

Notas Metodológicas

de Historia Económica y Finanzas

del Prof. Daniel Lahoud

IIES-FACES-UCAB Caracas

Año I. Nota No. 8

Caracas, 29 de febrero de 2024

El uso de las tasas de interés en la economía y las finanzas

Orígenes

Las tasas de interés son un elemento que se desarrolló mucho antes del despliegue de la economía científica y su origen, así como su uso se asocian más a las finanzas que a la economía, sin embargo, la economía se apropió de ella, aunque en algunos casos, como veremos sus conceptos están bastante mal tratados. Hay documentos akkadios¹ que constituyen contratos de crédito en una era tan remota como el siglo 24 antes de Cristo, y hay que tomar en cuenta que, como se desarrolló en civilizaciones agrícolas como las mesopotámicas, en las cuales había comercio, debió haber sido mucho mayor su despliegue en las comerciales, como es el caso de Grecia y Fenicia. Por eso hay que leer a los filósofos griegos con la previsión de que ellos no entienden el mundo que les rodea desde un enfoque económico, y lo hacen con los prejuicios que tienen, contra la actividad del comerciante. Hay que tener presente a Aristóteles,² quien consideraba el interés contrario a la naturaleza y era muy contrario al comercio al menor, mientras que se mostraba más benigno con el comercio marino.

Aunque, quienes recibieron con mayor fuerza estos prejuicios fueron los cristianos primitivos. Muy a pesar, que en el nuevo testamento hay referencias benignas al crédito,³ mucho menos inquisitorias que las que se despliegan en el antiguo testamento.⁴ En el ámbito filosófico no ajeno a la moral, Platón influyó en demasía a los padres de la iglesia en este tema y eso provocó que tanto el comercio, como el préstamo fuesen mal interpretados en la tradición cristiana. Lo cierto es que Aristóteles entra tarde en la visión teológica y es asumido desde Anselmo de Canterbury. Sin embargo, su posición que es un poco más benigna con el comercio al mayor, y muy a pesar que el pensamiento de Aristóteles es más de la vida práctica, ambos coinciden en su desprecio por la actividad comer-

cial y la del crédito.⁵ Esta tradición persiste hasta hoy en muchos intelectuales (cristianos y no cristianos) que consideran el lucro algo pecaminoso, en el caso no religioso, como inmoral. Con su reflejo en la visión que se tiene del capitalismo y del liberalismo económico.

Sin embargo, y a pesar de las prohibiciones canónicas en torno al negocio del préstamo, éste se desarrolló a plenitud entre los mismos cristianos, quienes por supuesto, al ser practicantes de algo prohibido por la iglesia eran considerados judíos.⁶ La escolástica era ejercida por muchos sacerdotes que eran a la par de teólogos y filósofos, juristas y esto les debió llevar a establecer relación con los comerciantes,⁷ de esa manera en Europa, y en especial en España comenzó a abrirse una zanja por medio de la cual, la actividad de los comerciantes era relativamente bien vista por estos juristas, llegando a elaborar textos como el Tratado de Mercaderes de Luis Sarabia de la Calle, o el trabajo de Diego de Covarrubias y Leyva, o el libro de Tomás de Mercado. Ese relajamiento se va acentuando desde Martín de Azpilcueta⁸ Tal como lo informan los trabajos del mismo monseñor navarro;⁹ pero antes que el centro del pensamiento escolástico se ubique en Salamanca, cuando todavía Francia es la nación más importante, el trabajo de Oliví, hará mella en esta forma de entender los negocios, por ejemplo dirá el prof. Oliví: Y de ahí que si en los bienes prestados se da una verdadera relación de alquiler y de uso de bienes iguales alquilados, entonces es lícito además del bien exigir algo más. Por ejemplo, si por su inspección o por su acarreo unos florines de oro curasen algunos males como hacen algunas piedras preciosas, o que sin su consumición fuesen útiles para algunos servicios como son las copas de oro o de plata, podrían también alquilarse lícitamente y con ellas se podría recibir el precio de su alquiler.¹⁰

Los escolásticos tratan de estudiar el préstamo y al igual que Oliví, afirman que dependiendo del fin último no resultan en pecado y no requieren restitución. Mientras ellos escribían, el capitalismo financiero se desarrolló con

mucha fuerza en el renacimiento, antes incluso de la reforma protestante, y hay que afirmar que la reforma protestante intentó limitar la expansión del crédito como actividad económica. (Rothbard 1995)

