

El hecho de que los supuestos de la situación estática sean a menudo básicos en la teoría económica actual, introduce en ella un elemento importante de irrealidad. Pero la introducción de los conceptos del costo de uso y de la eficiencia marginal del capital, según antes se definieron, tendrá por efecto, según creo, volverlos a la realidad, en tanto que se reduce a un mínimo el grado indispensable de adaptación.

La razón de que el futuro económico esté ligado con el presente se encuentra en la existencia de equipo duradero. Por tanto, el hecho de que la expectativa del futuro afecte el presente a través del precio de demanda del equipo duradero, concuerda y se conforma a nuestros principios generales de pensamiento. [146]

EL ESTADO DE LAS EXPECTATIVAS A LARGO PLAZO

I

HEMOS visto en el capítulo anterior que la escala de inversión depende de la relación entre la tasa de interés y la curva de eficiencia marginal del capital correspondiente a diversas escalas de inversión corriente, en tanto que la eficiencia marginal del capital depende de la relación entre el precio de oferta de un bien de capital y su rendimiento probable. En este capítulo consideraremos con mayor detalle algunos de los factores que determinan dicho rendimiento.

Las consideraciones en que se basan las expectativas sobre los rendimientos probables son, por una parte, los hechos que podemos dar por conocidos con más o menos certeza y, por otra, los acontecimientos futuros que sólo pueden preverse con relativa seguridad. Entre los primeros se pueden mencionar las existencias actuales de ciertas clases de bienes de capital y de éstos en general, así como la fuerza que tenga la demanda de los consumidores de artículos que requieran para su producción eficiente ayuda relativamente mayor del capital. Entre los últimos se cuentan los cambios futuros en la clase y cantidad de las existencias de bienes de capital y en los gustos de los consumidores; la fuerza de la demanda efectiva en diversos periodos, mientras dura la inversión de referencia, y los cambios en la unidad de salarios, en términos de dinero, que pueden ocurrir durante el mismo periodo. Podemos resumir la situación de las expectativas psicológicas sobre estos [147] últimos puntos diciendo que es el *estado de las expectativas a largo plazo*, distinguiéndolas de las expectativas a corto plazo en que se basa el productor para estimar lo que podrá obtener de un producto cuando esté terminado, en el supuesto de que se decida a iniciar su producción en la actualidad con el equipo existente, lo que ya examinamos en el capítulo 5.

II

Al planear nuestras expectativas sería torpe atribuir gran influencia a motivos que sean muy inciertos.¹ Por tanto, es razonable

¹ Con "muy inciertos" no quiero decir lo mismo que con "muy improbables". Cf. mi *Treatise on Probability*, cap. vi, sobre "La importancia de los argumentos".

dejarse guiar principalmente por los hechos que nos inspiren cierta confianza, aunque tengan una importancia menos decisiva para nuestros fines, que por otros poco y vagamente conocidos. Por este motivo, los hechos propios de la situación presente entran, desproporcionadamente en cierto sentido, en la formación de nuestras expectativas a largo plazo, siendo nuestra costumbre fijarnos en la situación actual para proyectarla en el futuro, modificándola únicamente según los motivos más o menos definidos que tengamos para esperar una variación.

El estado de expectativa a largo plazo que sirve de base a nuestras decisiones, depende, por tanto, no sólo de los pronósticos más probables que podamos realizar, sino también de la *confianza* con que hagamos la previsión —de qué magnitud estimamos la probabilidad de que nuestro mejor pronóstico sea por completo equivocado—. Si esperamos grandes modificaciones pero estamos muy inseguros sobre la forma precisa en que ocurrirán, entonces nuestra confianza será débil.

El *estado de confianza*, como se le llama, es un asunto al que los hombres prácticos conceden la atención más estrecha y preocupada. Pero los economistas no lo han analizado cuidadosamente y se han conformado como regla con estudiarlo [148] en términos generales. En particular no se ha puesto en claro que su predominio en los problemas económicos viene a través de su importante influencia sobre la curva de la eficacia marginal del capital. Ni son dos factores separados que afectan la tasa de inversión, es decir, la curva de la eficiencia marginal del capital y el estado de la confianza. El estado de la confianza tiene importancia porque es uno de los principales entre los factores que determinan la eficiencia marginal del capital, que es igual que la curva de demanda de inversión.

