libre para ser destinada a cualquier empleo; tiene ya un empleo, el negocio, cuyas necesidades lo reclaman imprescindiblemente. Si el negociante lo separase de él, la producción o el comercio se interrumpirían; no le sería posible seguir financiándolos a su marcha normal. Necesita emplearlo en pagar nuevos salarios, en abastecerse de primeras materias, en reconstituir sus *stocks*, so pena de disminuir el volumen de su negocio, la cantidad de productos que elabora o vende (1).

#### UN ESQUEMA GRAFICO DE LA CIRCULACION FINANCIERA

Si nos fijamos bien en la mecánica circulatoria de la producción, advertimos que las disponibilidades en poder del industrial no son otra cosa que una porción del dinero que por la producción va pasando a manos de los que colaboran en ella, en forma de remuneraciones, dinero que éstos por la compra de los artículos que demandan devuelven al productor. Si éste se abstuviera de emplearlo en la misma forma, causaría una interrupción de la circulación y de la producción, dejando sin trabajo, sin ingresos y sin posibilidad de demandar y consumir a muchos consumidores. Si algunos de éstos dejaran a su vez de emplear en la demanda de unos u otros productos parte de los ingresos que les llegan, la producción sufriría de ello también, porque la industria en su conjunto no repondría íntegramente los fondos invertidos. Sus dineros ya no estarían cabales, y una de dos: o habría de disminuir el volumen de su producción, o de recuperar onerosamente por préstamo de los ahorradores la cantidad que éstos reservaron y que es precisamente la que falta en la cuenta.

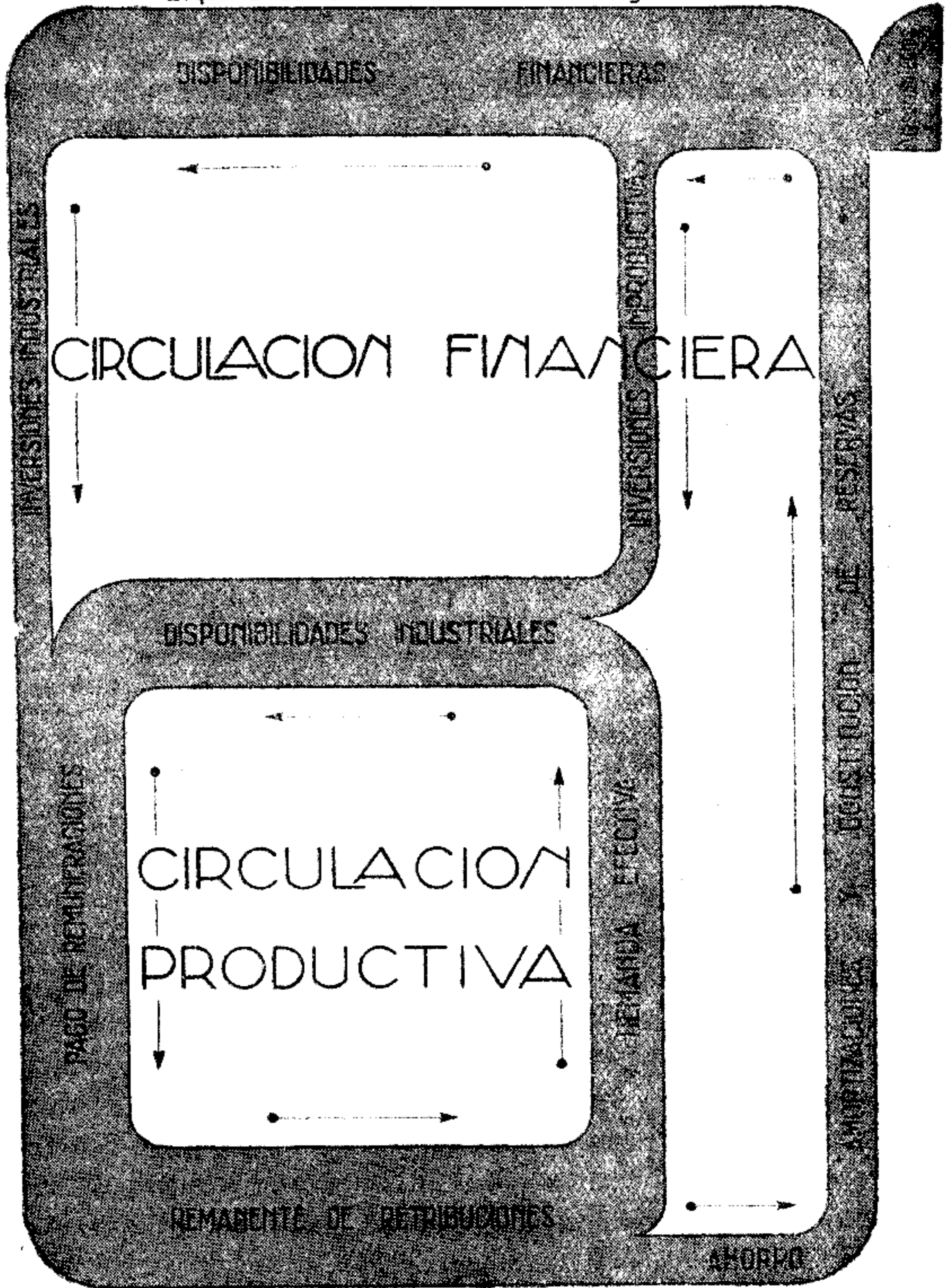
Para mejor aclarar esta doctrina he procurado esquematizarla simbólicamente en el diagrama que se intercala.