Cantillon y Turgot enseñan más de lo que hemos aprendido

Si Adam Smith (1729-1790) es un desconocido para la mayor parte de los economistas, quizá es peor el caso de Richard Cantillon (1680-1734) y de A.R.J Turgot (1727-1781). Resulta triste reconocerlo, pero el abandono de los clásicos es quizá el peor de los problemas que enfrenta la economía como ciencia. Cantillon y Turgot, que vivieron en momentos distintos del proceso mercantilista en Francia, se dedicaron a entender y escribir sobre temas económicos, y debieron de tener como fuente a los escolásticos, sobre todo, los salmantinos. El primero era comerciante y banquero, y en su Essay, tiene varios capítulos en los que refiere sobre las tasas de interés. Cantillon afirmará que las tasas no están relacionadas a la cantidad de dinero en general, sino que tienen relación con los fondos que están dispuestos para el mercado de créditos y por supuesto, con la cantidad de los que tienen necesidad de esos fondos, por ello puede ocurrir, como de hecho ocurre, que puede haber abundancia de dinero, sin embargo si esto no es equivalente a abundancia de ahorros, que serían los fondos dispuestos en el sistema financiero para el préstamo, entonces el resultado no sería una baja de las tasas de interés. Por el contrario, si el ambiente es de poca liquidez, pero hay abundancia de ahorros, entonces se materializará en un esquema de tasas bajas. El conocimiento de Cantillon aquí venía de su práctica comercial y bancaria, pero su entendimiento del sistema financiero resulta ser tan excepcional, que no ocurrirá algo similar sino hasta el siglo XX con Mises.

Por su parte Turgot, sin proponérselo en un trabajo que incluso fue publicado con posterioridad por Dupont de Nemours, sentará las bases de la Teoría del Capital antes de la Revolución Francesa, (Turgot 1766 (R.1844)) sobre todo, porque es además el más importante aporte a la teoría del capital que fue abordada doscientos años después por Böhm Bawerk¹¹ (1851-1914) hoy tanto la obra de Böhm Bawerk, como la de Turgot, no tienen muchos cono- cedores.

Turgot debió haber vivido una época con elevaciones importantes en los precios,¹² sin embargo, en su obra que abunda en ejemplos históricos (como también ocurre con el Essay de Cantillon) no refiere al alza de precios de esta época. Casi al final del escrito Turgot explica cómo deberían ser las tasas y los rendimientos de los negocios, es notorio que refiere que la menor tasa debería ser la del rendimiento de la tierra (arrendamientos) lo que indica que debió haber previsto que esa era la actividad que suponía menor riesgo, la siguiente tasa debería ser, según Turgot,

la de los préstamos (lo que supondría en presencia de un negocio financiero que la tasa de los depósitos debería ser menor a esta) y luego las actividades de mayor riesgo, el negocio de la empresa agrícola (la del granjero) y los negocios artesanales y comerciales. Aquí es donde viene el aporte más importante de este genio del iluminismo francés, explica que la decisión de financiar cualquier negocio parte de la comparación entre la tasa de rendimiento del negocio y la tasa del financiamiento. Turgot afirma que si la tasa de rendimiento del negocio es mayor que la tasa de los financiamientos, este financiamiento es mucho más efectivo.

¿Cómo se explicaría esto?

Resulta necesario explicarlo con un ejemplo, si un negocio requiere de una inversión total (activo total) de un millón de unidades monetarias y ese negocio puede financiarse con capital propio, o con una estructura de financiamiento que incluya además de capital, una proporción de deuda, ese negocio tiene una tasa de rentabilidad del 12%, y podría conseguir financiamiento por el 8%, suponiendo que paga una tasa única de impuesto del 30%, estaría en las siguientes alternativas.

Tabla 1. Escenario 1 sin deuda (financiado exclusivamente con patrimonio)

Cuenta de Resultados y	
Rentabilidad	Escenario 1
Utilidad Operativa	120,000
Gasto Financiero	-
Utilidad antes de Impuesto	120,000
Impuesto	36,000
Utilidad Neta	84,000
ROE	8.40%

Como puede observarse al final el empresario obtiene un rendimiento del 8.4% sobre el monto invertido (1 millón de unidades monetarias).

