

CRONICA ECONOMICA

EL MERCADO DE CAPITALS EN ESPAÑA.

Suele producirse en casi todas las economías nacionales, en cuyos mercados de capitales rigen precios más o menos libres, una onda estacional depresiva que, aproximadamente, coincide con los meses veraniegos; de hecho, puede haber excepciones, aunque el fenómeno general es el indicado.

Julio y agosto, pero en especial este último mes, suelen constituir el período de menor actividad bursátil. Por ello, las cotizaciones —*ceteris paribus*— también suelen ser las más bajas del año. A esta inestabilidad contribuye decisivamente el ser tan escaso el dinero que acude por esta época a capitalizarse en la Bolsa, que la poca oferta de valores, por escasa que sea, supera casi siempre a su demanda, con el resultado inevitable de una baja en las cotizaciones. Se deprecian los valores; desciende el volumen de operaciones, y la Bolsa deja de registrar con la sensibilidad especuladora de las otras épocas del año las vicisitudes prósperas o adversas de la vida económica nacional, o de la vida simplemente.

Quizás por esto mismo es en este período cuando puede resumirse de modo mejor la imagen del mercado de capitales, y la que a través de él podemos lograr del complejo económico nacional. En el continuo bullir de influencias de uno y otro signo sobre los equilibrios parciales que en el mercado bursátil se producen, es quizás por entonces cuando aquietados los móviles extraeconómicos (“las imperiosas vacaciones del estío”, tan exigentes hoy, como en los tiempos

de Sagasta y Silvela), es la inercia de los precios anteriores, la única fuerza que actúa con alguna decisión en el mercado.

Y si esto sucede en casi todos los mercados de valores, mucho más en las Bolsas españolas, tan tradicionalmente influidas desde siempre por los factores políticos. Pocas Bolsas tan políticas como las españolas. Si recordamos la historia contemporánea de nuestros mercados bursátiles no podemos dejar de subrayar el hecho de que fuera en mayo y junio de 1931, y en la primavera de 1936, cuando se produjo en los mismos la más fuerte oleada bajista que su historia recuerda en los últimos años, y la característica estrictamente política de las causas de semejante desplome es de por sí tan obvia que no necesita rememorarse: quema de conventos y elecciones constituyentes en 1931; Frente Popular en 1936.

Pudiera quizá alegarse frente a esta afirmación de la sensibilidad política de nuestras Bolsas el enérgico parón del alza en el otoño de 1942 y el considerable descenso de las cotizaciones a lo largo del año 1943; producto todo ello de causas entre las cuales las no económicas no parecieron ser muy sagazmente interpretadas. Y, sin embargo, el cambio de la coyuntura bursátil tuvo entonces una rotundidad lógica a machamartillo; y esto no sólo por consideraciones económicas, sino hasta políticas. El cambio de signo que por aquel entonces se produce en la guerra mundial hace intuir como verídico un posible fin —más o menos lejano: esto es otra cuestión— que hasta entonces no había por qué tomar demasiado en consideración. Todas las actividades económicas montadas al calor de las perspectivas de una guerra ilimitada recibieron en el invierno de 1942 el primer golpe a sus ilusiones; éstas se marchitaron con el frío viento de la nueva realidad mundial. Y quiénes, pensando en nuevas plusvalías de los valores, soporaban resignados una rentabilidad que escasamente rozaba el dos y medio por ciento bien pronto exigieron que las cotizaciones se acomodaran a tipos rentables más acordes con la realidad del mercado español de capitales, necesitado de una retribución media muy próxima, si no superior, al cuatro por ciento.

Por eso la fuerte baja de nuestras Bolsas en 1943 respondió por igual a intrínsecas exigencias técnicas del mercado y a

una aguda perspicacia política. En el invierno de 1942, como en el poema de Byron, "los Destinos cambiaron de caballos". De aquí el que el cese de la especulación alcista necesariamente hubiera de producirse por entonces.

La onda de baja, con mayores o menores intermitencias, ha venido prolongando su duración hasta el año 1944, y sólo a mediados de éste ha surgido un nuevo cambio de la tendencia bursátil; fenómeno que conviene analizar cuidadosamente.