El circuito inferior simboliza la circulación productiva. La barra de abajo representa los remanentes de retribuciones, esto es, el poder de demanda todavía no utilizado en manos de los consumi-

(1) En esencia, la cosa no es distinta para el capital fijo en la parte que la amortización ha hecho líquida y que también al cabo del tiempo necesitará volver a ser empleada en reponer la instalación inservible, pero el interregno es en este caso considerable, en tanto que el capital circulante necesita reponerse de continuo. La diferencia sólo consiste en el factor tiempo, pero el factor tiempo es esencial en el problema que nos ocupa.



Esquema de la circulación monetaria general



dores. De aquí se nutre la demanda real del consumo (barra interior ascendente de la derecha), mediante la cual se reponen las disponibilidades de la industria, lo que permite a ésta reproducir las mercancías vendidas y pagar nuevas retribuciones (barra descendente de la izquierda), quedando así cerrado el ciclo de la circulación productiva.

Una parte del dinero que circula dentro de este circuito va por el camino del ahorro y de la formación de reservas de amortización y previsión a convertirse en disponibilidades financieras (circuito exterior), saliendo de este modo del ciclo de la producción para entrar en el ciclo de la circulación financiera. Una fracción de las reservas y ahorros puede atesorarse, quedando prácticamente fuera de toda circulación. La porción que no se atesora alimenta los distintos mercados financieros de crédito, de rentas y de especulación.

A través de ellos una fracción de las disponibilidades circulantes en el mercado financiero afluye de nuevo a la producción, ora por el camino de la inversión improductiva, es decir, del consumo, viniendo a engrosar los ingresos de los productores (barra descendente de la derecha), ora por el camino de la inversión reproductiva (barra descendente de la izquierda), aumentando directamente las retribuciones fijas.

El circuito exterior simboliza la circulación financiera, que se relaciona con la productiva por dos corrientes descendentes (inversión productiva e improductiva) y una ascendente (ahorro y reservas).

Las relaciones que existen entre disponibilidades y fondo productivo podríamos compararlas, valiéndonos de una imagen mecánica, a las que existen entre trabajo potencial y trabajo actual. Las disponibilidades representan un potencial de trabajo, una posibilidad de crear ocupación productiva. Por el hecho de crearla desaparecen como tal potencial para actualizarse en una producción. El fondo productivo representa trabajo actual. Para convertir energía actual en energía potencial es necesario gastar en ello un cierto trabajo equivalente. Igualmente, para formar disponibilidades es menester que el fondo productivo se merme y, por consiguiente, la producción.



## RELACION ENTRE FONDO PRODUCTIVO Y PRODUCCION

La última afirmación, muy importante, necesita una mayor explicación.

El fondo productivo se halla formado por todo el dinero que circula dentro del ciclo producción-consumo, en cualquier forma en que circunstancialmente se encuentre (retribuciones o disponibilidades industriales). No influye en su magnitud el que en un momento dado haya una porción mayor en una forma que en otro momento. Por ejemplo, como las retribuciones se pagan intermitentemente, al fin de semana o de mes, en que es costumbre satisfacer las del trabajo, el dinero en poder de los consumidores experimentará un gran incremento a expensas de las disponibilidades industriales, y en el resto del tiempo éstas se acrecerán a costa de aquéllas. Pero el fondo productivo podrá seguir siendo siempre el mismo, pues se halla formado por la suma de ambas porciones.

El valor de la producción, en un cierto lapso, no podrá ser evidentemente superior ni inferior a la magnitud de ese fondo multiplicada por el número de vueltas que por término medio da dentro del circuito productivo en aquel lapso de tiempo. Tal producto no es otra cosa que la cuantía de las retribuciones obtenidas en el período que se considera. Si suponemos que el fondo, es decir, la cantidad de dinero que fluye por el circuito productivo es constante, la magnitud de la producción queda pendiente exclusivamente de su velocidad circulatoria. Ahora bien; esa velocidad varía muy lentamente, porque se halla condicionada por la organización técnica y económica de la industria, que sólo lentamente se modifica. Para períodos no muy largos puede considerarse casi constante y, por tanto, en una primera aproximación cabe admitir que producción y fondo productivo varían en razón directa.

Ya sé que esto choca un poco con la idea corriente de grandes oscilaciones en la velocidad del dinero, pero a mi entender, las variaciones observables en la masa global de la moneda se deben a la parte de la masa dineraria que circula en el mercado financiero o se halla atesorada, y cuya rapidez circulatoria no está condicionada por necesidades técnicas de la producción ni por las costumbres de los productores y sí tan sólo por estímulos especulativos que

son esencialmente variables. Teniendo en cuenta que la proporción en que la masa global de dinero está formada por el fondo productivo y el especulativo, incluidos los atesoramientos, puede ser muy variable, se explican fácilmente las variaciones de la velocidad general media de la moneda, no obstante la estabilidad en el régimen de movilidad del fondo productivo.

