

José Valenzuela Feijóo

Capital ficticio y burbuja especulativa

Profesor-investigador
Universidad Autónoma Metropolitana

RESUMEN

En el presente artículo se explica la naturaleza, funcionamiento y comportamiento del capital ficticio, caracterizándolo por crear una burbuja especulativa que en determinado momento estalla y genera inestabilidad financiera y, por consiguiente, económica; ya que la Bolsa funciona como termómetro de la economía debido a la especulación que existe en torno a ella. Para lograr el excelente trabajo que aquí se presenta, el autor analiza el coeficiente de precio-beneficios de Estados Unidos; posteriormente debate algunas ideas sobre la corriente neoclásica y termina enunciando el ajuste que se da al estallar finalmente la burbuja especulativa y las consecuencias de esto sobre variables macroeconómicas importantes: consumo, inversión y sector externo.

ABSTRACT

In the present article is explained the nature, operation and behavior of the fictitious capital, characterizing it by creating a speculative bubble that in determining moment it explode and it generate financial uncertainty and consequently economical uncertainty, it since the Stock Exchange operate like thermometer of the economy due to the speculation that exists with regard to her. In order to achieve the work that here is presented, the author analyze the price-profits coefficient from United States; subsequently debate some ideas on the neoclassical current and it finish explained the adjustment that gives up upon exploding the speculative bubble and the consequences of it on important macroeconomic variable: consumption, investment and external sector.

EL CAPITAL FICTICIO

Durante el último auge económico estadounidense, uno de los aspectos llamativos es el tremendo crecimiento de los valores bursátiles. Entre 1991 y 2000 el índice del Standard and Poor pasa desde 376.2 hasta 1427.2 multiplicándose por 3.8 veces. O sea, crece al 16.0 por ciento anual. Entretanto, el Nasdaq pasa desde 491.7 a 3783.7; se multiplica por 7.7 veces, creciendo al 25.4 por ciento anual. Y valga recordar que en el mismo periodo las ganancias totales se multiplican por 2.3 (crecen al 9.7% anual); así mismo, se tiene que las ganancias de las corporaciones no financieras se multiplican 2.66 veces (crecen al 11.5% anual). El crecimiento es bastante alto, aunque de todas maneras muy inferior al experimentado por los valores bursátiles. El capital accionario, se corresponde con la noción de "capital ficticio" que manejaba Marx. Valga detenerse en 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.¹ Y conviene subrayar: esta plusvalía (más

aún, todo el nuevo valor) es creada en el espacio de la producción. Esto, en tanto los trabajadores asalariados contratados por el capital, despliegan un trabajo productivo y generan un nuevo valor mayor que el 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 y se termina con un dinero que se ha incrementado respecto de su nivel inicial ($D \Rightarrow D + \Delta D$, en que ΔD 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". Además, en condiciones como las recordadas, el dinero adquiere un nuevo valor de uso: el poder funciona 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 por ciento, el empresario que tenga activos fijos por valor de 15 000 obtendrá una ganancia igual a 5 000. 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. Quien sabe como 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

¹ K. Marx, *El Capital*, Tomo I, p. 146. México: FCE, 1973.

las mismas. O sea, recibir como pago del préstamo cierta suma de *intereses*. Si la tasa de interés es de un 15 por ciento, terminará por transformar mil unidades de dinero en 1 150 unidades. Entonces, tenemos que $D \Rightarrow D(1 + i)$, en que $D \cdot i = \Delta D$ para el prestamista.² Y advírtase: en este caso, el del capital dinero del 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 misma. Como escribe Marx, "el capital a interés es, en general, la matriz de todas las formas absurdas de capital".³

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.⁴ Es decir, se "descuentan" o "actualizan" esos ingresos y se sostiene que esos valores actualizados constituyen *el capital*. De manera análoga, las condiciones o títulos que permiten acceder a esa corriente 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

² "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". K. Marx, *El Capital*, tomo III, p. 335.

³ Ibídem, p. 439.

⁴ 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 idiotecia mayúscula no es privativa de Becker y compañía. 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". Véase *El Capital*, tomo III, p. 439.

denominan "acciones". Con esto, también emerge el capital accionario o "capital ficticio".

