

## **SOBRE LA CATEGORÍA CAPITAL FICTICIO.**

***JOSÉ VALENZUELA FEIJÓO.<sup>1</sup>***

*“La esfera financiera tiene la capacidad potencial de convertirse en un subsistema autónomo integral y posee una enorme capacidad de autoexpansión.”*

Paul M. Sweezy.

### **I.- El desarrollo del capital ficticio.**

La emergencia del capital ficticio es un fenómeno que supone la presencia y consolidación del capital dinero de préstamo. Asimismo, se trata de una forma económica muy asociada al desarrollo de las sociedades anónimas y, por lo mismo, al surgimiento y consolidación de las grandes empresas. Estas, en proporción mayoritaria, asumen la forma de sociedades anónimas. Para nuestros propósitos, debemos subrayar un primer aspecto: en las sociedades anónimas se emiten títulos de propiedad, las acciones. Con cargo a éstas, sus dueños pasan a ser co-propietarios de la empresa y, por lo mismo, adquieren derechos sobre las utilidades que en ella se generan.

En ocasiones se piensa que el capital accionario da lugar a que la propiedad de la empresa se reparte entre miles de personas y se ha llegado a hablar de “democracia accionaria”. Pero no hay tal. Lo real, es que unos pocos grupos (hasta familias), detentando un determinado porcentaje de las acciones, por lo común menos de la mitad (un 20-25%), está en condiciones de controlar y dirigir sin mayores problemas a la correspondiente empresa. Lo mencionado también significa que podemos distinguir dos tipos de accionistas: a) los que buscan las acciones con el afán de controlar la empresa: ejercen una propiedad real; b) los que sólo buscan ganancias, sin tener interés y/o posibilidades para dirigir y controlar a la empresa.

Aceptada la distinción, parece legítimo suponer que los accionistas del segundo tipo tienen una propensión muy superior a la compra y venta de acciones. Por lo menos, en plazos cortos y medios. En cuanto al primer grupo (o “accionistas de control”), por los propósitos que persiguen, podemos suponer que son capaces de aceptar ganancias accionarias menores, al menos por un período de tiempo no demasiado largo. Lo cual, no significa que este grupo esté ajeno a los afanes de lucro. El punto es otro: el lucro lo buscan por la vía del control y teniendo un horizonte de planeación más largo. En suma, se trata de maximizar las ganancias para el plazo largo y por medio de la gestión-dirección de los procesos de producción. Por lo mismo, se trata de accionistas menos

---

<sup>1</sup> Depto. Economía, UAM-I.

sensibles a las coyunturas cortas y que no están dispuestos a vender ante un aumento súbito del precio. Y lo que vale para las ventas, también vale para sus compras: adquieren paquetes accionarios para obtener el control de otras empresas y lo hacen a partir de consideraciones de rentabilidad de largo plazo.

Dado lo anterior podemos deducir: a corto plazo, cotidianamente, las transacciones mayoritarias serían las ejecutadas por los grupos que no ejercen el control. Esto podría abarcar, potencialmente, hasta la mitad o algo más del capital accionario. Pero a la vez, implicando muy pequeños montos en cada operación individual. Como sea, nos interesa subrayar el motivo que guía a esas operaciones: muy claramente, se trata del lucro de corto plazo, sea por la posible obtención de mayores rendimientos (una empresa puede empezar a decaer, a lograr menores beneficios y, por lo mismo, a repartir menos utilidades a sus accionistas; entretanto, en otras puede darse un proceso inverso) o por simples ganancias especulativas.

Cuando esas operaciones se realizan personalmente por los pequeños accionistas, de seguro resultan de bajo alcance. Es decir, provocan un impacto relativamente menor en los mercados financieros y en la coyuntura económica general. Esto, para los tiempos corrientes (o “normales”), pues en los momentos de crisis el pánico cunde especialmente en este grupo de pequeños accionistas y, por lo mismo, las ventas de pánico pueden asumir magnitudes muy elevadas.

Con el paso del tiempo crecen más y más las grandes empresas y sociedades anónimas. En consecuencia, las operaciones de compra-venta de acciones y títulos semejantes alcanzan un volumen que atrae a los grandes agentes financieros (corredores de bolsa, sociedades de inversión, bancos, etc.). Estos, pasan a encargarse de los pequeños paquetes accionarios: los administran buscando la mejor ecuación entre rendimientos altos y seguros. Y extienden su radio de acción a la gestión de otros títulos de deuda, a los fondos de pensiones y demás. Por lo mismo, el capital ficticio empieza a crecer exponencialmente.

En el último cuarto del siglo XX este crecimiento, muy asociado al estilo neoliberal, se torna vertiginoso. Baste un dato: en Estados Unidos la razón transacciones financieras a PIB fue de 15 a 1 en 1970 y de 78 a 1 en 1990. Asimismo, la relación activos financieros a activos reales fue de casi 1,25 en 1950 y llegó a 1.5-1.6 hacia 1990.<sup>2</sup> Si la comparación la hacemos entre activos financieros y activos fijos netos del sector privado, encontramos una relación de 1.86 en 1980, de 2.85 en 1999 y de 4.23 en el 2000.

## **II.- Capital ficticio: el concepto.**

El capital accionario, se corresponde con la noción de “capital ficticio” que manejaba Marx. Aunque ésta, la entendemos como una categoría más genérica pues abarca otras variedades de títulos financieros, como vg. bonos, pagarés, etc. Conviene precisar el contenido de esta categoría.

En el capitalismo, el capital genera ganancias: es un valor capaz de engendrar un plusvalor, un “valor que se valoriza a sí mismo” como escribe Marx.<sup>3</sup> Y conviene subrayar: esta plusvalía (más aún, *todo* el nuevo valor) es creada en el espacio de la producción. Ello, en tanto los trabajadores asalariados contratados por el capital, despliegan un trabajo productivo y generan un

---

<sup>2</sup> Cf. R. Guttmann, “Las mutaciones del capital financiero”, en F. Chesnais editor, “La mundialización financiera”, Losada, Buenos Aires, 2001.