Sin embargo, no hay mucho que decir *a priori* sobre el estado de la confianza. Nuestras conclusiones deben depender, esencialmente, de la observación real de los mercados y de la psicología de los negocios. Por este motivo la digresión siguiente se encuentra en un plano de abstracción distinto al de la mayor parte de este libro.

Por motivos de conveniencia en la exposición supondremos en el estudio que vamos a iniciar sobre el estado de la confianza, que la tasa de interés no se altera; y procederemos en las secciones siguientes como si los cambios en el valor de las inversiones fueran consecuencia solamente de cambios de la expectativa de sus rendimientos probables y de ninguna manera de modifica-

ciones en la tasa de interés a que se capitalizan dichos rendimientos. El efecto de las variaciones en dicha tasa se sobrepone fácilmente, sin embargo, al efecto de los cambios en el estado de la confianza.

III

El hecho más destacado es lo extremadamente precario de las bases de conocimiento en que han de basarse nuestros cálculos de los rendimientos probables. Nuestro conocimiento de los factores que regirán el rendimiento de una inversión en los años venideros próximos es frecuentemente muy ligero y a menudo desdeñable. Si hemos de hablar con franqueza, tenemos que admitir que las bases de nuestro conocimiento para calcular el rendimiento probable en los diez años próximos de un ferrocarril, una mina de cobre, una fábrica textil, la clientela de una medicina patentada, una línea trasatlántica [149] de vapores o un edificio en la City de Londres, es muy limitado y a veces nulo; y aun lo es en los cinco años próximos. De hecho, quienes intentan en serio realizar semejante estimación se encuentran en tal minoría que su conducta no gobierna el mercado.

En otros tiempos, cuando casi todas las empresas eran propiedad de los empresarios o de sus amigos y asociados, la inversión dependía de que hubiera suficientes individuos de temperamento sanguíneo e impulsos constructivos, que emprendieran negocios como una forma de vivir, sin basarse en cálculos precisos acerca de las ganancias probables. El asunto era en parte una lotería, aunque el resultado final dependía mucho de si la habilidad y el carácter de los directores estaban por encima o por debajo del promedio. Algunos fracasarían y otros tendrían éxito; pero aún después de los acontecimientos nadie sabría si el promedio de los resultados, medido en las sumas de inversión, había excedido, igualado o quedado corto en relación con la tasa predominante de interés; aunque, si excluimos la explotación de los recursos naturales y los monopolios, es probable que el promedio real de los resultados de las inversiones, aun en periodos de progreso y prosperidad, haya defraudado las esperanzas que indujeron a invertir. Los hombres de negocios jugaban un juego que era una mezcla de habilidad y suerte, cuyo resultado medio para los jugadores es desconocido para quienes participan en él. Si la naturaleza humana no sintiera la tentación de probar suerte, ni satisfacción (abstracción hecha de la ganancia) en construir una

fábrica, un ferrocarril, una mina o una hacienda, no habría mucha inversión como resultado simplemente de cálculos fríos.

Sin embargo, las decisiones de invertir en negocios privados del viejo tipo eran, en gran parte, irrevocables no sólo para la comunidad en conjunto, sino también para los individuos. Con la separación entre la propiedad y la dirección que priva hoy, y con el desarrollo de mercados de inversión organizados, ha entrado en juego un nuevo factor de gran importancia, que algunas veces facilita la inversión, pero también contribuye a veces [150] a aumentar mucho la inestabilidad del sistema. Cuando faltan los mercados de valores no tiene objeto intentar reevaluar con frecuencia una inversión en la cual nos hemos comprometido. Pero la bolsa reevalúa muchas inversiones todos los días y estas revaluaciones dan frecuentes oportunidades a los individuos (aunque no a la comunidad en conjunto) para revisar sus compromisos. Es como si un agricultor, habiendo observado su barómetro después del desayuno, decidiera retirar su capital del negocio agrícola entre diez y once de la mañana y reconsiderar si debía volver a él posteriormente durante la semana. Pero las revaluaciones diarias de la bolsa de valores, aunque se hacen con el objeto principal de facilitar traspasos entre individuos de inversiones pasadas, ejercen inevitablemente influencia decisiva sobre la tasa de las inversiones corrientes; porque no tiene sentido crear una nueva empresa incurriendo en un gasto mayor que aquel a que se puede comprar otra igual ya existente, mientras que hay un incentivo para gastar en un nuevo proyecto lo que podría parecer una suma extravagante, si puede venderse en la bolsa de valores con una ganancia inmediata.² Por eso ciertas clases de inversiones se rigen por el promedio de las expectativas de quienes trafican en la bolsa de valores, tal como se manifiesta en el precio de las acciones, más bien que por las expectativas genuinas del empresario profesional.³ ¿Cómo se manejan, entonces, en la práctica, estas revaluaciones tan importantes de las inversiones existentes que se realizan cada día y aun cada hora? [151]