En el adjunto cuadro estadístico encontramos reducida a números índices la expresión de cuál ha sido la tendencia de nuestras Bolsas durante el tiempo últimamente transcurrido.

LA COTIZACIÓN BURSÁTIL

VARIACIÓN DE LOS ÍNDICES MENSUALES SIMPLES DE COTIZACIÓN.

Base: Diciembre 1942 = 100.

FECHAS	Renta variable. Acciones Sociedades anónimas	RENDA FIJA	
		Fondos públicos	Obligaciones en general
Diciembre 1942.....	100	100	100
Marzo 1943.....	95,5	100,1	102
Junio 1943.....	87,6	100,6	102,1
Septiembre 1943.....	77,7	100,7	103
Diciembre 1943.....	74,9	100,5	103,3
Marzo 1944.....	71,6	100,7	103,5
Junio 1944.....	71,0	101,9	103,8
Septiembre 1944.....	75,7	105,5	106,3

Una primera observación se deduce de los índices del cuadro anterior: el alza ha sido general tanto en los valores de renta fija como en los de renta variable, y hasta casi se acusa más en los primeros que en los segundos, especialmente en los últimos meses del verano pasado.

Por tanto, una primera observación: en sus previsiones acerca del futuro económico español, la Bolsa parece haber perdido todo temor a incertidumbres monetarias que al alterar la capacidad del poder de compra del dinero harían irracional toda presión alcista sobre aquellos valores que representan ingresos fijos.

Pero este fenómeno del alza bursátil en los Fondos Públi-

cos y en las obligaciones en general ofrece tal sinnúmero de matices que es necesario alargar el comentario a fin de poder intuir los juicios de valor que sobre todo nuestro sistema económico y sobre la política concreta del momento se elaboran en el mercado de capitales.

En parte por la afortunada supresión, ya casi total, de los topes bursátiles; topes que concebidos originariamente como el medio más eficaz de contención de la baja han venido a servir, en sin igual paradoja, para frenar desesperadamente el alza. En parte por el original procedimiento utilizado para colocar los fondos públicos en el mercado; en parte por servir estos valores como posición refugio de quiénes carecen de previsiones concretas sobre el futuro económico mundial, lo cierto es que el índice simple de estos valores nos acusa un alza en su cotización que supera en un 5 por 100 la de diciembre de 1942. Si se recuerda la habitual y necesaria rigidez en la valoración de esta clase de papel no puede dejar de reconocerse que dicha alza tiene una significación muy considerable.

Y esto, sobre todo, porque se ha producido acompañada de una política de colocación de Fondos Públicos en el mercado, realizada directamente por el Estado con una intensidad y unas dimensiones de las que no hay recuerdo en la historia financiera de España. Esta política de estabilización del mercado del dinero, realizada en todo el mundo por los Bancos centrales, ha sido practicada en España, en el mercado de capitales, directamente por el organismo fiscal. Sin que en ningún momento la demanda de papel haya cedido ante la unilateralidad de semejante política.

Si se pudiera conceder a las cotizaciones que hoy logran en Bolsa los Fondos Públicos la categoría de un precio de equilibrio pleno y perfecto, entonces habría que pensar incluso en que el mercado imponía una política de abaratamiento del dinero, a realizar mediante conversiones más o menos voluntarias.

Como esto último, por toda clase de razones técnicas, políticas y hasta si se quiere intuitivas, positivamente no es verdad, es evidente que se necesita despojar de esa categoría de perfectibilidad a la actual estimación de los Fondos Públicos y encontrar la explicación del auge de los mismos en una presión

circunstancial del dinero que pugna por lograr una colocación segura y rentable, incluso a tipos inferiores a los que exige para su inversión el volumen de ahorro que normalmente produce la economía española.

Ya al final de nuestra guerra de liberación esta política de abaratamiento de los tipos de interés, tanto a corto como a largo plazo, fué enérgica e inteligentemente llevada a cabo por quien entonces regía la Hacienda Pública. Las conversiones de Larraz y las emisiones de 1939 y 1940 vinieron a significar una revolución en los módulos rentables del capitalismo español; aquella política no sólo consiguió la rebaja en más de un entero (desde el 5 al 4 por 100 libre) de la rentabilidad dominante en los Fondos Públicos consolidados, sino que el 4 por 100 vino a ser el tipo efectivo del mercado español de capitales.