Si mis apreciaciones son exactas, se comprende la enorme importancia que tiene el conocimiento de la variabilidad de ese fondo para el estudio de la coyuntura económica. Su contracción o expansión se refleja luego en un aumento o disminución de la producción, o más concretamente, de su valor total y, por lo tanto, del importe de las retribuciones que de ella salen, en primer lugar de las aleatorias. Algo de esto fué presentido ya por la doctrina clásica del fondo de salarios, según la cual el número y la cuantía de los salarios estaba determinada por un fondo preexistente suministrado por los capitalistas; el otro término que determinaba la cuantía media del salario era el número de trabajadores. Tal hipótesis ha caído hace tiempo en el descrédito, pero como casi todas las ideas de los economistas clásicos, encerraba un atisbo de verdad; no alcanzaron los adelantados de la ciencia económica, en esto como en otras cosas, a interpretar la realidad con exactitud, mas la presintieron con mayor acierto que los economistas posteriores. Existe ciertamente, a mi juicio, un fondo, aunque no un fondo de salarios exclusivamente, sino un fondo de donde todas las retribuciones salen, las fijas como las aleatorias, los salarios como los sueldos, las rentas y los beneficios. Que ese fondo se infle o se exprima y veremos expandirse o contraerse correspondientemente la producción y con ella las remuneraciones; si algunas no lo hacen ha de ser a expensas de las otras, pues de la masa global de la producción han de salir todas.

#### ESQUEMA DEL CICLO ECONOMICO

El diagrama que antes hemos trazado permite hacer un esquema gráfico del ciclo. En el supuesto que la masa global de moneda circulante no varíe (1), la fase represiva corresponde

(1) Parecerá singular a muchos, imbuídos de la idea corriente de que los ciclos económicos son fenómenos de carácter típicamente monetario y crediticio que se desarrollan fundamentalmente bajo los efectos de la ex-



sencillamente a un período en que, por causas de que muy luego haremos mérito, la corriente ascendente de la derecha (ahorros y reservas) supera a la suma de las dos corrientes descendentes de la izquierda (inversiones improductivas y productivas de disponibilidades). El período alcista corresponde al caso inverso.

Efectivamente, en el primer caso la demanda global disminuye, el valor de la producción baja, bajan en consecuencia las retribuciones nominales en total, ante todo y muy especialmente los beneficios industriales y comerciales; sobreviene la retracción de la industria, que resulta ruinoso o poco remuneradora, lo cual tiende a reprimir la corriente de disponibilidades que, siguiendo el canal de la inversión industrial, baja hacia el circuito productivo, con lo que la causa de la depresión se acentúa cada vez más. En el segundo caso, la demanda aumenta, se acrecientan los ingresos de la industria y del comercio y los beneficios de esas profesiones, que se hacen atractivas, lo cual induce a invertir en ellas disponibilidades, de modo que la causa del desequilibrio alcista se refuerza; al mismo tiempo que el capital es atraído hacia la producción, es atraído el trabajo, así es que el paro se atenúa.

Este sencillo esquema es modificado—sólo modificado, no alterado—por la posibilidad de hacer variar la masa dineraria circulante. En otra ocasión veremos cómo. Antes que esto es más interesante ver por qué se desarrollan esas dos fases cíclicas de la economía que convierten lo que debiera ser una evolución progresiva gradual y constante en una serie de bruscos avances y retrocesos.

Para ello hemos de esbozar cuál es la mecánica del mercado financiero; es decir, cómo se establecen en él las relaciones de oferta y demanda de disponibilidades, y su resultante: el precio del dinero.

#### LA DEMANDA DE CREDITO INDUSTRIAL

Consideremos ante todo las demandas de disponibilidades que nacen de las necesidades de la industria y el comercio. En época de malestar económico y de restricción monetaria, las demandas

---

pansión o contracción de los medios de pago, el que tratemos de dar una explicación de las crisis en que se excluye precisamente toda variación de la masa monetaria general, de cualquier clase que sea. Aparte de una razón de método, hay para ello una razón didáctica: la de mostrar rigurosamente que no se trata de un fenómeno monetario.

de disponibilidades serán muy vivas, porque la necesidad de ir acumulando existencias, a causa de la paralización de las ventas, la urgencia de atender compromisos contraídos cuando la industria se mostraba más próspera, la natural resistencia a disminuir el ritmo productivo a pesar de la menor reposición de disponibilidades por el productor, obligan a procurarse fondos aun a elevado coste. En épocas de prosperidad también suele ser grande la demanda, aunque no tan acuciosa; la situación favorable de la industria y de los negocios en general incita a invertir recursos en ellos, y los más osados en la promoción industrial los demandan de aquellos que los poseen y que por su especial posición o idiosincrasia se muestran menos dispuestos a emplearlos por sí mismos en empresas que implican riesgo y exigen aptitud.