² En mi *Treatise on Money* (vol. II, p. 195) advertí que cuando las acciones de una compañía se cotizan muy alto, de manera que puede obtener más capital emitiendo nuevas acciones en condiciones favorables, esto tiene el mismo efecto que si pudiera obtener préstamos a tasa reducida de interés. Ahora describiría este hecho diciendo que una cotización alta para los valores existentes supone un aumento en la eficiencia marginal de la clase correspondiente de capital y, por tanto, tiene el mismo efecto (desde el momento que la inversión depende de una comparación entre la eficiencia marginal del capital y la tasa de interés) que una baja en la tasa de interés.

³ Esto no es aplicable, por supuesto, a los tipos de empresa que no pueden comercializarse fácilmente, o a los cuales no corresponde estrechamente algún valor negociable. Las clases que antes quedaban comprendidas en esta excepción eran nu-

IV

En la práctica hemos convenido tácitamente, por regla general, en referirnos a lo que en realidad es una *convención*. La esencia de ésta —aunque desde luego no funciona con tanta sencillez— está en suponer que la situación existente en los negocios continuará por tiempo indefinido, excepto cuando tengamos razones concretas para esperar una modificación. Esto no quiere decir que en realidad creamos en la duración indefinida del estado actual de los negocios. Sabemos por experiencia repetida que esto es lo más improbable. Los resultados efectivos de una inversión a largo número de años rara vez coinciden con las expectativas originales. Tampoco podemos racionalizar nuestra conducta argumentando que para un hombre ignorante los errores en cualquier sentido son igualmente probables, de tal manera que subsiste una previsión actuarial media basada en igualdad de probabilidades; porque fácilmente puede demostrarse que el supuesto de la posibilidad aritmética de igualdad de probabilidades, basado en un estado de ignorancia, conduce a absurdos. En efecto, estamos suponiendo que la valuación existente en el mercado, independientemente de cómo se ha llegado a ella, es *correcta* únicamente en relación con nuestro conocimiento actual de los hechos que influirán sobre el rendimiento de la inversión; y que sólo cambiará en proporción a las variaciones en dicho conocimiento; aunque, filosóficamente hablando, no puede ser del todo correcto desde el momento que nuestro conocimiento actual no nos da bases suficientes para una expectativa matemática calculada. En realidad, en las valoraciones del mercado entran consideraciones de todas clases que de ninguna manera se relacionan con el rendimiento probable.

No obstante, el método convencional de calcular antes mencionado será compatible con una considerable permanencia y estabilidad en nuestros asuntos, *mientras podamos confiar en la continuidad de la convención*.

Porque si existen mercados organizados para la inversión y si podemos confiar en que el convenio no variará, un inversio-

nerosas; pero considerando la proporción que guardan con el valor total de las nuevas inversiones, están perdiendo importancia rápidamente.

nista puede legítimamente animarse con la [152] idea de que el único riesgo que corre es el de un cambio real en las condiciones *del futuro inmediato*, sobre cuya probabilidad puede intentar formarse un juicio propio, y que no es probable que el cambio sea muy grande; pues suponiendo que la convención siga en pie, estos cambios son los únicos que pueden afectar el valor de su inversión y no necesita perder el sueño por el simple hecho de no tener idea de lo que podrá valer diez años más tarde. Así la inversión se vuelve razonablemente "segura" para el inversionista individual en periodos cortos, y, en consecuencia, en una sucesión de los mismos, no importa cuántos, si puede confiar razonablemente en que no se quebrantará la convención y en que, por tanto, tendrá oportunidad para revisar sus conclusiones y modificar la inversión antes de que haya tiempo suficiente para que ocurran grandes alteraciones. De este modo, las inversiones que son "fijas" para la comunidad se vuelven "líquidas" para el individuo.