Supongamos que se emiten bonos públicos que pagan una anualidad perpetua de \$100; si la tasa de interés es del 10 por ciento 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 \$1 000. Y como escribe Hilferding, "en la sociedad capitalista toda suma de dinero obtiene la capacidad de rendir interés; a 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".⁵ 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".⁶

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,

⁵ R. Hilferding. *El capital financiero*. México: El Caballito, 1973, p. 111.

⁶ K. Marx. *El Capital*, tomo III, p. 439.

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 una plusvalía futura".⁷ 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 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".⁸ De aquí también se desprende una consideración de vasta

⁷ Ibídem, p. 433.

⁸ Ibídem, p. 440.

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 a aumento de valor".⁹ En breve, una cosa es, por ejemplo, el PIB de un país, otra 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. Amén de que incide y bastante, en el movimiento de las variables reales.

II. EL PRECIO DE LAS ACCIONES Y SUS DETERMINANTES. LOS DIVIDENDOS COMO "PRIMUM MOBILE"

Para mejor perfilar y entender el problema distinguiremos dos situaciones. La primera, cuando las acciones interesan por los dividendos que permiten obtener. La segunda, cuando interesan las posibles ganancias de capital: comprar barato hoy y vender caro mañana.¹⁰ En el primer caso, se supone que en el precio de las acciones sólo influyen los dividendos esperados y la tasa de interés, la que se utiliza como factor de descuento de esos

⁹ Ibídem, p. 441.

¹⁰ J.M. Keynes aplica "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". Y agrega: "a medida que mejora la organización de los mercados de inversión, el riesgo del predominio de la especulación aumenta". Cfr. Keynes. *Teoría General*. México: FCE, 1978, pp. 144 y s.

dividendos. Y que las "burbujas" o movimientos especulativos de la bolsa no tienen ninguna incidencia. Para el caso, se habla de "valor de base sólida" o "valor fundamental". Y se dice que este último en "una acción es el valor actual de los dividendos reales futuros esperados, descontados utilizando los tipos de interés reales a un año actuales y futuros esperados. En ausencia de burbujas o modas, el precio de las acciones es igual a su valor fundamental".¹¹

Conviene advertir, en el precio de las acciones siempre existe un elemento de especulación. Esto, en el sentido de que suponen una previsión y control del futuro que prácticamente nunca se puede hacer con toda la información y poder que exige una previsión exacta y segura. Es decir, siempre opera un elemento conjetural en que el agente, falto de información y de controles, no tiene más remedio que "especular" sobre tales o cuáles comportamientos posibles. La situación, es más resbaladiza e incierta que la existente en la tarea de pronosticar el tiempo para la tarde de treinta días más o la mañana de seis meses más. Como apunta Malkiel, "la precisión matemática de las fórmulas del valor de base sólida se asienta en algo falaz: la predicción del futuro. Los factores fundamentales de estos cálculos no se conocen nunca con certeza; son estimaciones relativamente imperfectas (quizá deberíamos decir conjeturas), acerca de lo que puede suceder en el futuro. Y dependiendo de las conjeturas que se hagan, uno puede autoconvencerse de pagar cualquier precio que desee por una acción".¹²

¹¹ Olivier Blanchard. *Macroeconomía*. Madrid: Prentice-Hall, 1997, p. 175.

¹² Burton G. Malkiel. *Un paseo aleatorio por Wall Street*. Madrid: Alianza, 1997, p. 97.

Para precisar mejor, conviene acudir a un planteamiento formal.¹³ Para el primer caso, debemos suponer que las acciones no se venden. O bien, que lo hacen después de un periodo de tiempo tan largo que su valor actual es casi igual a cero. Podemos escribir:

$$(1) \quad P_0 = D_1 / (1+i) + D_2 / (1+i)^2 + \dots + D_\infty / (1+i)^\infty$$

$$(2) \quad P_0 = \frac{D_0(1+rd)}{(1+i)} + \frac{D_0(1+rd)^2}{(1+i)^2} + \dots + \frac{D_0(1+rd)^\infty}{(1+i)^\infty}$$

P = precio de la acción

D = dividendo por acción

i = tasa de interés

rd = tasa de crecimiento anual de los dividendos

Dividimos la expresión (2) $(1+i)/(1+rd)$ por y obtenemos:

$$(2a) \quad P_0 [(1+i)/(1+rd)] - P_0 = D_0$$

$$(3) \quad P_0 = D_0 (1+rd) / (1-rd)$$

El coeficiente que más interesa es el cociente entre el precio de la acción y los dividendos por la misma. De hecho, éste es el que permite medir el valor real del capital accionario.

$$(4) \quad P_0 / D_0 = (1+rd) / (1-rd)$$

¹³ El texto clásico es el de Myron J. Gordon. *The Investment Financing and Valuation of the Corporation*; Irwin, Homewood, Illinois, 1962. Una presentación resumida en Lawrence J. Gitman. *Fundamentos de Administración financiera*, cap. 15. México: Harper and Row (Harla), 1978.