Ahora cambiando la estructura del financiamiento y colocando un 50% de deuda (500.000 u. m.) y la misma cantidad en patrimonio para financiar el millón de activos necesarios para el funcionamiento del negocio, se obtienen los siguientes resultados:

Como se puede observar al financiarlo con una porción (en este caso 50% con deuda) se obtiene una mejora sustancial en el rendimiento patrimonial (33,33% más) debido a que se obtiene una utilidad de 56,000 u. m. y como se está utilizando un patrimonio de 500.000 u. m. el rendi-

Tabla 2. Escenario 1 (sin deuda), 2 (50% del financiamiento en deuda) y 3 (igual al 2 pero con una tasa de deuda del 15%)

Cuenta de Resultados y Rentabilidad		
	Escenario 1	Escenario 2
Utilidad Operativa	120,000	120,000
Gasto Financiero	-	40,000
Utilidad antes de Impuesto	120,000	80,000
Impuesto	36,000	24,000
Utilidad Neta	84,000	56,000
ROE	8.40%	11.20%

miento patrimonial mejora ostensiblemente.

Para contrastar esto y demostrar lo que Turgot afirma en su trabajo de 1766, se requiere suponer que las tasas de interés se elevan por encima del rendimiento operativo del negocio (recordar que es 12%) y las tasas se ubicarían en 15% (12,5% más que 8%). El resultado sería:

Pero hay algo también importante en este ejercicio que nos obliga a estar alertas para siguientes oportunidades en la que toquemos los temas fiscales. Una tasa fija de impuesto (30%) es mucho más justa que una tasa progresiva de impuestos, porque si se aplica una tasa progresiva

Tabla 3. Escenario 1 (sin deuda), 2 (50% del financiamiento en deuda) y 3 (igual al 2 pero con una tasa de deuda del 15%)

Cuenta de Resultados y Rentabilidad			
	Escenario 1	Escenario 2	Escenario 3
Utilidad Operativa	120,000	120,000	120,000
Gasto Financiero	-	40,000	75,000
Utilidad antes de Impuesto	120,000	80,000	45,000
Impuesto	36,000	24,000	13,500
Utilidad Neta	84,000	56,000	31,500
ROE	8.40%	11.20%	6.30%

Esto produce una reducción importante del rendimiento patrimonial que disminuye 25% (desde 8.4%) para concluir en 6.3%. lo que de una manera concluyente demuestra que si financiamos un negocio con una tasa de interés que supera el rendimiento del negocio, comentemos un error de decisión que redundará en una disminución del rendimiento de la inversión patrimonial. Esto explica por qué no siempre resulta mejor una deuda en los financiamientos y es necesario además, observar que aunque no se utiliza tasas de interés real (que se mencionarán más adelante), la decisión la estamos tomando con tasas relativas porque 8% que es la tasa de financiamiento en los escenarios 1 y 2, es menor que 12% (tasa de rendimiento operativo del negocio) y 15% que es la tasa de financiamiento del escenario 3, es mayor que la tasa de rendimiento operativo del negocio.

de impuestos el empresario en el escenario 1 debería pagar más impuesto que el empresario en el escenario 2 y mucho más que el empresario en el escenario 3, lo que constituiría una injusticia tributaria porque estaríamos tratando de una manera desigual, dado que la estructura de financiamiento puede ser una decisión empresarial, pero la determinación de la tasa de interés es un fenómeno que el empresario no tiene manera de determinar o influir. En una tasa fija de impuestos independientemente de la estructura de financiamiento que realice el empresario e independientemente de las tasas de interés, todos pagan una proporción fija de sus ganancias, que al final es menos contraproducente que establecer una tasa creciente, porque eso castigaría a los más eficientes y beneficiaría a los menos, provocando una estructura de estímulos contraproducente. Pero eso, será tema de otra nota.

Tasas en el mundo de los mercados financieros, reales o relativas

Es importante notar que se trabajó el ejemplo con tasas relativas, no con tasas reales, y así es que se toman las decisiones en los mercados financieros de la realidad. El intento de explicar las finanzas con los métodos de la macroeconomía es profundamente contraproducente, y eso lo vamos a ver de seguida.