Cuanto más bajo es el precio a que se ofrecen los recursos disponibles, tanto mayor será la demanda de ellos, pues las perspectivas de beneficio disminuyen naturalmente si el coste de esos recursos aumenta. Hay empresas de amplio margen lucrativo en las cuales cabe aventurarse aun con capital caro, pero junto a ellas hay negocios de perspectivas más pobres o arriscadas que sólo con capital barato es prudente emprender. Hay poseedores de ahorros que a un alto precio del dinero preferirán beneficiar de su renta, y si éste es bajo aplicarán su trabajo a ponerlo en utilidad.

Lo que no es admisible de ningún modo es la afirmación de Cassel (1) de que si el interés se redujese a cero, la demanda de capital alcanzaría al infinito. Con ninguna cosa pasa eso; hasta los bienes más preciados se convierten por su abundancia en un estorbo, en una calamidad. Lo que parece hacer difícil la salida de esta nuestra crisis actual es la superabundancia de toda clase. Como el aprendiz de brujo de la fábula de Goethe, hemos concitado los elementos productivos, mas no hemos sabido detenerlos oportunamente y nos anegamos en la abundancia excesiva. Sería insólito que las disponibilidades, el capital líquido, con ser un bien muypreciado, resultase de una utilidad tan inextinguible que por mucho que se prodigase, constituyese un bien que siempre tuviera un precio. Quienes así piensan sufren el engaño de Midas, que se creyó afortunado con que los dioses le concedieran el don de convertir en oro cuanto tocasen sus manos. Y el oro, no se olvide,

---

(1) G. CASSEL: *The nature and necessity of interest*, pág. 107 y siguientes.



deriva su principal valor, no de ninguna propiedad a él intrínseca, sino de ser un poder de demanda, de ser una disponibilidad.

Nada hay que por su abundancia no pierda su valor hasta hacerse nulo, hasta hacerse negativo; las disponibilidades no gozan de ninguna exención en este punto. Y el interés nulo no representa el punto en que el capital disponible ha perdido todo su valor, sino aquel en que no tiene beneficio, en que se halla en paridad con las demás cosas.

A un interés nulo, la producción satisfaría más plenamente sus necesidades de capital, se renovarían mucho material que hoy no se renueva, se crearían muchas industrias que no remuneran el coste actual del capital. Mas siempre llegaría un límite, un límite en que la inversión de capital dejara de ser remuneradora, y esto sucedería no sólo siendo el interés nulo, sino aun en el caso inverosímil de que el interés fuese negativo, es decir, que el prestador diera un premio al prestatario por emplear su capital. Y la razón es obvia: a medida que la inversión de capital es más grande, la producción se intensifica, aumenta el abasto de los mercados y la competencia deprime el precio de los productos; a medida que crece la demanda de brazos y de los demás factores productivos, se eleva el coste de la mano de obra y de todos los elementos industriales, aun prescindiendo del lucro del capital. Por este efecto de tijera llegará siempre un momento en que la rentabilidad de la industria quede cortada y anulada la demanda de capital.

El fenómeno es observable en la realidad actual. La dificultad para salir de la depresión actual la constituye la reluctancia de los capitales hacia la inversión industrial, no obstante los bajos tipos de interés del dinero. El experimento Hoover se basaba en la tesis de que, poniendo abundantes disponibilidades en el mercado, se conseguiría estimular la inversión y con ello se corregiría el paro y se vencería la depresión. El experimento fracasó, y fracasó porque la persistente baja de los precios de las mercancías hacía francamente ruinosas la mayoría de las inversiones industriales. Cuando se trabaja con pérdidas no hay estímulo a invertir nuevos capitales en la industria ni aunque se ofrecieran gratuitamente; los que hay invertidos se retirarían de ella si fuera posible volverlos a la forma líquida; por no ser ello factible han de seguir trabajando mientras las pérdidas no son demasiado cuantiosas: es decir, mientras no superan al interés y amortización del capital invertido, los cuales se perderían de todos modos. Y eso, que la

existencia de una gran masa de parados de todas las profesiones impide que el coste de la mano de obra reaccione a una mayor demanda de brazos y que las existencias superabundantes de primeras materias deprimen su precio atrofiando su sensibilidad a los aumentos de demanda. En condiciones en que ni el paro ni la superproducción, efectos inmediatos de la crisis, existieran, la reacción de estos elementos del coste sería inmediata y eficaz para limitar la demanda de capital industrial al nivel de necesidades que son forzosamente limitadas en cada momento, limitadas por la cantidad misma de trabajo que los productores, en la más amplia acepción del concepto, pueden y quieren suministrar. Y esto por una razón que aparece clara a la luz de un principio enunciado en el primero de mis artículos (1) y que por otra parte me parece de una evidencia axiomática: todo poder nuevo de demanda es la remuneración de un trabajo realizado previamente y cuyo fruto es un valor equivalente, de suerte que la capacidad de demanda se halla autolimitada por la capacidad de trabajo y de producción. Y si hay un límite a la capacidad de demanda, también lo ha de haber a la inversión remuneradora de recursos en satisfacer esa demanda, independientemente de que se haya de pagar o no un precio por el capital; únicamente que si ese precio existe, aquel límite llegará antes, y tanto antes cuanto más elevado sea el premio que hay que pagar por el uso del capital.

#### LA DEMANDA PRIVADA DE CREDITO

Lo mismo que en el crédito para la industria ocurre en las demás demandas de crédito.