Con arreglo a la terminología wickselliana, este tipo real del mercado más bien viene a ser ligeramente inferior al tipo natural o de equilibrio de la economía española que no al contrario (1). Un descenso en la estimación del dinero a largo plazo traería consigo una baja en la formación del ahorro, y el proceso de la capitalización en España se vería seriamente interrumpido. Por consiguiente, la actual estimación y valoración de los Fondos Públicos no responde a circunstancias de fondo de la economía española; no significa una mejora en nuestro equipo de capitales reales; no ha habido un incremento en la productividad marginal de los nuevos elementos económicos. No hay por qué deducir del alza actual que el mercado solicita una nueva baja en el interés del dinero.

Por paradójico que ello pueda parecer, la actual apetencia de Fondos Públicos, expresada en términos keynesianos, no es sino una manifestación de la preferencia de liquidez en que la economía española se está sumiendo.

Asistimos a un período de liquidación de negocios, de realización de existencias, de desatesoramiento en algunas zonas económicas que han vivido meses y meses al margen del aparato bancario del país. Y todo este dinero, que no es nuevo,

(1) El porqué de esta opinión requeriría un desarrollo teórico y un complemento estadístico imposibles de acomodar a las rígidas márgenes de una crónica. Quede sólo registrada la afirmación.

que fundamentalmente fué creado por la inflación estatal de 1941 y 1942, se refugia en las cuentas corrientes bancarias o en aquellos valores bursátiles —Fondos Públicos, obligaciones industriales sólidas— donde no hay temor de una baja, donde puede esperarse sin invertir hasta el final de la guerra y donde mediante el mecanismo pignoraticio puede ser transformado fácilmente en dinero.

Al capitalista español de hoy que invierte sus disponibilidades en Fondos Públicos a tipos de cotización que le reducen su rentabilidad por debajo del tres y medio por ciento, la época actual le sugiere, por lo visto, una política semejante a la del parlamentario francés de Capus: "*Il est urgent d'attendre* (lo que urge, es no hacer nada)." O en otros términos, aspira a ver venir, fórmula de vida que siempre ha contado con numerosos adeptos en España.

¿Cómo compaginar con todas estas consideraciones la evidente mejora que en los últimos tiempos se ha producido también en el mercado de acciones?

¿Acaso no parece indicar esta última subida la ruptura con esa posición abstencionista y de reserva que parece ser la única explicación posible del alza en los valores de renta fija, en términos que coloca su rentabilidad por debajo del tipo natural del mercado? ¿No hay contradicción entre una y otra alza?

Y, sin embargo, aquí es donde el argumento de la sensibilidad política de nuestros mercados de valores viene como anillo al dedo para resolver con la más pura lógica la antinomia de dos posiciones bursátiles que a primera vista semejan, no sólo opuestas, sino hasta contradictorias.

El alza en el mercado de acciones casi coincide con una fecha que acaso en su día tenga cabida en los tratados de Historia Universal: con la fecha del desembarco en Normandía. La realización de esta magna empresa y los triunfos militares posteriores revalidan al bloque anglosajón dentro del grupo de las Naciones Unidas; ya no son sólo sus aliados los que conquistan centenares de miles de kilómetros cuadrados. Por otra parte, la guerra se aleja cada vez más de España. Nuestro país ya no limita políticamente, al Norte con Alemania y al Sur con los Estados Unidos. Frase chusca; pero que durante casi dos

años ha definido una gran verdad. ¿Cómo no había de valorarse esta mutación y cómo no había de producir en lógica consecuencia una oleada alcista, que iniciada en los llamados valores de postguerra, se extendiera después, como a través de vasos comunicantes, a todos los sectores del mercado?

La España de Franco es hoy la primera potencia neutral del mundo, y todo lo que en el trágico devenir de la guerra acentúe esa excepcional posición de nuestro país, necesariamente tiene que ser acogido con satisfacción por todos los órganos de la sensibilidad política española, entre los cuales figuran, y no entre los menos despiertos, los mercados de valores.

No hay necesidad, por tanto, de buscar explicaciones alambicadas de nuestro actual panorama bursátil, y suponer como algunos pretenden que la Bolsa parece aconsejar un determinado cambio de rumbo a la política monetaria y crediticia.