<sup>3</sup> C. Marx, El Capital, Tomo I, pág. 146. FCE, México, 1973.

nuevo valor que es mayor que el valor de esa fuerza de trabajo. No obstante, se debe subrayar: el proceso empieza y termina en el espacio de la circulación. Se abre cuando el capitalista invierte su dinero comprando recursos productivos: fuerza de trabajo y medios de producción. Termina, cuando las mercancías que se producen son vendidas. Se empieza con dinero (D) y se termina con un dinero que se ha incrementado respecto a su nivel inicial ( $D \Rightarrow D + \Delta D$ , en que  $\Delta D$  es igual al plusvalor). Tal es el punto de partida.

Lo indicado da lugar a dos efectos que conviene mencionar. Si se visualizan sus dos puntos extremos (lo que obviamente resulta más sencillo) tiende a brotar un parecer: “el dinero engendra dinero”. Lo cual suele dar lugar a las más enrevesadas mistificaciones e inclusive, “adoraciones”. Además, en condiciones como las recordadas, el dinero adquiere un nuevo valor de uso: el poder funcionar como dinero-capital. Por lo mismo, pasa a ser demandado y ofertado a partir de ésta su nueva “virtud”. Si, por ejemplo, la tasa de ganancia del capital industrial es de un 30%, el empresario que tenga activos fijos por valor de 15000 obtendrá una ganancia igual 5000. O sea, mil unidades de capital rinden 300 unidades de plusvalía. Por lo mismo, la persona que maneje mil unidades monetarias, tiene la posibilidad de transformarlas (si se usan como capital productivo) en mil trescientas unidades. El que sabe cómo lograr esta “multiplicación de los panes” es el empresario industrial. El otro, no lo sabe (o no tiene interés en saberlo) pero le puede prestar al industrial esos fondos. Y como éstos rinden 300 unidades de ganancia, puede reclamar una parte de esas ganancias. O sea, recibir como pago del préstamo cierta suma de *intereses*. Si la tasa de interés es de un 15%, terminará por transformar mil unidades de dinero en 1150 unidades. O sea, haciendo  $i =$  tasa de interés, tenemos que  $D \Rightarrow D (1 + i)$ , en que  $(i).(D) = \Delta D$  para el prestamista.<sup>4</sup> Y adviértase: en este caso, el del capital dinero de préstamo, se sigue una ruta que *no atraviesa por el espacio de la producción*. En estas condiciones, claro está, resulta muy fácil creer que las ganancias no brotan en la producción y que el capital puede existir al margen de la producción. Como escribe Marx, “el capital a interés es, en general, la matriz de todas las formas absurdas de capital”.<sup>5</sup>

Luego, cuando el sistema se ha desarrollado y extendido, tiene lugar un fenómeno peculiar: toda corriente de ingresos a futuro, se supone que es el fruto de un capital en acción.<sup>6</sup> Es decir, se “descuentan” o “actualizan” esos ingresos y se pasa a sostener que esos valores actualizados constituyen *el capital*. De manera análoga, las condiciones o títulos que permiten acceder a esas corrientes de ingresos, se transforman en objetos de compras y de ventas. Con la emergencia de las sociedades anónimas se desarrollan unos títulos de propiedad que se denominan “acciones”. Con ello, también emerge el capital accionario o “capital ficticio”. Pero, como ya hemos advertido, el “capital ficticio” no se reduce a las acciones.

Supongamos que se emiten bonos públicos que pagan una anualidad perpetua de \$100; si la tasa de interés es del 10% se sostiene que esa anualidad perpetua es el fruto o resultante de cierto capital. En términos precisos, esa anualidad es lo que rinde un capital de \$1000. Y como escribe Hilferding, “en la sociedad capitalista toda suma de dinero obtiene la capacidad de rendir interés; a

---

<sup>4</sup> “Cesión, préstamo del dinero por cierto tiempo y devolución del dinero prestado con sus correspondientes intereses (plusvalía) constituyen la forma íntegra del movimiento que corresponde al capital a interés como tal.” C. Marx, *El Capital*, Tomo 3, pág. 335; edic. cit.

<sup>5</sup> *Ibíd.*, pág. 439.

<sup>6</sup> Es decir, si se da una corriente de ingresos, cualesquiera que ella sea, se supone que en su fuente está un cierto capital. Por esta ruta, se termina por sostener que los mismos asalariados – al percibir sus salarios- están usufructuando de cierto capital. Más precisamente, de lo que llaman “capital humano”. Esta idiotéz mayúscula no es privativa de Becker y cía. Marx la comenta y la fecha ya en el siglo XVII (William Petty). Para mediados del siglo XIX, dice que es frecuente entre “los economistas vulgares” y los “estadísticos alemanes”. Ver *El Capital*, Tomo 3, pág. 439. Edic. citada.

la inversa, toda renta periódica que sea transferible (...) se considerará como interés de un capital y recibe un precio que es igual al importe capitalizado según el tipo de interés dominante”.<sup>7</sup> Marx apunta en el mismo sentido: “la formación del capital ficticio se llama capitalización. Para capitalizar cualquier ingreso periódico lo que se hace es considerarlo, con arreglo al tipo medio de interés, como el rendimiento que daría un capital prestado a este tipo de interés”.<sup>8</sup>

El ejemplo tal vez más elocuente de *capital ficticio* es el de los títulos de la deuda pública. El gobierno emite bonos y al venderlos, se compromete a pagar cierta suma periódica que puede ser fija. Los fondos así obtenidos los aplica, por ejemplo, a financiar una guerra. Por lo mismo, esos fondos desaparecen rápidamente, como el polvo de arena en el mar. No obstante, los papeles (y los derechos que conceden) siguen existiendo e incluso pueden ser vendidos y comprados. No hay aquí ni rastro de la producción de un posible plusvalor ni del capital real capaz de engendrarlo; pero igual se considera al valor invertido en los bonos como un capital (capital financiero, por cierto). Las acciones, que son otra forma de títulos o activos financieros, están más próximas al capital real. Como escribe Marx, “son títulos de propiedad que autorizan a percibir la plusvalía futura”.<sup>9</sup> Pero, igualmente, difieren del capital productivo en activo. Suelen tener un valor diferente y su comportamiento también es disímil.