Los particulares que contraen deudas para sus gastos privados, aunque pudieran obtener a interés nulo sus préstamos, no por eso podrían continuar éstos indefinidamente. Un momento llega en que la privación que les representará restituir esos préstamos en lo futuro no les compense el goce de la inversión actual, y en ese momento lógicamente su demanda debe cesar, lo mismo si hay que pagar un interés por el préstamo que si se pudiera obtener gratuitamente. Claro que en el primer caso cuanto más elevado sea el interés antes llegará el punto en que el goce pre-

(1) Análisis de la demanda y síntesis del mercado. Núm. 9 de la Revista.



sente deje de compensar el sacrificio futuro, y la demanda cese. Quienes no procedieran con ese mínimo de discreción, pronto se verían en la ruina y sin posibilidad de obtener nuevos préstamos.

Los autores que sostienen la mayor estimación de los bienes presentes que los futuros, tienen que mantener consecuentemente que, al hacerse el interés nulo, la demanda habría de crecer hasta el infinito. Pero esto es evidentemente absurdo. Tal cosa no sucedería sino en el caso en que no hubiese que reintegrar el préstamo, pero ningún préstamo económico se concede sin promesa y garantía de restitución. Hay una forma de préstamo que sería imposible sin la renta: el préstamo a perpetuidad. Y es que el préstamo a perpetuidad, que implica de hecho la renuncia al capital por la renta, no se conjuga con los fines naturales del ahorro, el cual significa el aplazamiento del consumo, mas no la renuncia a él, y sólo se hace posible mediante la renta, que supone la devolución del capital cada período de veinte, veinticinco o treinta años.

#### LA DEMANDA PÚBLICA DE CRÉDITO

La demanda de disponibilidades por parte del Estado se considera como una de las causas más importantes de su encarecimiento. Es de mayor interés examinar con cuidado esta cuestión, pues, por una parte, el crédito público tiene funciones especiales que hoy no cumple, y por otra, presenta diversas anomalías a causa de las perturbaciones del organismo económico.

El empréstito público como sistema de equilibrar los presupuestos ordinarios es irracional desde el punto de vista de los principios, porque viene a establecer un desacuerdo entre el sentido individual y social del ahorro. El ahorro individual que se invierte en gastos públicos es ahorro que socialmente ha desaparecido y del cual sólo queda un papel, el título a una prestación colectiva por parte de las generaciones futuras en favor de algunos de sus miembros, sin recibir nada en cambio, lo cual constituye un fraude. Los gastos corrientes de todo Estado deben ser afrontados exclusivamente con sus ingresos usuales y a lo sumo sus desequilibrios circunstanciales debieran ser atendidos con emisiones de deuda flotante pronto enjugadas. El desorden que constituye el equilibrar los déficit sistemáticamente con emisiones de

deuda no se ha producido desde luego caprichosamente; ha sido un resultado del estado crónico de depresión en que el organismo económico vive y que tiene por consecuencia disminuir los ingresos tanto más cuanto más aumentan las necesidades del Estado para remediar el paro y para hacer frente a la defensa social ante las reacciones criminosas, sociales y políticas que la miseria agudiza; también los peligros exteriores aumentan cuando el malestar se generaliza en el mundo. Todas esas deudas, consumidas en su mayor parte improductivamente para salvar dificultades del momento presente y cuyo servicio supone una carga cada día más ingente para la colectividad en lo porvenir, agravarán incesantemente la situación de los Estados hasta acabar en bancarrotas, como ya se están produciendo, que anularán ahorros pacientemente acumulados.

En cambio hay una inversión de ahorros por el Estado como representante de la colectividad que no sólo es plausible sino absolutamente necesaria y que en el porvenir se reconocerá como uno de los deberes fundamentales de las entidades públicas. Es la evitación del paro por la inversión en obras permanentes de utilidad pública de los ahorros en exceso. Es en estas inversiones, como en las inversiones industriales, donde se armonizan el ahorro individual—poder de demanda no usado y que queda al crédito de su titular—y ahorro social, riqueza creada gracias al trabajo que queda libre por la economía en la satisfacción de las necesidades de consumo.

#### LA SUPERABUNDANCIA DE DISPONIBILIDADES

La afirmación de que el Estado tenga que subrogarse en la inversión de los ahorros que la iniciativa privada no alcance a poder invertir útilmente, supone admitir la existencia de un excedente de disponibilidades casi constante en el mercado. La cosa parecerá tan sorprendente a quienes bajo la influencia de las doctrinas corrientes se hallan acostumbrados a admitir como un hecho inconcuso la escasez de disponibilidades—premisa indispensable para explicar el premio del dinero prestado—, que no parecerá excesiva mi insistencia sobre el asunto.