Estoy seguro de que nuestros principales mercados de inversión se han desarrollado siguiendo lineamientos parecidos; pero no debemos sorprendernos de que una convención tan arbitraria desde un punto de vista absoluto tenga sus puntos débiles. El que sea precario es lo que crea una parte no pequeña de nuestro problema contemporáneo de lograr un volumen suficiente de inversión.

V

Pueden mencionarse brevemente algunos de los factores que aumentan esta debilidad.

1) Como resultado del aumento gradual de la proporción que representan en la inversión global de capital de la comunidad los títulos o valores de rendimiento variable que poseen las personas que no dirigen ni tienen conocimiento especial de las circunstancias, sean presentes o futuras, de los negocios en cuestión, ha disminuido seriamente el elemento de conocimiento real que hay en la valuación de las inversiones por quienes las poseen o proyectan comprarlas.

2) Las fluctuaciones diarias de las ganancias de las inversiones existentes [153], que son a todas luces de carácter efímero y poco importante, tienden en conjunto a tener una influencia excesiva y aun absurda sobre el mercado. Se dice, por ejemplo, que las acciones de las compañías manufactureras de hielo norteamericanas tienden a venderse a un precio más alto en verano, cuando

sus dividendos son estacionalmente elevados, que en invierno, cuando nadie quiere ese producto. La repetición de los días de fiesta oficiales puede elevar la valoración del mercado del sistema ferrocarrilero británico en varios millones de libras esterlinas.

3) Una valoración convencional que se establece como resultado de la psicología de masa de gran número de individuos ignorantes está sujeta a modificaciones violentas debidas a un cambio violento en la opinión como consecuencia de factores que en realidad no significan gran cosa para el rendimiento probable, ya que no habrá motivos de convicción fuertemente arraigados para mantenerla con firmeza. En tiempo anormales, particularmente cuando la hipótesis de una continuación indefinida del estado actual de los negocios es menos probable que de ordinario, aun cuando no existan motivos expresos para anticipar un cambio definido, el mercado estará sujeto a oleadas de sentimientos optimistas o pesimistas, que son irrazonables y sin embargo legítimos, en cierto sentido, cuando no hay bases sólidas para un cálculo razonable.

4) Pero hay un rasgo distintivo que merece nuestra atención. Podría haberse supuesto que la competencia entre los profesionales expertos, que poseen más juicio y conocimiento que el inversionista privado medio, corregiría las extravagancias del individuo ignorante abandonado a sí mismo. Sucede, sin embargo, que las energías y la habilidad del inversionista profesional y del especulador están ocupadas principalmente en otra parte. Porque la mayoría de estas personas no está, de hecho, dedicada en primer término, a realizar previsiones superiores a largo plazo respecto al rendimiento probable de una inversión por todo el tiempo que dure, sino a prever cambios en las bases convencionales de valuación con un poco más de anticipación que el público en general. No se ocupan de lo que realmente significa un valor de inversión [154] para el hombre que lo compra "para siempre", sino de en cuánto lo estimará el mercado dentro de tres meses o un año, bajo la influencia de la psicología de masa. Más aún, esta conducta no es resultado de una inclinación disparatada. Es consecuencia inevitable de un mercado de inversión organizado de acuerdo con las normas descritas; porque no es sensato pagar 25 por una inversión cuyo rendimiento probable se cree que justifica un valor de 30, si al mismo tiempo se supone que el mercado lo estimará en 20 tres meses después.

De este modo, el inversionista profesional se ve forzado a estar alerta para anticipar esos cambios inminentes, en las noticias

o en la atmósfera, que, según la experiencia demuestra, tienen más influencia sobre la psicología de masa del mercado. Éste es el resultado inevitable de los mercados de inversión que se organizan para lograr lo que se llama "liquidez". Entre las máximas de la finanza ortodoxa, ninguna, seguramente, es más antisocial que el fetiche de la liquidez, la doctrina según la cual es una virtud positiva de las instituciones de inversión concentrar sus recursos en la posesión de valores "líquidos". Olvida que las inversiones no pueden ser líquidas para la comunidad como un todo. La finalidad social de la inversión realizada con conocimiento de causa debería ser el dominio de las fuerzas negativas del tiempo y la ignorancia que rodean nuestro futuro. El objeto real y particular de la mayor parte de las inversiones de los expertos, hoy día, es "ganar la delantera" (*to beat the gun*), como dicen los norteamericanos; ser más listo que el vulgo, y encajar la moneda falsa o que se está depreciando a otra persona.