Para simplificar al máximo el problema, podemos suponer que el capital real (o productivo) coincide con los activos fijos que maneja la empresa. Su magnitud, por lo tanto, dependerá del valor de reposición de esos acervos (máquinas, edificios, instalaciones). O sea, del costo social de producción de esos bienes. Y variará según se altere el volumen de los acervos y/o cambie su valor unitario. Cuando al fundarse, la empresa emite acciones, sólo en un primer momento podemos suponer que esas acciones operan con un valor nominal equivalente al capital real. Pero apenas éstas ( las acciones) se comienzan a cotizar (i.e. a funcionar como objetos de compra y venta) su valor se disocia e independiza del valor del capital real. Como se trata de un “valor capitalizado”, pasa a depender de: a) el nivel que alcanza la tasa de interés, algo que no afecta (de manera inmediata o directa) al valor del capital real; b) de los beneficios que se *espera* pueda obtener en el futuro la empresa. Por lo tanto, en la magnitud de este capital ficticio accionario inciden fuertemente las “especulaciones” de los agentes bursátiles sobre el comportamiento futuro de las ganancias: “el valor comercial de estos títulos es en parte especulativo, puesto que no depende solamente de los ingresos reales, sino de los ingresos esperados, calculados de antemano”.<sup>10</sup> De aquí también se desprende una consideración de vasta importancia: “en la medida que la depreciación o el aumento de valor de estos títulos es independiente del movimiento del valor del verdadero capital que representan, la riqueza de una nación no disminuye ni aumenta en lo más mínimo por aquella depreciación o aumento de valor”.<sup>11</sup> En breve, una cosa es vg. el PIB de un país, otra cosa el nivel o valor de las acciones. Aunque valga agregar: el movimiento del capital ficticio funciona como un mecanismo que al dar acceso al valor, también es capaz de redistribuir los valores producidos. Como suele suceder, tenemos que el capital ficticio está integrado por títulos financieros que son del todo estériles en términos de *producción* de valor y plusvalor. Pero sí, pueden y suelen funcionar como eficaces mecanismos de *apropiación* de los valores y plusvalores que genera el

---

<sup>7</sup> R. Hilferding, El capital financiero, pág. 111. Edic. El Caballito, México, 1973.

<sup>8</sup> C. Marx, El Capital, Tomo 3, pág. 439. Edic. citada.

<sup>9</sup> *Ibidem*, pág. 433.

<sup>10</sup> *Ibidem*, pág. 440.

<sup>11</sup> *Ibidem*, pág. 441.

sector real. Amén de que este capital financiero incide y bastante, en el movimiento de las variables reales.

### **III.- Capital ficticio y tasa de interés.**

En el marco del nuevo contexto económico, en especial en el de las últimas dos décadas, conviene retomar los motivos que llevan a comprar y vender títulos financieros. Para ello, podemos desplegar un examen por etapas.<sup>12</sup>

Primero, suponemos que los compradores potenciales conocen perfectamente el rendimiento que tendrá la empresa. Por ejemplo, de un 10% del capital real de la empresa. Lo cual, a su vez, nos indica que en esta empresa, \$100 de inversión generan un rendimiento anual de \$10.

Supongamos también que la tasa de interés vigente es de un 15%. Por lo tanto, un préstamo de \$100 debería rendir \$15 al cabo de un año. O bien, lo que es equivalente, tendríamos que un título de deuda que rinde 15 pesos anuales, para una tasa de interés del 15%, debe costar \$100. Consecutivamente, si se obtienen \$10 por año, el título debería costar \$66.7 aproximadamente. Esto pues un préstamo de \$66.7 debe rendir \$10 en un año si la tasa de interés es un 15%. Con lo cual, también podemos deducir que el valor accionario de esa empresa (transformado ahora en sociedad anónima), deberá estabilizarse en \$66.7. Un precio mayor daría lugar a que nadie desee comprar esas acciones y que sus poseedores tratarán de venderlas. Y vice-versa si el precio es mayor.

Lo indicado provoca algunas consecuencias a remarcar: a) surge una fuerte disociación entre el valor del capital real (o de producción) de la empresa (igual a \$100) y su valor accionario, igual a \$66.7; b) la diferencia, en este caso, viene causada por la disparidad entre la tasa de interés (de un 15%) y el nivel de la ganancia industrial (de un 10%).

Una situación como la descrita no puede ser estable. Los inversores potenciales los podemos visualizar enfrentando dos opciones: i) invertir en activos fijos (máquinas y equipos) con la perspectiva de ganar un 10% sobre su inversión; ii) aplicar sus fondos en títulos de deuda ganando un 15%. La decisión es obvia: se privilegiarán las colocaciones financieras. Con lo cual, aumenta la oferta de fondos prestables lo que debería conducir a una reducción de la tasa de interés. Por el otro lado, se suele suponer que, con cierto desfase, caerá la inversión real y con ello el nivel de la oferta agregada. Esto, muy probablemente acarreará el descenso de los salarios en virtud del seguro mayor desempleo y algo semejante se puede esperar en el precio de las materias primas, que suelen ser importadas y cuyo precio siempre cae en la fase recesiva del ciclo. Como el precio final o no cae o lo hace en menor proporción, la rentabilidad industrial deberá empezar a recuperarse.