Podemos observar que el coeficiente se eleva en tanto crece el crecimiento *esperado* de los dividendos. Y se reduce, en tanto se eleva la tasa de interés. Luego, suponemos que los dividendos constituyen una fracción gama ($= \gamma$) de las ganancias ($= G$). Y denominamos rg a la tasa de crecimiento anual de las ganancias. Así mismo, introducimos una prima de riesgo ($= \phi$), que se suma a la tasa de interés como factor de descuento. Por lo tanto, podemos escribir:

$$(5) \quad P_0 / G_0 = \gamma(1 + rg) / (1 + \phi - rg)$$

Como se observa en la expresión 5, en la relación precio-ganancias (por acción), influyen diversos factores. El coeficiente gama eleva la relación, mientras mayor sea la parte repartida de las ganancias, mayor será la relación. Durante las fases de auge del ciclo, el coeficiente tiende a bajar; en la fase recesiva, a subir. En términos generales, y para un periodo histórico dado, gama se mueve bastante poco. La tasa esperada de crecimiento de las ganancias ($= rg$), tiene un impacto positivo en la relación. Claramente, pues se trata de una previsión del futuro, expresa el "humor" empresarial: optimista (rg se eleva) o pesimista (rg disminuye). Es bastante volátil y muy probablemente, es el factor más decisivo. La tasa de interés ($= i$), tiene una relación inversa: si se eleva, el coeficiente precio-ganancias se reduce y viceversa. La prima de riesgo ($= \phi$) juega en el mismo sentido que la tasa de interés. Además, parece jugar un papel procíclico: cae durante el auge y se eleva en la recesión. En general, dado el tenor de los factores determinantes, se puede esperar que el comportamiento del coeficiente precio-ganancias sea cíclico: hacia arriba durante el auge y hacia abajo en la fase recesiva. Por lo demás, como veremos más adelante, la ten-

dencia secular apunta a una relativa constancia del coeficiente.

Paréntesis: ¿previsiones racionales y óptimas? Antes de pasar a examinar nuestro segundo caso, que es el de la especulación *per-se*, conviene abrir un pequeño paréntesis sobre el tenor de las expectativas que se manejan en el problema que nos preocupa.

La teoría de las "expectativas racionales" sostiene que los agentes efectúan la mejor previsión posible, dados los datos o información que manejan. De hecho, hablan de "previsiones óptimas", en que el adjetivo utilizado ya nos advierte del afán apologético subyacente en la teorización. En lo anotado, conviene no confundir los dos aspectos básicos involucrados. El primero apunta a: ¿qué se hace con la información disponible?, ¿cómo se la procesa? Debemos partir, necesariamente, suponiendo que los agentes no están locos ni son idiotas. Es decir, se comportan como seres racionales.¹⁴ Pero sostener esto es casi una "platitude" y no se necesita un gran cerebro para aceptar algo tan elemental. El punto complicado es el segundo, el de la información disponible. Pensar que se maneja *toda* la información necesaria es completamente excesivo. En breve, se debe suponer que hay datos relevantes a los cuales no se puede acceder. Por ende, surge la obvia interrogante: ¿cómo llenar esos faltantes? La respuesta es clara: con conjeturas ultra azarosas, coronadas, tincadas, "espíritus animales" y demás. Como apuntaba Keynes, "el hecho más destacado es lo extremadamente

¹⁴ Lo cual, no implica que su comportamiento se despliegue suponiendo que la realidad económica funciona tal cual la describe esta teoría. Por cierto, para Barro y compañía, ser racional equivale a aceptar la teoría que ellos manejan. Pero esto, pudiera ser muy irracional.

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".¹⁵ De aquí una conclusión a subrayar: "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".¹⁶ En el mismo sentido va la advertencia de Malkiel, un hombre de vasta experiencia en Wall Street: "los sueños de castillos en el aire, de hacerse rico rápidamente, pueden desempeñar un factor importante para determinar los precios de las acciones. Y hasta los inversores que creen en la teoría de la base sólida pueden comprar un valor con las expectativas de que con el tiempo la opinión media esperará una tasa de crecimiento más elevada para esa acción en el futuro".¹⁷ En suma, operan determinantes subjetivos muy volátiles y que pueden provocar un comportamiento muy errático, incierto y poco previsible.