El reactivo inconfundible de la existencia de disponibilidades que no se utilizan es el paro forzoso. Las disponibilidades, repitámoslo, no representan más que un poder de compra reservado, un



poder de demanda que pudo ejercerse y no se ejerció, algo que tiene un carácter más bien negativo. La realidad concreta que bajo esa cantidad abstracta subyace es la de una capacidad de trabajo disponible para fines de capitalización, de creación de riqueza permanente. Cuando un sujeto económico ahorra de sus ingresos, lo que hace es dejar libre el trabajo que habría de emplearse en satisfacer esa demanda que se abstiene, libre para crear una riqueza o un capital en el sentido real, material, objetivo. La disponibilidad es potencial de trabajo, capacidad para poner en acción el que queda ocioso por el hecho del ahorro. Si ese potencial no se actualiza, si esa capacidad no se ejerce, el trabajo correspondiente queda desocupado contra su voluntad. El trabajo en paro representa cantidades correspondientes de disponibilidades ociosas, y es en el trabajo parado donde residen las posibilidades de crear todo cuanto de positivo hay en potencia en las disponibilidades en barbecho. Tanto es así, que si existieran disponibilidades y no hubiera trabajo que pudiese y quisiese emplearse en crear lo que con ellas plugiese a sus poseedores demandar, de nada servirían, pues el efecto de esa demanda se reduciría a encarecer los productos existentes ante la imposibilidad de crear otros nuevos.

La hipótesis de una escasez de disponibilidades que determina un premio en el mercado para ellas aparece injustificada y completamente inconciliable con el hecho de existir un exceso de fuerzas de trabajo y de medios de ejercerse ese trabajo. Mas la realidad es que ese premio existe y perdura. La solución de esta paradoja nos la resuelve la existencia del mercado de rentas.

#### LA DEMANDA FINANCIERA DEL MERCADO DE RENTAS

El poseedor de disponibilidades puede colocarlas prestándolas, y también comprando con ellas valores o fincas. Quien necesita disponibilidades y posee valores o fincas puede obtener aquéllas no sólo por el préstamo, sino vendiendo las propiedades que tiene. Ya sabemos que las transacciones de esta especie constituyen el mercado de rentas.

A medida que el precio ofrecido por las fincas y valores baje, es decir, que su renta relativa resulte mayor, serán menos los propietarios que se hallen dispuestos a vender y más los poseedores de

disponibilidades que deseen hacer el ventajoso negocio de adquirirlos. En cambio, si el precio ofrecido por los valores o fincas es elevado (tipo de capitalización bajo), el dinero se retraerá de esa demanda y la oferta de esos bienes aumentará, pues aun muchos que no necesitan vender o que tienen escasa necesidad de hacerlo, se sentirán incitados por el precio favorable.

Mas aquí no sucederá, como en el caso del mercado de crédito, que se pueda llegar a un tipo de capitalización cero, por grande que la oferta de disponibilidades sea en relación con la de bienes mobiliarios e inmobiliarios, pues proporcionando esos valores una renta absoluta y finita, la renta relativa no puede llegar a ser nula, a menos de ser infinito el precio que alcancen.

Ahora bien, entre dos mercados que tienen elementos comunes ha de haber una relación necesaria. La cesión en préstamo y la adquisición de bienes de renta son colocaciones sucedáneas de las disponibilidades. De donde se deduce que, si el interés ganado por las disponibilidades colocadas en uno de ellos fuera desproporcionadamente mayor que en el otro, sus poseedores las llevarían con preferencia al de mayor rendimiento. Y si ellos no lo hicieran, la especulación se encargaría de tomar las disponibilidades en el mercado de menor coste y llevarlas al otro, hasta parificar las rentas relativas, salvo lo que se considere como margen de compensación por los diversos inconvenientes, riesgos, etc., de cada colocación. Luego si el interés no puede llegar nunca a ser nulo en el mercado de rentas, tampoco lo podrá ser en el de crédito, aunque originariamente no haya en este último ningún impedimento para ello, como pretende Gustavo Cassel.

Aunque las disponibilidades no pueden racionalmente ser escasas para sus empleos reales, es ya claro por qué alcanzan un precio y por qué se produce en el mercado de crédito una escasez relativa de ellas a causa de la limitación de abasto que sobre él ejerce la atracción del mercado de rentas.

#### EL MERCADO DE ESPECULACION

La especulación es un negocio que procura aprovechar las diferencias de precios, los márgenes de lucro que existen o que se piensa que van a producir entre diferentes mercados, diferentes por su naturaleza, por su situación o por el tiempo. La especulación atiende a una condición única: ser remuneradora u ofrecer al



menos perspectivas de serlo. La especulación es muy activa en momentos de grandes variaciones de cotización, y se hace lenta cuando los precios se estabilizan. Esta es la razón de que haya considerables variaciones en el mercado especulativo en cuanto al volumen de las transacciones y, por lo tanto, en la velocidad de circulación. Donde la especulación halla sus mayores ocasiones es en el mercado de rentas, pues en él, para las más pequeñas variaciones del tipo de interés real, se producen grandes cambios de cotización, que se pueden estimar en veinte, veinticinco o treinta veces superiores a la variación del tipo de cotización o de la renta absoluta del valor de renta variable.

La especulación no supone una inversión, ni siquiera una colocación estable, de disponibilidades. Por ello no exige menos una cierta masa de recursos dinerarios entretenida en la realización de las operaciones que implica, en la verificación de los pagos que origina. Como esas disponibilidades representan un coste variable, según las facilidades del mercado, las especulaciones, como todos los negocios, se hallan limitadas en sus frutos por el interés corriente del mercado. Inversamente, el enrarecimiento de disponibilidades que origina sobre el mercado de rentas y el de crédito contribuye a elevar el punto de equilibrio del tipo de interés, que se haría elevadísimo en los momentos de gran actividad especulativa si no se reemplazase en gran parte por medios de pago ficticios el dinero requerido por las transacciones especulativas.