En consecuencia, tendríamos un doble movimiento: de ascenso de la rentabilidad industrial y de descenso de la tasa de interés. Al cabo, la tasa de interés y la tasa de ganancia industrial deberían equilibrarse. Pero, ¿son así las cosas?

Que se desate un movimiento como el indicado parece indiscutible. No obstante, también resulta muy claro que: i) el proceso, sobremanera en el sector real, será bastante lento. La respuesta de las variables reales es más o menos retardada y sus consecuencias bastante extendidas en el

---

<sup>12</sup> Lo haremos usando supuestos simplificadores y en los términos más sencillos posibles. Nos interesa sólo destacar los perfiles más gruesos del problema. Un examen más técnico y detallado en José Valenzuela Feijóo, "Dos crisis: Japón y Estados Unidos", págs. 176 y ss. Porrúa - UAM, México, 2003.

tiempo; ii) en este período, con toda seguridad surgirán *nuevos factores y circunstancias*, las que afectarán las condiciones de funcionamiento, tanto de los mercados financieros como de los reales.

En otras palabras, antes (y bastante antes) de llegar al punto de equilibrio, surge un nuevo y diferente punto de equilibrio ideal. Como bien apuntara Marx, “no existe una relación de proporcionalidad plenamente constituida, existe tan sólo un movimiento constituyente.”<sup>13</sup>

#### **IV.- Capital ficticio y expectativas.**

Avancemos a un segundo juego de consideraciones, retomando nuestro ejemplo inicial. En él, recordemos, hemos supuesto que las ganancias efectivas coinciden con las esperadas. Algo que parece bastante irreal. Lo usual es que surjan algunas discrepancias, a veces menores y en otras muy sustanciales. Lo cual, introduce un factor de incertidumbre que es inevitable.

Las expectativas no influyen en el valor del capital real: el valor de las máquinas y equipos que constituyen el capital de producción de la firma viene dado por los respectivos valores de producción.<sup>14</sup> Pero sí influyen, y bastante, en el valor del capital accionario.

El precio de una acción depende de dos factores: la tasa de interés y las ganancias esperadas. Sube cuando disminuye la tasa de interés y cae si la tasa de interés se eleva. En cuanto a las ganancias esperadas, su relación es directa: el precio de la acción sube o baja según el monto de las ganancias previstas se eleve o descienda.

Supongamos que para la misma inversión de \$100 se esperan ganancias de \$20 y que la tasa de interés se mantiene igual a un 15%. En este caso, la tasa de ganancia industrial esperada será de 20% y el valor del capital accionario igual a \$133.3. Esto, pues éste es el monto de un capital capaz de rendir \$20 si la tasa de interés es de 15%.

En estas circunstancias, para los inversionistas potenciales sería mejor aplicar sus recursos líquidos en el sector real (con un rendimiento del 20%) y no en el financiero, que entregaría sólo un 15% de rendimiento. Por cierto, también aquí surgen fuerzas que llevarían a elevar la tasa de interés y a disminuir la tasa de ganancia industrial. Pero lo ya dicho sobre este tipo de procesos se sigue aplicando y no lo vamos a repetir.

Los puntos que ahora nos interesa destacar serían:

a) El nivel o valor que alcanza el capital ficticio no sólo depende de la tasa de interés. También, de las *previsiones* o *pronósticos* que efectúan los inversores sobre las futuras ganancias de la empresa. Pronósticos que, como regla, nunca coinciden con las ganancias efectivas. Como apuntaba Keynes, “los resultados efectivos de una inversión a largo número de años rara vez coinciden con las expectativas originales”.<sup>15</sup>

Se introduce, en consecuencia, un elemento especulativo, en el sentido más literal y originario del vocablo. O sea, especulación entendida como *conjetura*, como un pronóstico que, en tanto no puede manejar toda la información necesaria, no puede funcionar con un nivel de certidumbre total. Que debe introducir, inevitablemente, un margen de pura especulación: “es precisamente el factor inseguro e incalculable el que deben tener en cuenta los especuladores. En

<sup>13</sup> C. Marx, “Miseria de la filosofía”, pág. 55. Progreso, Moscú, 1974.

<sup>14</sup> “La compra-venta de acciones no es ninguna transacción de capital sino sólo compra-venta de títulos de renta; las oscilaciones de sus precios no atañen en lo más mínimo al capital industrial realmente activo, pues representan su rendimiento y no su valor.” Cf. Rudolf Hilferding, “El capital financiero”, pág. 114. Edic. El Caballito, México, 1973.

<sup>15</sup> J. M. Keynes, “Teoría general”, pág. 139. Edic. cit.

otras palabras: para la especulación es imposible cualquier previsión segura, anda a oscuras en sus operaciones. La especulación bursátil tiene el carácter de juego y apuesta.”<sup>16</sup>

b) Las expectativas, pueden ser (y de hecho lo son) muy volátiles. Según Keynes, “el estado de las previsiones es susceptible de variar constantemente, apareciendo una nueva previsión mucho antes de que la anterior se haya desenvuelto por completo. De manera que el mecanismo económico está ocupado en todo tiempo con cierto número de actividades que se traslapan y cuya existencia se debe a varias situaciones pasadas de expectativas”.<sup>17</sup> Dado este rasgo, tenemos que también el valor accionario, más allá de los eventuales cambios en la tasa de interés, puede ser muy cambiante. El valor o precio de la acción puede pasar de \$100 a \$66.7 o de \$100 a \$133.3 y así sucesivamente. Con lo cual en el espacio financiero se abre una nueva ruta, que es de muy vastos alcances.