Cierto que los márgenes de rentabilidad a que se había llegado en el verano y otoño del año pasado están ya a punto de desaparecer, y volvemos a encontrarnos nuevamente ante una rentabilidad media en las acciones, que en los valores de primera fila no llega al 3 por 100, y en la casi totalidad de los otros no excede del tres y medio; pero no conviene generalizar circunstancias quizá pasajeras, y mucho menos pretender deducir consecuencias que podrían alterar la estructura fundamental de todo el ritmo de nuestra capitalización.

La economía española no parece haber digerido aún el incremento monetario que los pasados años han significado. Si el atesoramiento vino a representar un dique que providencialmente aminoró los efectos de la inflación, o mejor dicho, los diluyó, el desatesoramiento de hoy hace que, sin creación de nuevo dinero, se viva todavía en un proceso económico de consecuencias marcadamente inflacionistas, con su natural repercusión en los valores representativos de un activo real. Esto es mucho, pero no ciertamente más de lo que quiere decir.

Uno de los primates del naturalismo francés decía de sus novelas que eran como "un espejo paseado a lo largo del camino". Tal era su ambición: la de reflejar en sus libros la vida misma. Con mayor justicia y oportunidad podría aplicar-

CRÓNICAS

se este símil a la actividad de nuestros mercados bursátiles. Son un espejo, paseado a lo largo y a lo ancho del solar ibérico. En ellos se refleja la vida material, toda la vida de nuestro país. Pero nunca dejará de ser oportuno que, lo que el espejo refleja, no sea visto como una novela.

MARIANO SEBASTIÁN.

RECENSIONES

VICENTE RISCO: *Historia de los judíos: Desde la destrucción del templo*. Ediciones "Gloria", Barcelona. 444 págs.

El tema de los judíos no ha suscitado en España la bibliografía con que cuenta en otros países, y no, ciertamente, en número reducido. La previsora política de los Reyes Católicos evitó que se llegara a plantear en la España moderna y contemporánea la cuestión semita, que tanto viene ágitando la conciencia universal, moviendo, en natural consecuencia, muchas y variadas plumas fuera de nuestra patria. Un libro análogo, por ejemplo, al famoso de Henri Drumond, *La France juive*, no hubiera tenido, a nuestro juicio, razón de ser en España: por eso no se escribió. Y así, en la distancia creada por antiguos hechos consumados, el problema del judío en España no existe sino en función de ese desinteresado conocimiento histórico a que con todo rigor adscriben su esfuerzo D. Miguel Asín y sus discípulos, en una de las direcciones de su técnica científica; sin olvidar, por lo que hace al pasado siglo, dos obras, no sabemos si viejas o envejecidas, que todos conocemos: la de D. José Amador de los Ríos, *Historia social, política y religiosa de los judíos en España y Portugal*, que es de 1875, y la de D. Francisco Fernández y González, de 1888, *Instituciones jurídicas del pueblo de Israel*, aparte de la atención que los sefarditas han inspirado a algunos escritores, por razones, sobre todo, de una curiosa pervivencia idiomática.

Lo cierto es que se precisa recurrir en España a fuentes extranjeras para conocer, en el grado que sea, el raro fenómeno significado en la Historia por la raza judía. Pero he aquí que el profesor Vicente Rico, notorio ya por anteriores ensayos de tipo histórico, literario o político, ha publicado un libro que, recogiendo y ordenando en síntesis expresiva multitud de noticias, ahorra la consulta de todo lo que en lenguas diversas ha hecho conocer la trayectoria del judío, a lo largo del tiempo y a lo ancho del espacio. Este panorama de conjunto basta, probablemente, a los efectos de una información general.