#### DINAMICA DE LAS CRISIS

Trazando páginas antes el esquema formal del ciclo económico, nos faltaba establecer lógicamente cuál es la fuerza animadora de ese ciclo, el agente determinante de la rotura del equilibrio en los procesos de prosperidad y que los hacen evolucionar fatalmente hacia la crisis de depresión.

La causa es ahora patente; consiste en la atracción y repulsión alternativas que el mercado de rentas y, subordinadamente, el de especulación ejercen sobre las disponibilidades, manteniendo así en el de crédito, en el de inversiones reales, una escasez que les hace adquirir un premio; premio que no podría existir de otro modo, porque genéricamente debe de haber un equilibrio perfecto entre ahorro e inversión, entre oferta de disponibilidades y su de-

manda para fines industriales, equilibrio que es destruido por esta diversión de las disponibilidades.

En un momento dado existe un tipo de interés, no un tipo de interés natural, como dicen Keynes, Cassel y otros economistas, porque el tipo de interés que podríamos llamar natural con propiedad es el interés cero, sino un tipo de interés determinado por la oferta y la demanda de disponibilidades en el mercado de rentas y que puede hallarse en equilibrio en aquel momento con el precio del dinero para la industria. Ese punto de equilibrio no es el de paridad, es aquel para el cual existe indiferencia para un poseedor de recursos líquidos en colocarlos en el mercado de rentas o prestarlos para fines productivos. Si en tal momento se alteran las condiciones del mercado productor de tal modo que el margen de beneficio industrial aumenta—por ejemplo, a causa de alguna aplicación técnica que permite reducir los costes de producción mediante una transformación del instrumental productor—, las disponibilidades se sienten atraídas con preferencia hacia la inversión industrial.

El efecto inmediato de ello es que se reduzca el abasto de disponibilidades en el mercado de rentas y en consecuencia bajen las cotizaciones, o lo que es lo mismo, suban los tipos de renta relativa. Si los acontecimientos se desarrollasen con una precisión matemática, ese movimiento de disponibilidades hacia la producción se detendría en el preciso momento en que el alza del tipo de interés en el mercado de rentas y la baja de los precios de los productos en el de mercancías a causa de la competencia, reduciendo el margen de lucro industrial, estableciera un nuevo punto de equilibrio o indiferencia a un tipo de interés más elevado. Prácticamente las cosas no suceden así, porque como entre el momento en que se advierte la mayor lucratividad circunstancial de la inversión productiva y aquel en que los efectos de esa inversión se hacen notar en el mercado de productos media bastante tiempo, durante el cual los capitalistas no están orientados acerca de si la inversión resultara excesiva, se sobrepasa el punto de equilibrio matemático, de suerte que cuando las nuevas inversiones se han hecho efectivas, los ramos afectados resultan menos remuneradores para el capital que las colocaciones en el mercado de rentas.

Mientras la capitalización intensiva se ha desarrollado, las dos corrientes de reversión de disponibilidades a la circulación productiva (véase esquema) ha superado a la de ahorro hacia el mercado financiero. El fondo productivo se ha aumentado, y con él la de-



manda en los diversos sectores de la producción, lo cual estimula los precios, y es un motivo para nuevas inversiones de capital, puesto que los márgenes de lucro crecen en todos los ramos de la producción. Mas con ello también la tensión del mercado financiero crece, tensión que generalmente se logra paliar con el aumento de los medios de pago crediticios.

Así sobreviene el momento en que se hacen sensibles los efectos de haber excedido en muchos sectores el punto de equilibrio de las inversiones. Entonces resulta más atractivo para los capitalistas poseedores de capital líquido el colocarlo en el mercado de rentas que el reverterlo a la producción. El volumen de la corriente ascendente de ahorros y reservas supera al de las dos descendentes, de inversión productiva e improductiva, con lo cual el fondo productivo enflaquece. Disminuye la demanda global de los consumidores y las dificultades de los industriales comienzan. Bajan los precios y al fin se precipitan bajo el efecto de la liquidación forzosa de *stocks*. Ruinas en las industrias, pérdidas para los capitalistas, paro forzoso y toda la secuela de efectos cuyo encadenamiento ya hemos descrito con mayor detalle.

La dificultad para que la depresión se cure consiste en que todo concurre a acentuarla: la falta de demanda de los consumidores a causa del paro y de la disminución de las remuneraciones; el escarmiento recibido por los capitalistas que han perdido parte de sus capitales, cuando no todas sus inversiones; el aumento de los tipos de capitalización, si, como sucede con frecuencia en estos casos, la inquietud social y política mantiene las disponibilidades atesoradas, esto es, a la vez fuera de la circulación productiva y financiera.