En este contexto, “con frecuencia las incomprensibles oleadas de opinión que batan el mercado de valores pueden hacer que el valor capitalizado de la planta y el equipo de una empresa – tal como se refleja en los precios de sus valores- sea menor que el costo de reposición de tal planta y tal equipo.”<sup>18</sup> Es decir, tales oscilaciones abren una posibilidad: que el valor del capital accionario se ubique por debajo del valor del capital real. Pero si esto sucede, como la propiedad de las acciones determina la propiedad de máquinas y equipos (i.e. del capital real), comprando las acciones por \$80, se obtiene un capital real de \$100. De manera análoga, si se venden activos reales por \$100 (su valor real), se podrán comprar acciones que permitan controlar 1.25 fábricas. En esta situación, la inversión real cae y la inversión financiera sube. Según Keynes, “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.”<sup>19</sup> Keynes también señala que “una cotización alta para los valores existentes supone un aumento en la eficiencia marginal del capital 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.”<sup>20</sup>

De lo señalado podemos deducir: a) las variables financieras son, por su propia naturaleza, muy inestables; b) de esta inestabilidad, surgen las ganancias (o pérdidas) de especulación; c) las variables financieras influyen, a veces fuertemente, en el comportamiento de las variables reales.

En cuanto al punto a), conviene insistir: las variables financieras tienen un comportamiento muy inestable. Y en el caso más concreto que nos preocupa, el del capital ficticio, el juicio se repite. Por un lado, los diversos movimientos de la tasa de interés, afectan a esos valores.<sup>21</sup> Por el otro, las expectativas sobre las ganancias o rendimientos futuros, al ser muy volátiles, también provocan

---

<sup>16</sup> R. Hilferding, obra citada, pág. 148.

<sup>17</sup> Keynes, obra citada, pág. 53.

<sup>18</sup> Alvin Hansen, “Guía de Keynes”, pág. 112. FCE, México, 1983.

<sup>19</sup> Keynes, ob. cit., pág. 138.

<sup>20</sup> Ibidem, pág. 138, nota.

<sup>21</sup> Diversos autores sostienen que la tasa de interés es más oscilante que el nivel de precios. Bagehot, por ejemplo, apuntaba que “las fluctuaciones en el valor del dinero son más amplias que las del valor de la mayoría de las otras mercancías. A veces hay una presión excesiva por pedir dinero a préstamo y a veces para prestarlo, obligando así a que suba y baje su precio.” Ver Walter Bagehot, “Lombard Street: el mercado monetario de Londres”, pág. 85. FCE, México, 1968.

oscilaciones cotidianas y significativas. Las expectativas de lucro suelen ser extremadamente sensibles a las modificaciones del entorno, en especial a los posibles y/o efectivos cambios en la política económica y en la situación política más general. Ya hemos indicado (ver pie de página 86, supra) que la tasa de interés oscila más que los precios corrientes. Y como las expectativas, a su vez fluctúan más que la tasa de interés, la consecuencia es clara: el capital ficticio es muy inestable. Como escribe Minsky, “mientras que los salarios y los costos corrientes de la producción y por tanto, los precios de oferta del volumen de producción corriente cambian lentamente, (...) el precio de las acciones negociadas en las bolsas de valores puede variar rápidamente.”<sup>22</sup>

En este contexto también se debe apuntar a un fenómeno no menor. Con el desarrollo de las instituciones financieras, en muchas ocasiones suele surgir una disociación entre las expectativas que maneja el capital productivo (los empresarios industriales) y las expectativas que manejan los corredores de bolsa, los que operan con el capital ficticio. Estas suelen ser bastante más oscilantes, sobremanera en el corto plazo. Pues bien, si este juego de expectativas pasa a dominar a las que maneja el capital industrial y se imponen sobre las que inicialmente éste podría haber manejado, la situación puede resultar grave.<sup>23</sup> Las oscilaciones, al elevar la incertidumbre, afectan muy negativamente a la inversión real de los industriales.<sup>24</sup>

## **V.- Capital ficticio y ganancias especulativas.**

En los numerales previos hemos señalado que el precio del capital ficticio suele ser muy oscilante. Hacia arriba o hacia abajo. De aquí, una muy clara y obvia consecuencia: los agentes bursátiles pueden obtener ganancias a partir de las diferencias entre el precio de compra y el de venta de los títulos financieros. Esto, si logran acertar en el comportamiento financiero de los valores bursátiles. Dándose el caso opuesto, de pérdidas, si se equivocan. En suma, aparecen las llamadas “ganancias de capital” o “*ganancias especulativas*”.

Aquí, el vocablo “especulación” asume un contenido más concreto y que ya apunta a un fenómeno económico específico: el que acabamos de mencionar. El elemento de “conjetura” ciertamente se mantiene. Pero asume la forma de una apuesta con cargo a la cual se espera obtener ganancias pecuniarias, las que surgen de comprar barato y vender caro esos títulos de propiedad o activos financieros.

Este fenómeno ha llegado a ser muy significativo. Con lo cual, en la compra de títulos financieros tenemos que distinguir dos posibles motivos: i) el más cotidiano o corriente: el rendimiento prometido por esos títulos (intereses, utilidades); ii) el ya indicado de las eventuales ganancias especulativas.

Un punto importante es: los mismos agentes financieros pueden empujar oscilaciones especulativas que le sean favorables. Por ejemplo, sembrando falsas noticias podrían elevar drásticamente el precio de ciertas acciones previamente compradas y que se venden en el momento oportuno. En otras ocasiones, lo que suele suceder es un cúmulo de rumores, noticias y evaluaciones que procediendo de fuentes muy diversas terminan por converger y desatar pánicos

---

<sup>22</sup> H. Minsky, “Las razones de Keynes”, pág. 103. FCE, México, 1987.