Se escucha hasta la saciedad que los banqueros requieren de una tasa de interés real positiva, de la misma manera que los ahorristas requieren de una tasa de interés real positiva. Es importante aquí definir qué se entiende por una tasa de interés positiva. Esto fue un intento de explicación de Marshall que no se publicó en vida, y que fue publicado por J. M. Keynes en homenaje a Marshall el mismo año de la muerte del maestro. El trabajo se denomina Remedios para las Fluctuaciones de los Precios,¹³ y deja muy mal a Marshall, puesto que si era matemático (como efectivamente lo era) era bastante deficiente en álgebra, y debido a que Keynes también era matemático, puede hacer pensar que se trata de un acto de mala fe, a menos que comparta el error marshaliano. Para Marshall, si una persona solicita un préstamo de 100 libras esterlinas al 5% y el poder adquisitivo aumentó en 10% (lo que equivale aun descenso de los precios del 10%).¹⁴ La persona cancela el interés, de esta manera:

Figura 1: Cálculos de Marshall cuando los precios bajan

$$r = \frac{(i_N - \pi)}{(1 + \pi)}$$

Donde:

$$r = \frac{(0.05 - 0.10)}{(1 + 0.10)} = -0.05$$

Pero como además pierde 10% del poder de compra
Su pérdida total es:

$$r = -0.10 - 0.055 = -15.5\%$$

Hay que tener en cuenta, que para Marshall, como ocurría para los economistas de su tiempo, y como en la realidad ocurre, los precios no cambian igual (ni en sentido ni en magnitud), por eso asegura que la única manera en la que esto que calculó no sea cierto, las mercancías que adquirió el solicitante del préstamo deberían elevarse en 15%. Magno enredo.

En el mismo artículo propone qué ocurriría si esa persona que está solicitando el préstamo al 5% experimenta un

ambiente de aumento de precios para que el poder adquisitivo disminuya un 10%, para Marshall el cálculo se re-

Figura 2: Cálculos de Marshall cuando los precios suben

$$r = \frac{(i_N - \pi)}{(1 + \pi)}$$

Donde:

$$r = \frac{(0.05 - 0.10)}{(1 + 0.10)} = -0.045$$

Pero como además gana 10% del poder de compra
Su ganancia total es:

$$r = 0.10 - 0.045 = 5.5\%$$

aliza así:

Ese galimatías inentendible Tiene varios errores de cál-

Figura 3: Cómo se calculan las tasas reales

Si hay baja de precios (lo que hoy denominan deflación):

$$r = \frac{(i_N - \pi)}{(1 + \pi)} \therefore \frac{(0.05 + 0.10)}{(1 + 0.10)} = 0.16666$$

Por tanto 16.17%, mientras que a Marshall le resulta en -15.5%

Si hay incrementos de precios (lo que hoy denominan inflación)

$$r = \frac{(i_N - \pi)}{(1 + \pi)} \therefore \frac{(0.05 - 0.10)}{(1 + 0.10)} = -0.0455$$

culo. Entonces, cómo se harían los cálculos en la realidad:

Lo que ocurre, es que el escenario que más le conviene al que invierte es el deflacionario, puesto que su rendimiento se potencia con la inflación negativa (deflación). Pero si le preguntamos a un profesor ducho en macroeconomía, nos diría que ese escenario es perjudicial para la economía, por tanto ahí hay una brecha entre las dos disciplinas que no se explica si no se tiene una adecuada teoría del capital, y eso no se estudia en la macroeconomía de la corriente principal, ni es tema de discusiones.

Bueno, el profesor que se acerca a los cálculos de tasas de interés real es Fisher, en su Teoría del Interés,¹⁵ pero lo hace incompleto, que es la manera en la que todavía se enseña en las clases de economía, de la siguiente manera:

Figura 4: Cálculos de Fisher

$$r = i - \pi$$

donde:

r: es la tasa de interés real

i: es la tasa de interés nominal

π : es la tasa de crecimiento de los precios (inflación)

Y eso resulta en 1,85% que se aproxima a 2%, pero no lo es. Sin embargo, si recordamos lo que decían en la matemática de la escuela secundaria, que al final es álgebra elemental, no pueden sumar peras y manzanas y si la tasa de interés es el canon de arrendamiento del dinero, o el precio que se paga por el tiempo, tiene poco que ver con el índice promedio de los precios de las mercancías. Es un ejemplo clásico de suma de peras y manzanas. Por eso, resulta mejor utilizar el método de Turgot de tasas relativas, y recordemos que Turgot vivió en un ambiente mucho más inflacionario que el de las economías desarrolladas de la actualidad.