Raro fenómeno, acabamos de decir. "Extraño destino", dice por su parte el autor. Y continúa: "Destino trágico, terrible, de

un pueblo único, disperso y errante por toda la tierra, impulsado por una congoja secreta, por una inquietud incurable, acogiéndose bajo todos los climas, acampando en todas las localidades, no importa en cual, sin saber cuánto tiempo podrá permanecer en ella, días o siglos; incrustado como cuerpo extraño en la carne de las naciones; odiado, envidiado, despreciado, perseguido, cayendo siempre para levantarse de nuevo más potente, director de negocios y de conciencias, milagrosamente conservado en su unidad moral y racial, cumpliendo un sino misterioso, sin jamás confundirse ni mezclarse con otro, en realidad indiferente a todo; reconocible siempre bajo las más diversas fisonomías y hábitos; tenaz, obstinado, persistente, irreductible..." Trasladamos a nuestros lectores estas palabras -- las iniciales precisamente-- de la *Historia de los judíos*, de Vicente Risco, para dar idea del tono descriptivo y dramático en que la obra está escrita, un tanto a la manera de una biografía personal. No la biografía más o menos simbólica que pudiera hacerse del Judío errante, visto a luz de mito. Biografía, por el contrario, de palpitante realidad, experimental y humana. Biografía personal, en efecto, sólo que de persona colectiva, y no por ello menos corpórea. Biografía histórica, aunque parezca fabulosa, por el número y calidad de las peripecias. Biografía folletinesca, melodramática, de peliclesca animación. Lo que quiere decir --erudición, a salvo-- que el libro se lee con sostenido interés.

El "desde la destrucción del Templo" que completa el título de la obra de Vicente Risco, sitúa el punto de arranque. No podía ser de otro modo, dado el ciclo histórico anterior a la *Diaspora*, esto es, la dispersión de los judíos por el mundo, si bien ya antes se habían extendido en virtud de motivos varios: viajes comerciales, emigraciones políticas, etc. Se establecen dondequiera. Y cosa que da mucho que pensar: con el judío viaja el antisemitismo. "El antijudaísmo --ha dicho Teodoro Reinach-- es tan antiguo como el judaísmo", según lo documenta Vicente Risco en uno de los capítulos más curiosos del libro: "El antisemitismo en el mundo antiguo". Descubrimos en este cuadro el gesto augural de Manethon, sacerdote egipcio coetáneo de Ptolomeo Filadelfo, y la consagrada autoridad de Tácito. La animosidad contra el judío le acompaña como su sombra, y, universalizándose, el fenómeno, en toda suerte de proyecciones, llega al mundo moderno, y

más concretamente, al contemporáneo. ¿Y eso?... “Se ha escrito, investigado y supuesto —nos recuerda Vicente Risco— cuanto se ha querido acercá de las causas del odio universal a los judíos, olvidando casi siempre las profecías y el drama del Calvario. Sin embargo, prescindiendo de esto, es imposible explicarse el hecho.” Y a su vez, sin este hecho, no cabe explicarse por entero el movimiento político y social de nuestro mundo, con sus guerras, preguerras y postguerras. Por cierto, que no deja también de ser interesante el hecho complementario de que el árabe, semita como el judío, le odia tanto como el ario, arguyendo, a título de impropiedad, contra la frase usual “antisemitismo”. En esta línea del antijudaísmo actual, inserta Risco noticias y opiniones que no necesitan extremarse en ningún sentido, para desarrollar la fuerza que nos induce a mirar el Sionismo con recelo. Esta cuestión, típicamente viva, nos sirve de ejemplo para fijar el alcance de la obra que comentamos; biografía de un pueblo, repetimos, que no permite el tratamiento de la mera documentación histórica, porque el personaje continúa en pie: vive y colea: se le puede estudiar —y así lo hace Vicente Risco— frente a frente, sorprendiéndole el carácter en el oscuro reflejo de los ojos abiertos.

Fieles al símil que antes incidentalmente apuntábamos, nos resulta lógico decir que el judío es un “carácter sostenido” o “carácter de una pieza”, referido a la truculenta Historia de que es terco protagonista. Vicente Risco, en los capítulos que dedica al Talmud y a la Kabbalah, a la existencia del judío bajo el Islam, al antagonismo insuperable de nuestra Iglesia y la Sinagoga, a la acción judía, en las formas específicas que reviste desde los tiempos de la *Ilustración*, monta el retablo que nos presenta los pasos sucesivos de la raza judía, a campotravesía de la Historia Universal, con un poderoso y extraño fulgor sobre la frente, que, en virtud de calculada táctica, yergue o abate.

M. FERNÁNDEZ ALMAGRO.