<sup>23</sup> “A medida que mejora la organización de los mercados de inversión (o mercados financieros, J.V. F.), el riesgo del predominio de la especulación aumenta.” Keynes, ob. cit., págs. 144-5.

<sup>24</sup> Recordemos un muy famoso enunciado: “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.” Cf. Keynes, ob. cit., pág. 145.



financieros de vasto alcance.<sup>25</sup> O bien, con sentido contrario, provocar grandes burbujas financieras. La dinámica que así se puede desatar es de naturaleza acumulativa. Por ejemplo, surgen expectativas convergentes y que pronostican una elevación en el precio de las acciones. Con ello, se desata una fiebre por comprar y, por lo mismo, el precio bursátil termina por elevarse. Lo cual, a su vez, refuerza las expectativas alcistas. Opera aquí, lo que sociólogos como Robert Merton denominara la “profecía autocumplida”.

Un aspecto muy importante, sobremanera en el último tiempo, tiene que ver con la óptica corto-placista que asume el capital financiero cuando opera con la lógica de las ganancias especulativas. En este caso, como las ganancias están estrictamente ligadas a los vaivenes de la bolsa, se vende y se compra en términos casi instantáneos. El futuro, entendido como largo plazo, prácticamente desaparece en las consideraciones del especulador. Algo que, por supuesto, se sitúa en las antípodas de lo que exige la inversión industrial productiva. La cual, y en un grado cada vez mayor, exige manejar un horizonte temporal de muy largo plazo. El dominio macroeconómico del capital financiero especulativo, implica también que es el corto placismo el que pasa a dominar las decisiones de inversión. Lo cual, acarrea pésimas consecuencias para el desarrollo y crecimiento de la economía.

La dinámica de las ganancias especulativas ha llegado a ser, en los últimos tiempos, especialmente importante. Y en cuanto se ha transformado en un fenómeno más o menos generalizado (en el sentido que es capaz de afectar o arrastrar al conjunto de la bolsa de valores) y de no corta duración, se ha pasado a hablar de “burbuja especulativa”. Es decir, se asiste a una *inflación de los títulos bursátiles*. O más precisamente, de algunos títulos en los cuales se concentra la fiebre especulativa. Y que, en grado importante, también suelen arrastrar al conjunto de la bolsa.

Esta inflación bursátil no responde a ninguna expansión o eclosión de las ganancias reales. Es puramente especulativa, “ficticia”. En todo caso, engendra ganancias muy elevadas (ganancias en el sentido nominal, en términos de la cotización que en la bolsa logran los títulos financieros que se poseen) y que, inevitablemente, atraen casi al conjunto de los inversionistas potenciales. En el caso de Estados Unidos, no sólo nacionales, también del resto del mundo. En otras palabras, el espacio financiero se transforma en un gran espacio de inversión. Y en consonancia, a él acuden ingentes masas de recursos ávidos de rentabilidad.

Algunos economistas ingenuos, en este contexto, han recordado las tesis de Schumpeter sobre el papel de las grandes innovaciones tecnológicas y las de Alvin Hansen sobre el declive de las oportunidades de inversión, algo ligado a la ausencia de grandes innovaciones. Y el estancamiento que tal situación provoca. Y con gran ligereza han indicado que en el sector financiero sí ha tenido lugar una revolución tecnológica, lo que ha desatado la euforia y gran ola de inversiones financieras de los últimos tiempos. Prosperidad que contagia al conjunto de la economía. Las innovaciones financieras sí han tenido lugar y la euforia del capital financiero también. Pero lo de la prosperidad compartida, para nada. Más bien al revés, *es la anemia de la economía real la que explica el auge financiero, el que de hecho encubre o enmascara, por algún tiempo, esa debilidad mayor*. ¿Dónde radica el error? En la no comprensión, primero de lo que es

---

<sup>25</sup> “En un pánico, el miedo toma el control. El comportamiento de las masas rápidamente triunfa. Hay una estampida. La gente quiere efectivo, ‘liquidez’ en la jerga financiera.” Cf. Robert J. Samuelson, “Lecciones de la quiebra de 1987”, en Newsweek (en español), 15/10/2007.

un sector improductivo <sup>26</sup> y segundo, de lo que son las ganancias bursátiles de corte especulativo. O sea, de las “ganancias de capital” que engendra, en especial, la presencia de una burbuja.

El capital a interés no participa en la producción, se separa de ésta y sus ganancias (i.e. el interés que recibe), suponen que el excedente ya ha sido producido. Si la inversión es especulativa y busca ganancias de capital, la disociación es aún mayor. El capital de préstamo suele conectarse con el capital industrial, funcionando éste como prestatario. Pero el capital especulativo sólo conecta a capitalistas financieros con capitalistas financieros. El nexo tiene sentido sólo si el precio del capital ficticio sube y sube. O sea, si hay inflación bursátil. Por lo demás, éstas son ganancias ficticias, sólo registradas en el papel, en los títulos financieros cuya cotización se eleva más y más. Para que esas ganancias virtuales se tornen reales, deberían convertirse en dinero. Pero si éste llega a ser el propósito dominante (mercado de vendedores), el índice bursátil se desploma: todos quieren vender y muy pocos (o ninguno) quieren comprar. Con lo cual, se pone en evidencia el carácter de esas ganancias bursátiles.

Pero, ¿entonces no hay ganancias efectivas en este espacio? Sí las hay: una parte, que sólo puede ser minoritaria, es la obtenida por los especuladores que pueden monetizar a buen precio sus títulos financieros. Y la otra, la parte mayoritaria, viene dada por las comisiones y similares que cobran los agentes financieros.