Por eso de manera regular cuando un profesor pregunta cual es la tasa de interés real si la tasa nominal es 10% y la de inflación es 8%, todos contestan al unísono, usando el libro de Mankiw 2%, pero están equivocados.

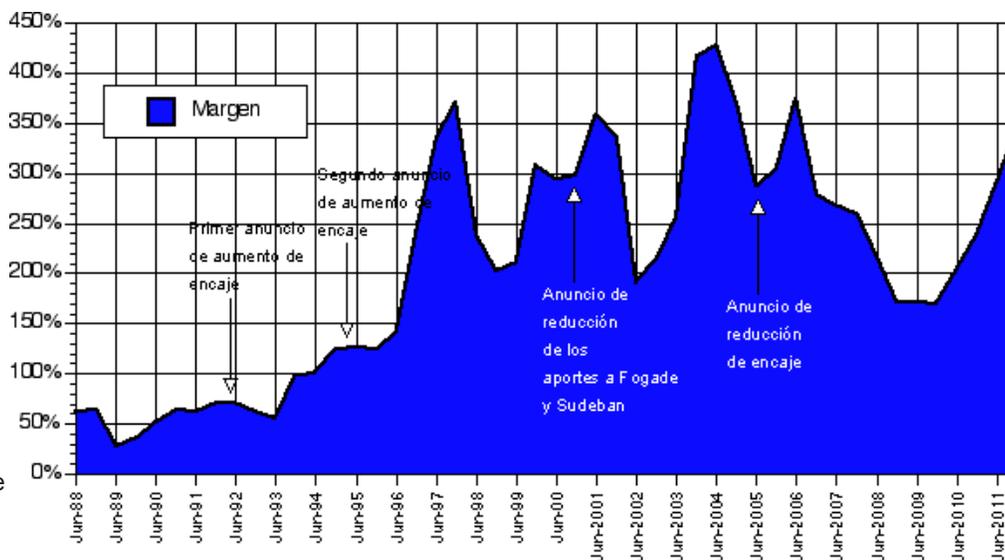
El reflejo de esto se observa en la banca, al banquero en realidad le importa muy poco si las tasas de interés son positivas o negativas en términos reales; en cambio le preocupa mucho que el nivel entre la tasa activa (a la que realiza los préstamos) sea mayor que la tasa pasiva (a la que remunera los depósitos) y tampoco le preocupa la tasa nominal que generalmente regula el banco central, en países muy estatistas como Venezuela.¹⁶ Por eso la elevada rentabilidad de la banca cuando las tasas eran negativas en términos reales y cuando intentaron hacerlas positivas, esta rentabilidad bajó de manera importante, porque más importante que el nivel de las tasas es el diferencial de las mismas. Cuando se inició la aplicación del paquete de Carlos Andrés Pérez, en 1989 se elevaron de manera importante las tasas de interés intentando buscar tasas reales positivas y como pueden observar en el gráfico no.1 sus efectos fueron devastadores para la banca, que vio mermado su margen de tasas, mientras las políticas aplicadas luego en el gobierno de Caldera trataron de recuperar a la banca, y esto se realizó sin tomar en cuenta el nivel de tasas en términos reales, y según observan en

Utilizando los mismos datos, la tasa de interés real se calcula así:

Figura 5: Cálculos de la tasa de interés real

$$r = \frac{i_N - \pi}{(1 - \pi)} = \frac{0.10 - 0.08}{(1 + 0.08)} = 0.0185$$

Gráfica 1. Margen calculado con las tasas promedio activas y pasivas entre 1998 y 2011



Fuente: Balances de
Publicación de la
banca

la gráfica el margen superó los 300%, que fueron niveles muy superiores a la inflación del período, sin embargo no es tasa de interés real positiva, sino margen de tasas (el diferencial relativo entre las tasas activas y pasivas promedio de la banca).

tivo, sin embargo ese margen da una idea de la gestión de la intermediación bancaria.