Esta batalla de viveza para prever las bases de la valoración convencional con unos cuantos meses de antelación, más bien que el rendimiento probable de una inversión durante años, ni siquiera necesita corderos entre el público para saciar las fauces de los lobos profesionales: estos últimos pueden jugar entre sí. Ni tampoco se requiere que alguien conserve su fe ingenua en que las bases convencionales de la valoración tengan alguna validez genuina a largo plazo; porque es, por decirlo así, el juego [155] del anillo de la solterona o de las sillas musicales —un pasatiempo en que el vencedor es quien pasa a su vecino el anillo ni demasiado pronto, ni demasiado tarde, antes que termine el juego, y es el que consigue una silla al cesar la música—. Estos entretenimientos pueden jugarse con diversión y deleite, aunque todos los jugadores sepan que lo que está circulando es el anillo o que cuando la música deje de tocar, algunos de ellos no encontrarán asiento.

O, para cambiar un poco la metáfora, la inversión por profesionales puede compararse a esos concursos de los periódicos en que los concursantes tienen que seleccionar las seis caras más bonitas entre un centenar de fotografías, ganando el premio aquel competidor cuya selección corresponda más aproximadamente al promedio de las preferencias de los competidores en conjunto; de tal manera que cada concursante ha de elegir, no los semblantes que él mismo considere más bonitos, sino los que crea que serán más del agrado de los demás concursantes, todos los cuales observan el problema desde el mismo punto de vista. No es el caso

de seleccionar aquellas que, según el mejor juicio propio, son realmente las más bellas, ni siquiera las que la opinión general cree que lo son efectivamente. Hemos alcanzado el tercer grado en el que dedicamos nuestra inteligencia a anticipar lo que la opinión promedio espera que sea la opinión promedio. Y existen algunos, según creo, que practican los grados cuarto, quinto y otros superiores.

Si el lector objeta que, a la larga, un individuo experimentado y no perturbado por el pasatiempo debe poder ganar grandes sumas a los otros jugadores, si sigue comprando inversiones de acuerdo con sus expectativas más perfectas a largo plazo, podría objetársele, ante todo, que hay, en verdad, individuos de mentalidad tan seria como ésta, y que un mercado de inversión será muy diferente según que la influencia de esta gente sería predominante o no sobre la opinión de los jugadores. También debemos añadir que hay [156] varios factores que comprometen el predominio de tales individuos en los mercados de inversión modernos. La inversión basada en las expectativas auténticas a largo plazo es tan difícil en la actualidad que apenas puede ponerse en práctica. Quién intente hacerla, seguramente deberá sobrellevar días mucho más laboriosos y correr riesgos mucho mayores que quien trata de adivinar mejor que la muchedumbre lo que ésta hará; y, a igualdad de inteligencia, puede cometer equivocaciones más desastrosas. La experiencia no da pruebas claras de que una política de inversión ventajosa socialmente coincida con la más productiva. Se necesita más inteligencia para derrotar las fuerzas del tiempo y nuestra ignorancia respecto al futuro que para ganar la delantera. Más todavía, la vida no es bastante larga, la naturaleza humana desea resultados rápidos, hay un deleite particular en hacer dinero pronto, y las ganancias remotas son descontadas por el hombre medio a tasas muy altas. El juego de los inversionistas profesionales es intolerablemente aburrido y demasiado exigente para cualquiera que esté completamente libre del instinto de jugador; en tanto que quien lo posee ha de pagar el correspondiente tributo por esta inclinación. Aún más, un inversionista que se proponga pasar por alto las fluctuaciones a corto plazo en el mercado necesita mayores recursos para su seguridad y no debe operar en tan gran escala, si es que en alguna, con dinero prestado —y ésta es una razón más de los rendimientos superiores que el pasatiempo da a quien posee cierto acopio de inteligencia y recursos—. Finalmente es el inversionista a largo plazo, aquel que más promueve el interés público, quien en la

práctica levanta contra sí mayor crítica, dondequiera que los fondos de inversión sean manejados por comités, o consejos, o bancos; ⁴ porque la esencia de esta conducta es la de que deba ser excéntrica, sin convencionalismos y temeraria a los ojos de la opinión media. Si tiene éxito, eso únicamente confirmará la creencia general en su temeridad; y si [157] fracasa en corto plazo, lo que es muy probable, no habrá mucha compasión para la víctima. La sabiduría mundana enseña que es mejor para la reputación perder limpiamente que ganar con trampa.