## **VI.- Acumulación financiera, inversión real y estancamiento.**

Para nuestros propósitos conviene traer a colación una hipótesis esbozada por Marx. Citamos: “puede producirse una acumulación, una superabundancia de capital de préstamo que sólo guarda conexión con la acumulación productiva en el sentido de que se halla en razón inversa a ella.”<sup>27</sup> Esta relación inversa es la que nos interesa rescatar.

La hipótesis la podemos ampliar y concretizar incorporando una tercera variable: la tasa de plusvalía. Y para situarnos en el contexto de lo que es la situación que ha precipitado la gran crisis en marcha, suponemos que los problemas por el lado de las ventas dan lugar a una restricción de la inversión real. En otras palabras, el sector real de la economía entiende que una ampliación de sus capacidades de producción, lo que supone una tasa de inversión más o menos significativa, generaría muy pocas ventas adicionales y sí una ampliación muy dañina (para la rentabilidad del capital) de las capacidades productivas ociosas. Por ende, restringe sus gastos de inversión. ¿Por qué la estrechez de los mercados reales? Si tomamos pie del caso estadounidense podemos considerar dos factores fundamentales. Uno: el muy alto nivel de la tasa de plusvalía y la consiguiente muy regresiva distribución del ingreso.<sup>28</sup> De paso, valga recordar aquí el agudo juicio de Arrigí: a veces las crisis se precipitan porque la tasa de plusvalía es demasiado baja. En otras, surge la crisis porque la tasa de plusvalía es demasiado alta y surgen problemas de realización. Dos: el papel de hecho negativo que juegan los mercados externos como canales de salida para la producción nacional. En Estados Unidos, algo muy raro en las grandes potencias, los mercados externos en vez de ayudar complican más la situación.

---

<sup>26</sup> Esta distinción es absolutamente ajena a la teoría convencional, neoclásica.

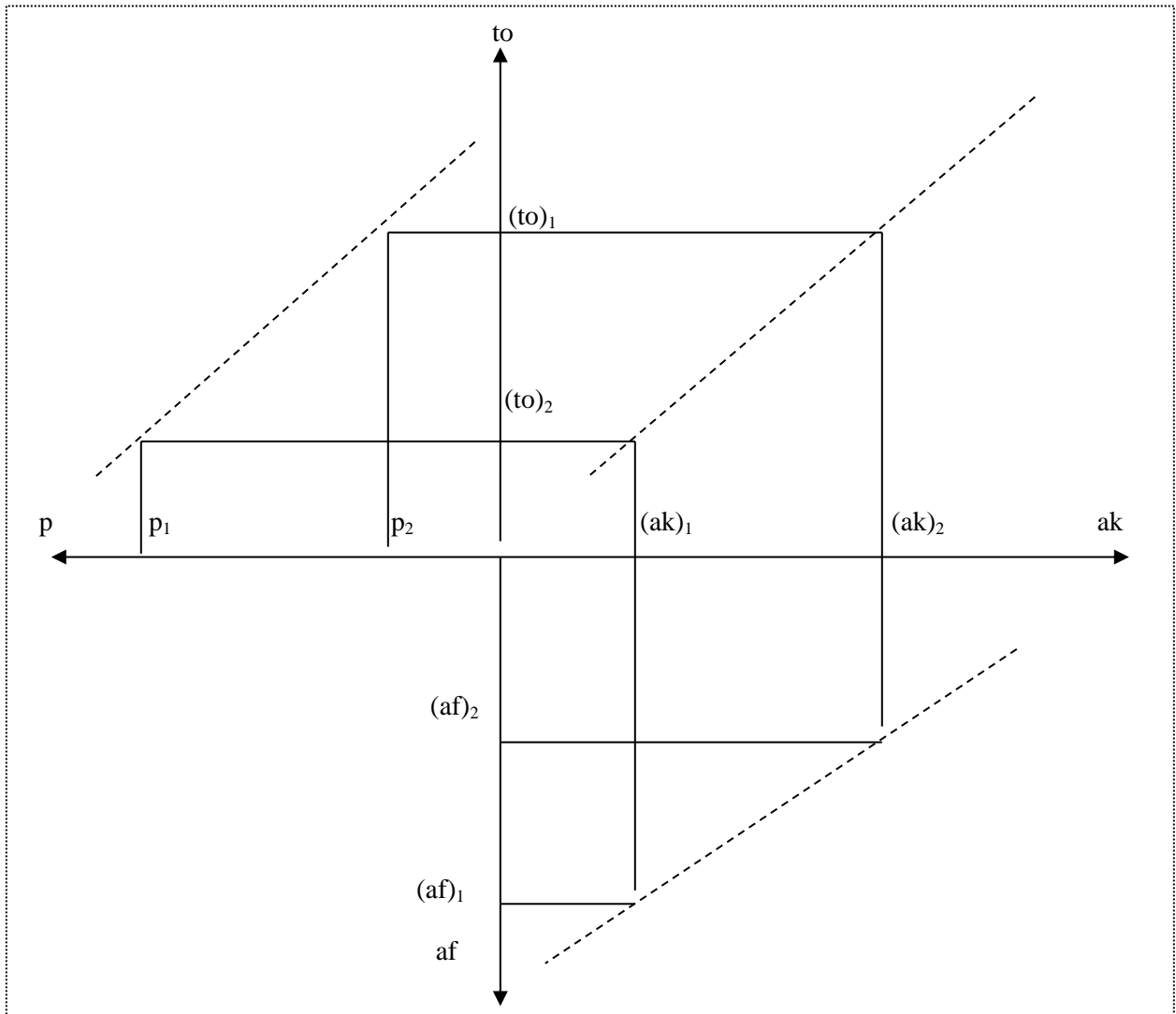
<sup>27</sup> C. Marx, “El Capital”, Tomo III, pág. 464. FCE, México, 1974.