✍ Daniel Lahoud

Estos son los márgenes brutos, no el rendimiento del negocio bancario, para encontrar este último, tendríamos que observar los rendimientos patrimoniales y sobre ac-

¹ Molina, Manuel: La Ley más antigua, textos legales sumerios, Editorial Trotta, S.A., Barcelona, 2000

² Aristóteles se refiere al crédito de manera despectiva en el primer libro de la Política, y se refiere a él como una expresión de la crematística, haciendo notar la condición de esterilidad del dinero. Ver Aristóteles, Política, Gredos, Madrid, 1988, pp.73-77

³ Aunque hay interpretaciones en contrario, la parábola de los talentos tiene al final un versículo en el que afirma “si hubieses dado mi dinero a los prestamistas, al menos tendría la tasa de interés”. Ver en Mt 25:14-30.

⁴ Son mucho más inquisitorias las condenas en el antiguo testamento ver: Ex 22:25; Lev 25:35-37; Deut 23:19; Ez 18:8.

⁵ Ambas actividades estaban imbricadas, de hecho basta con entender que los comerciantes tenían como dios a Hermes (que los romanos llaman Mercurio) y este dios, era al mismo tiempo patrono del comercio, de la moneda (por tanto del crédito), así como las noticias, el rumor, la mentira y el chisme. Si lo vemos hoy, es lo que puede ocurrir en un mercado, y así lo era desde el mundo antiguo.

⁶ Aquí comienza un largo prejuicio contrario a los judíos, quienes efectivamente desarrollaban también el comercio, pero en menor cuantía que los cristianos, sin embargo, hasta hoy mucha gente considera que los judíos ejercían como banqueros.

⁷ Es bueno recordar que los comerciantes son un gremio que interactúa de manera frecuente e involucra la gestión de abogados para servir de árbitros en conflictos, así como apoderados en demandas judiciales. Esto provocará que exista una relación creciente entre los escolásticos y los comerciantes de la época y en la medida que nos adentremos en la baja edad media hacia el renacimiento esta relación se estrechará, en la época denominada en historia económica Mercantilismo, y por demás, a los escolásticos, sobre todo en España les denominan arbitristas por su función de intermediador en los conflictos entre mercaderes y al servir de gestores en sus peticiones a la corona.

⁸ Azpilcueta, Martin: Comentario Resolutorio de cambios, New Direction, Fundación civismo, Bruselas 2020.

⁹ De esta manera se conoce también a Azpilcueta, y sus trabajos son importantes, pero por sobre todo el Comentario Resolutorio de Cambios.

¹⁰ Oliví, Pier: Tratado de los contratos. Universidad Carlos III, Dykinson, Madrid. 2017 (1355), §62, p. 116

¹¹ Eugen von Böhm Bawerk (1851-1914) fue profesor, y político en el imperio Austro Húngaro, fue escritor de la Teoría Positiva del Capital y en esta obra que está prácticamente olvidada, es reconocida como el mayor aporte a la teoría del capital, Böhm-Bawerk es muy áspero en sus opiniones sobre sus predecesores, como es el caso de Turgot y Say.

¹² La época prerrevolucionaria en Francia debió ser de elevada inestabilidad de precios, la escasez y los problemas fiscales de Francia, así como el expediente de utilizar el financiamiento monetario, debió provocar esas alteraciones

¹³ Marshall, Alfred: Remedios para las Fluctuaciones de los Precios, en Obras Escogidas, editado por J. M. Keynes, Fondo de Cultura Económica, México, 1978 (1920), pp. 35-69

¹⁴ Hay que resaltar dos cosas aquí, el trabajo es de una época donde era más frecuente que los precios bajaran, a que subiesen (la época del patrón oro) ese es un elemento que siempre es sacado de lado en las discusiones de economía, como si no existieran esos escenarios de crecimiento económico junto a reducción de precios; la otra es que en este momento la caída de precios no se denomina deflación, al igual que el alza tampoco se denomina inflación, esos son vocablos que se harán dominio común después de la Teoría General de Keynes (1936)

¹⁵ Fisher, Irving: Teoría del Interés, Editorial Aosta, 1999 (1930) Madrid, pp. 293ss

¹⁶ En realidad, resulta más importante la tasa promedio ponderada que se extrae de los balances de los bancos que la tasa nominal y menos aún, la tasa real de interés.