5) Hasta ahora hemos tenido presente ante todo el estado de confianza del especulador o del inversionista especulativo mismo y podría parecer que hemos supuesto tácitamente que, si él está satisfecho con sus propias perspectivas, tiene dominio ilimitado sobre el dinero a la tasa de interés del mercado. Este no es el caso real, ciertamente, y por ello debemos tener también en cuenta la otra faceta del estado de la confianza, es decir, la confianza de las instituciones de crédito en aquellos que buscan préstamos en ellas, que algunas veces se ha descrito como el estado del crédito. Una baja violenta en el precio de los valores de rendimiento variable que haya tenido reacciones desastrosas sobre la eficiencia del capital, puede haberse debido al debilitamiento de la confianza especulativa o del estado del crédito. Pero mientras el debilitamiento de cualquiera de los dos es suficiente para ocasionar una baja violenta, la recuperación necesita que *ambos* revivan; porque mientras el debilitamiento del crédito es suficiente para ocasionar una postración, su fortalecimiento, aunque es requisito previo de la recuperación, no basta.

VI

Estas consideraciones no deberían quedar fuera de la esfera del economista; pero deben ser relegadas a su justa perspectiva. Si se me permite aplicar el término *especulación* a la actividad de prever la psicología del mercado, y la palabra *empresa*, o *espíritu de empresa*, a la tarea de prever los rendimientos probables de los bienes por todo el tiempo que duren, de ninguna manera es cierto que siempre predomine la especulación sobre la empresa. No obstante, a medida que mejora la organización de los mer-

⁴ La práctica que generalmente consideran prudente los *trust* de inversión o las oficinas de seguros, de calcular con frecuencia, no sólo el ingreso de su cartera de inversión, sino también la valoración de su capital en el mercado, puede igualmente tender a enfocar demasiada atención sobre las fluctuaciones a corto plazo en el mismo.

cados de inversión, el riesgo del predominio de la especulación aumenta. En uno de los mayores mercados de inversión del mundo, como Nueva York, la [158] influencia de la especulación (en el sentido anterior) es enorme. Aun fuera del campo de las finanzas, los norteamericanos son capaces de interesarse demasiado por descubrir lo que la opinión media cree que será la opinión media; y esta debilidad nacional encuentra su Némesis en el mercado de valores. Se dice que es raro que un norteamericano invierta, como lo hacen muchos ingleses todavía, "para percibir una renta"; y no será fácil que compre un valor redituable si no tiene la esperanza de una apreciación del capital. Esto es sólo una forma de decir que cuando el norteamericano compra una inversión está poniendo sus esperanzas, no tanto en su rendimiento probable como en un cambio favorable en las bases convencionales de valoración; es decir, que es, en el sentido anterior, un especulador. Los especuladores pueden no hacer daño cuando sólo son burbujas en una corriente firme de espíritu de empresa; pero la situación es seria cuando la empresa se convierte en burbuja dentro de una vorágine de especulación. Cuando el desarrollo del capital en un país se convierte en subproducto de las actividades propias de un casino, es probable que aquél se realice mal. La medida del éxito obtenido por Wall Street, considerada como una institución cuya finalidad social es guiar las nuevas inversiones por los cauces más productivos en términos de rendimiento futuro, no puede presentarse como uno de los triunfos prominentes del capitalismo de *laissez faire* —lo que no es sorprendente si estoy en lo justo al pensar que los mejores cerebros de Wall Street se han orientado de hecho hacia un fin diferente.

Estas tendencias son una consecuencia difícilmente eludible de que hayamos logrado organizar mercados de inversiones "líquidos". Generalmente se admite que, en interés público, los casinos deben ser inaccesibles y costosos, y tal vez esto mismo sea cierto en el caso de las bolsas de valores. El hecho de que los pecados de la bolsa de valores de Londres sean menores que los de Wall Street, quizá no se deba tanto a las diferencias en el carácter nacional, como a la circunstancia de que, para el inglés de tipo medio, Throgmorton Street es inaccesible y muy costosa comparada con Wall Street para el mismo tipo de norteamericano. La comisión del corredor de bolsa, los fuertes [159] cargos de los comisionistas y el pesado impuesto sobre operaciones o traslado de títulos que se paga a la Tesorería, gastos todos estos que acompañan a las operaciones en la bolsa de valores de Londres, re-

ducen la liquidez del mercado (aunque la práctica de las liquidaciones quincenales opera en sentido opuesto) lo bastante para eliminar gran parte de las operaciones características de Wall Street.⁵ La implantación de un impuesto fuerte sobre todas las operaciones de compraventa podría ser la mejor reforma disponible con el objeto de mitigar en Estados Unidos el predominio de la especulación sobre la empresa.