Cuando trabajosamente se ha llegado a un nuevo equilibrio y la prosperidad se ha iniciado de nuevo por una inversión abundante de disponibilidades acumuladas durante el marasmo industrial, pronto el golpe de ariete determinado por el vacío relativo de capitales líquidos en los mercados de rentas y especulación engendra otra vez la misma sucesión de fenómenos, sin que la prosperidad haya permitido utilizar, sino en muy pequeña parte, las posibilidades contenidas en los progresos técnicos alcanzados.

Si a la falta de desarrollo de los adelantos técnicos se une el trabajo que queda baldío por el paro, las energías que hay que distraer para defenderse contra las reacciones de la miseria y el malestar, la desorganización que en el mecanismo industrial deter-

minan estas bruscas perturbaciones que hacen creer a muchos que el progreso es un mal, el desánimo que determina en los posibles ahorradores las cuantiosas pérdidas de capitales, se comprenderá cuán mermada resulta la producción con respecto a sus posibilidades prácticas, hasta el extremo que es de creer que la capacidad productora real está reducida en la actualidad a una parte alícuota muy pequeña de la potencial. ¿Y cómo no habría de ser así cuando acontece que hay que destruir parte de los productos obtenidos para evitar la ruina de los productores?

#### ¿COMO MANTENER EL EQUILIBRIO ECONOMICO?

Todo mecanismo económico que no se regula automáticamente funciona mal. Si las grandes fluctuaciones económicas han de ser evitadas, es necesario encontrar un medio de que la producción y la demanda se mantengan automáticamente equilibradas. No hay más que una manera de conseguir esto: que todo el poder de demanda nacido de la producción venga íntegramente a constituir demanda en un plazo breve. Esa demanda, según que se ahorre más o menos, se hallará constituida en diferente proporción de artículos de consumo y artículos de capitalización o de utilidad pública, y, por consiguiente, de trabajo utilizable para cada uno de estos fines, pero su integral no variará en tanto no varíe el volumen mismo de la producción total.

El sistema radical para conseguir esto, probablemente el único sistema eficaz, es suprimir el mercado de rentas y en lo posible el de especulación, que, con suprimir aquél y evitar las oscilaciones bruscas de precios como se evitarían en una economía equilibrada, puede decirse que quedaría prácticamente anulado.

Suprimir el mercado de rentas quiere decir declarar legalmente abolida la permutabilidad de los bienes de renta, no, naturalmente, declarar abolidos esos bienes que representan el capital, el ahorro, las reservas de poder de demanda constituídas hasta hoy y cuyo valor habrá de ser reintegrado en forma líquida a sus propietarios a medida que necesiten hacer uso del poder de demanda que economizaron, lo que puede hacerse sin sacrificio para nadie con los nuevos ahorros que se formen y de que no se necesitará disponer hasta más adelante, cuando llegue el momento para el cual



sus titulares constituyen a su vez la reserva de poder de demanda.

El mercado de rentas no representa ningún servicio esencial para la sociedad, como el mercado ordinario, en el que se hace la distribución de los productos. El mercado de rentas ofrece medio y ocasión para colocar los ahorros, pero esa colocación ya hemos visto que socialmente es infecunda; es más, como consecuencia de la variable masa de recursos que absorbe, es la causa radical de los ciclos económicos y determina los mayores males. El régimen de ahorro privado, es decir, de formación privada del capital, debe mantenerse como una de las bases más firmes del progreso económico, pero, al mismo tiempo, es necesario que, sin perjuicio de que el ahorro cumpla los fines individuales para los cuales se constituye, atienda a los fines sociales que le competen. En cosas como ésta descansa la armonía entre la colectividad y sus individuos, de cuya falta derivan todos los desórdenes.

Lo que el ahorro necesita hacer inmediata y urgentemente es invertirse en fines de utilidad social, en bienes reales permanentes, ora sean capitales fijos, ora obras de utilidad pública, y para ello es menester que esos ahorros no hallen otros caminos de derivación que los separen, aunque sea temporalmente, de esta urgencia perentoria.

Las economías de los individuos como de las empresas o colectividades, han de ir seguidamente a instituciones adecuadas de capitalización que designaremos en su conjunto y de un modo general como el organismo bancario del país. Ese organismo bancario debe proveer a la inversión en la industria de toda aquella parte que la industria absorba al tipo de capitalización más bajo que se pueda conseguir, porque esa parte así invertida por iniciativa privada representa el más alto coeficiente de utilidad social. Lo que la industria no absorba debe ser centralizado e invertido públicamente en obras de utilidad general sin pago de renta alguna, pues es absurdo que se pague un premio por la realización de una función de utilidad pública que ha de ser uno de los deberes fundamentales del Estado y demás organismos públicos.

La Banca recogerá el ahorro, cumplirá con el primer deber de hacer los reintegros que se soliciten; del remanente atenderá las necesidades de la industria, y el resto quedará para fines públicos. El efecto de ello sería reducir a cero el precio del dinero para fines industriales. Ese precio quedaría limitado a la prima de riesgo que

la inversión industrial comporta y al coste de la operación bancaria: el primero se reduciría enormemente por la evitación de las crisis, y el riesgo fortuito podría salvarse con un seguro de escasa prima; el coste de la operación bancaria también podría llegar a resultar prácticamente casi nulo por la racionalización del crédito y de la Banca, de finalidad entonces muy limitada y concreta.

GERMÁN BERNÁCER.