<sup>28</sup> Algo que el gran endeudamiento de las familias aminoraría, mas no resuelve.

Como el excedente es muy alto y no encuentra salidas fáciles, sobremanera por el lado de una inversión real que tiene un comportamiento anémico, nos encontramos con una gran masa de recursos en busca de oportunidades de inversión. En este marco, podemos suponer que opera la burbuja especulativa y, por lo mismo, surge la atracción por invertir en los mercados financieros. Es decir, a la vez que se restringe la inversión real se extiende la inversión financiera, en especial la de tipo especulativo.

El entramado de las variables en juego la podemos mostrar en el gráfico que sigue.

Diagrama I : De la tasa de plusvalía a la inversión financiera.



En el gráfico, una primera relación supuesta es la existencia de una relación inversa entre la tasa de plusvalía ( $p$ ) y la tasa de operación ( $to$ ). Algo que es válido (bajo caución), para altas tasas de plusvalía. Es decir, a partir de cierto nivel mínimo de la tasa de plusvalía empieza a funcionar este nexo inverso, lo que se muestra en el cuadrante superior izquierdo del gráfico.

La segunda relación a manejar es la que asocia tasa de operación y niveles de la inversión real ( $ak$ ). La relación es positiva: a mayor tasa de operación (o sea, a mayores ventas), mayores niveles de inversión real. Y vice-versa. ¿Cómo medir el nivel de la inversión real? Podemos considerar el cociente entre el nivel absoluto de la inversión neta y el tamaño del excedente económico (o plusvalía). O bien, en términos más convencional, manejar la relación inversión neta a ingreso nacional ( $ak$ ). El nexo, se muestra en el cuadrante superior derecho.

Finalmente, tenemos la inversión financiera versus la real. Suponemos una relación inversa: si la una sube, la otra se cae. ¿Cómo medir el tamaño relativo de la inversión financiera? Podríamos, vg., manejar la tasa de variación de los activos financieros o, la relación activos financieros a Ingreso Nacional ( $af$ ). El nexo, lo mostramos en el cuadrante inferior de la derecha.

En la gráfica podemos partir de una situación inicial del tipo 1. En ella, consideramos una tasa de plusvalía inicial igual a  $p_1$ , la que suponemos es satisfactoria para los capitalistas y crea un buen mercado de ventas, lo que se traduce en una alta tasa de operación, igual a  $to_1$ . Por lo mismo, la inversión real es alta y el coeficiente de inversión llega al nivel  $ak_1$ . El cual, adicionalmente (aunque no lo muestra el gráfico), podemos suponer que va asociado a altos ritmos de crecimiento. Este nivel de inversión real, supone que el espacio productivo es atractivo para los capitalistas y, por lo mismo, el espacio financiero atrae menos capitales. No hay aquí plétora y el nivel de la inversión financiera se establece en el punto  $af_1$ .

Una segunda situación, muy diferente, es la que emerge en el período dos. Aquí, la tasa de plusvalía se dispara hacia arriba y provoca el “efecto Arrigui”: caen los márgenes de utilización de las capacidades de producción y la inversión se retrae abruptamente. Por lo mismo y dado el alto nivel del excedente, emerge una gran masa de capitales que buscan espacios de inversión. El espacio real no atrae a nadie, pero si emerge una burbuja especulativa –algo muy probable cuando hay exceso de capitales- el espacio financiero termina por atraer y despertar las más terribles pasiones. Y adviértase una vez más, estos títulos “sólo representan negocios de especulación”, los que al cabo, fatalmente “se ponen al desnudo y explotan como pompas de jabón; además, especulaciones montadas sobre capitales ajenos pero fracasadas; finalmente, capitales-mercancías depreciados o incluso invendibles o un reflujo de capital ya irrealizable.” Se trata, agrega Marx, de “todo un sistema *artificial* de extensión violenta del proceso de reproducción.”<sup>29</sup>

La evolución cíclica usualmente se describe con cargo al comportamiento del PIB. Es lo que se hace en la gráfica previa. Pero de inmediato digamos que tal evolución es una *resultante* y el factor regulador o causal que interviene, en lo básico, es la inversión. A su vez, esta inversión sube o baja según lo que sucede con la tasa de ganancia esperada. En la cual, salvo conmociones mayores, el factor clave viene dado por la tasa efectiva del último período.

En la gráfica no explicitamos la relación entre el coeficiente de inversión real ( $ak$ ) y el crecimiento del PIB ( $rg$ ). El nexo es sencillo y conocido:  $rg = (ak) (\alpha')$ , en que  $\alpha'$  es la relación producto-capital incremental. También indiquemos el nexo (casi implícito) entre la tasa de plusvalía y la inversión financiera. En la gráfica manejamos una relación positiva. A lo cual, de inmediato

---

<sup>29</sup> C. Marx, “El Capital”, Tomo III, pág. 460. Edición citada.

habría que agregar: la relación es válida en *ausencia* de innovaciones tecnológicas mayores. Si éstas existen y operan con una gran fuerza de arrastre, se generan montos de inversión real que pueden combinarse con altas tasas de plusvalía. Por lo mismo, se rompe la relación antes manejada. En la gráfica, esto implicaría una mayor tasa de operación causada por la mayor inversión real. Pero, ahora, un mayor grado de utilización iría conectado con la mayor tasa de plusvalía. O sea, se desplaza hacia arriba la curva del cuadrante superior-izquierda. En otras palabras, desde el punto de vista del crecimiento, un alto excedente tiene sentido sólo si va asociado a una inversión real muy fuerte, necesariamente asentada en el desarrollo preferente del Departamento I de la economía. Y si esto no tiene lugar, ese excedente, amén de amenazar con una vasta crisis de realización, impulsa la especulación financiera y todo lo que ésta provoca.