El espectáculo de los mercados de inversión modernos me ha llevado algunas veces a concluir que la compra de una inversión debe ser permanente e indisoluble, como el matrimonio, excepto por motivo de muerte o de otra causa grave, y esto será un remedio útil para nuestros males contemporáneos; porque tal cosa forzaría a los inversionistas a dirigir su atención solamente a las oportunidades a largo plazo; pero un pequeño examen de este recurso nos lleva a un dilema, y nos muestra cómo la liquidez de los mercados de inversión a menudo facilita, aunque algunas veces impide, el curso de las nuevas inversiones. Porque el hecho de que cada inversionista individual se haga la ilusión de que su compromiso es "líquido" (aunque esto no puede ser cierto para todos los inversionistas colectivamente) calma sus nervios y lo anima mucho más a correr el riesgo. Si las compras individuales de inversiones perdieran su liquidez, esto podría obstruir seriamente las nuevas inversiones mientras el individuo disponga de *formas alternativas* de conservar sus ahorros. Éste es el dilema. En la medida que un individuo pueda emplear su riqueza en atesorar o en prestar *dinero*, la alternativa de comprar bienes reales de capital no puede ser lo bastante atractiva (especialmente para el hombre que [160] no maneja los bienes de capital y sabe muy poco acerca de ellos), excepto cuando se organizan mercados en los que estos bienes puedan convertirse con facilidad en dinero.

La única cura radical para las crisis de confianza que afligen la vida económica del mundo moderno sería no permitir al individuo que escogiera entre consumir su ingreso y ordenar la producción de bienes específicos de capital, que, aun cuando basándose en pruebas precarias, lo impresionan como la inversión más halagüeña que está a su alcance. Podría suceder que, cuando lo acosan más que de ordinario las dudas concernientes al futuro, volviera, en su confusión, a consumir más y efectuar menos inver-

⁵ Se dice que cuando Wall Street está activo, lo menos la mitad de las compras o ventas de valores de inversión se realizan con la intención, por parte del especulador, de deshacerlas el mismo día. Esto es frecuentemente aplicable también a las operaciones con mercancías en los mercados de artículos distintos a los valores.

siones nuevas; pero esto evitaría las repercusiones desastrosas, acumulativas y de amplio alcance, que se derivan de la facilidad que tiene para gastar su ingreso en una o en otra forma, cuando la duda lo asalta de este modo.

Desde luego, quienes han subrayado los peligros sociales del atesoramiento de dinero han pensado en algo semejante; pero han tenido en cuenta la posibilidad de que el fenómeno ocurra sin modificación alguna, o al menos con algún cambio mensurable en el atesoramiento de dinero.

VII

Aun haciendo a un lado la inestabilidad debida a la especulación, hay otra inestabilidad que resulta de las características de la naturaleza humana: que gran parte de nuestras actividades positivas dependen más del optimismo espontáneo que de una expectativa matemática, ya sea moral, hedonista o económica. Quizá la mayor parte de nuestras decisiones de hacer algo positivo, cuyas consecuencias completas se irán presentando en muchos días por venir, sólo pueden considerarse como resultado de la fogosidad —de un resorte espontáneo que impulsa a la acción de preferencia a la quietud, y no como consecuencia de un promedio ponderado de los beneficios cuantitativos multiplicados por las probabilidades cuantitativas—. La "empresa" [161] sólo pretende estar impulsada principalmente por el contenido de su programa, por muy ingenioso o poco sincero que pueda ser. Se basa en el cálculo exacto de los beneficios probables apenas un poco más que una expedición al Polo Sur. De este modo, si la fogosidad se enfría y el optimismo espontáneo vacila, dejando como única base de sustentación la previsión matemática, la "empresa" se marchita y muere —aunque el temor de perder puede tener bases poco razonables como las tuvieron antes las esperanzas de ganar.

Se puede afirmar sin miedo que la "empresa" que depende de las esperanzas que miran al futuro beneficia a la comunidad en su conjunto; pero la iniciativa individual solamente será adecuada cuando el cálculo razonable esté apuntalado y soportado por la energía animal, de tal manera que la idea de pérdidas finales que a menudo detiene a los precursores, como la experiencia les demuestra a ellos y a los demás, se rechaza del mismo modo que el hombre lleno de salud hace caso omiso de sus probabilidades de muerte.

Esto quiere decir, por desgracia, no sólo que se exagera la importancia de las depresiones y retrocesos, sino que la prosperidad económica depende excesivamente del ambiente político y social que agrada al tipo medio del hombre de negocios. Si el temor de un gobierno laborista o de un New Deal deprime la "empresa", esto no tiene que ser necesariamente resultado de un cálculo razonable o de una conspiración con finalidades políticas; es simple consecuencia de trastornar el delicado equilibrio del optimismo espontáneo. Al calcular las posibilidades de inversión debemos tener en cuenta, por tanto, los nervios y la histeria, y aun la digestión o reacciones frente al estado del tiempo, de aquellos de cuya actividad espontánea depende principalmente.

No debemos deducir de esto que todo depende de oleadas de psicología irracional. Al contrario, el estado de expectativa a largo plazo es con frecuencia firme, y, aun cuando no lo sea, los otros factores ejercen efectos compensadores. Estamos simplemente acordándonos de que las decisiones humanas que afectan el futuro, ya sean personales, políticas o económicas, no pueden [162] depender de la expectativa matemática estricta, desde el momento que las bases para realizar semejante cálculo no existen; y que es nuestra inclinación natural a la actividad la que hace girar las ruedas escogiendo nuestro ser racional entre las diversas alternativas lo mejor que puede, calculando cuando hay oportunidad, pero con frecuencia hallando el motivo en el capricho, el sentimentalismo o el azar.

VIII

Hay, además, ciertos factores importantes que de algún modo mitigan en la práctica los efectos de nuestra ignorancia del futuro. Debido al mecanismo del interés compuesto, combinado con la probabilidad de obsolescencia al correr del tiempo, existen muchas inversiones individuales cuyo rendimiento probable está genuinamente dominado por los rendimientos en un futuro comparativamente cercano. En el caso de la clase más importante de inversión a muy largo plazo, a saber, la edificación, el inversionista puede con frecuencia transferir riesgo al inquilino o por lo menos repartirlo entre ambos por medio de contratos largos, estando compensado el riesgo en la mente del inquilino por las ventajas de la continuidad y la seguridad. En el caso de otro tipo importante de inversión a largo plazo, como los valores de las empresas de servicios públicos, una parte importante del ren-

dimiento probable está prácticamente garantizado por los privilegios de monopolio junto al derecho de cargar las tasas necesarias para obtener cierto margen estipulado. Finalmente, hay una clase de inversión, cada vez más importante, emprendida por las autoridades públicas, o a riesgo de las mismas, francamente influidas por el supuesto general de que hay ventajas sociales probables derivadas de ella cualquiera que pueda ser su productividad comercial dentro de un gran margen, y sin tratar de convencerse de que la previsión matemática del rendimiento sea por lo menos igual a la tasa corriente de interés —aunque la tasa que la autoridad pública [163] tiene que pagar puede desempeñar todavía papel decisivo en la determinación del volumen de operaciones de inversión que puede soportar.

De este modo, después de haber ponderado la importancia de la influencia de los cambios a corto plazo en la situación de las expectativas a largo plazo, por oposición a las modificaciones en la tasa de interés, podemos todavía volver sobre esta última y considerarla como un factor que, al menos en circunstancias normales, ejerce gran influencia, aunque no decisiva, sobre la tasa de inversión. Sólo la experiencia, sin embargo, puede mostrar hasta qué punto la intervención en la tasa de interés es capaz de estimular continuamente el volumen adecuado de inversión.

Por mi parte, soy ahora un poco escéptico respecto al éxito de una política puramente monetaria dirigida a influir sobre la tasa de interés. Espero ver al Estado, que está en situación de poder calcular la eficiencia marginal de los bienes de capital a largo plazo sobre la base de la conveniencia social general, asumir una responsabilidad cada vez mayor en la organización directa de las inversiones, ya que probablemente las fluctuaciones en la estimación del mercado de la eficiencia marginal de las diferentes clases de capital, calculadas en la forma descrita antes, serán demasiado grandes para contrarrestarlas con alguna modificación factible de la tasa de interés. [164]