III. EL PRECIO DE LAS ACCIONES EN UN CONTEXTO DE ESPECULACIÓN

Veamos ahora el caso en que el motivo dominante es la especulación. Aquí, lo que busca el inversor no son los dividendos sino las "ganancias de capital". Es decir, se compran acciones para ser ven-

didas. Y como es obvio, este "comprar para vender" sólo tiene sentido si el precio de venta es considerablemente superior al de compra. En este caso, el agente especula con el posible diferencial de precios y finca su afán de ganancias exclusivamente en el lema de "comprar barato y vender caro".

Valga agregar: como se trata de un comportamiento especulativo, el horizonte del inversor se reduce considerablemente. Cuando son los dividendos lo que interesa, el horizonte tiende a ser muy largo e incluso, casi infinito. Al revés, si el afán es la especulación, el horizonte de planeación de los inversores se achica considerablemente y se encierra en un contexto de muy corto plazo. Nadie, en su sano juicio, especula a veinte años.¹⁸ Pero sí lo hace por un año o bastante menos. En breve, *el especulador no puede sino ser un "corto-placista"*.

Suponemos como plazo un periodo. La apuesta es, el precio del final será superior al inicial. Ésta es la ganancia que se persigue. Pero además, como "colgajo", se obtiene el dividendo que la empresa paga al finalizar el periodo. En términos formales, podemos escribir:

$$(6) \quad P_0 = \frac{D_1}{1+i} + \frac{P_1}{1+i}$$

$$(6a) \quad P_0 = [1/1+i][D_1 + P_0(1+rpa)]$$

$$P_0(1+i) = D_1 + P_0(1+rpa)$$

$$P_0(1+i - 1 - rpa) = D_1$$

$$P_0(i - rpa) = D_0(1+rg) = \gamma G_0(1+rg)$$

¹⁵ J.M. Keynes. *Teoría General*, p. 137.

¹⁶ Keynes, ob. cit., p. 139.

¹⁷ B. Malkiel, ob. cit., p. 103.

¹⁸ En realidad, una "especulación" a veinte años equivale a vivir de los dividendos durante ese periodo. Es decir, a dejar de ser un especulador.

$$(7) \quad P_0 = \gamma G_0 [1 + rg] / (i - rpa)$$

rpa = tasa de crecimiento esperada del precio de las acciones.

En que γ es nuestro ya conocido coeficiente que nos muestra qué parte de las ganancias se distribuye como dividendos.

Luego, dividimos por las ganancias y así obtenemos el coeficiente precio-ganancias (el famoso "price-earning ratio" de la literatura financiera). O sea:

$$(8) \quad P_0 / G_0 = \gamma (1 + rg) / (i - rpa)$$

Agregamos la prima de riesgo ($= f$) y obtenemos:

$$(8a) \quad P_0 / G_0 = \gamma (1 + rg) / (1 + \phi - rpa)$$

Si comparamos la última expresión con la número 5, vemos que la estructura de la ecuación es parecida. La novedad básica radica en que ahora aparece el pronóstico de los especuladores sobre el precio futuro de las acciones. Mientras más elevado sea el pronóstico para el crecimiento de esos precios, mayor será el nivel que alcance la relación precios-beneficio. O sea, si los inversores creen que las acciones van a subir, muy probablemente éstas terminarán por subir, pero a partir de tal creencia. Esto es propio de la especulación: las creencias a veces desatan movimientos que les confirman.

Si nos fijamos en las ecuaciones 5 y 8a, podemos ver que si se cree que el precio de las acciones subirá más rápido que las ganancias, el precio "especulativo" dominará al "no especulativo". Y lo mismo vale para la relación precio-beneficios. Esto, a su vez, dará lugar a que el precio efectivo de las acciones, subirá más rápido que las ganancias efec-

tivas. En principio, esta situación pudiera ser anormal o, más bien, muy difícil de mantener. El argumento sería como el que sigue. Con precios tan elevados -y tan desligados de las ganancias efectivas- se daría un movimiento a favor de vender acciones. Así mismo, las compras deberían bajar pues siendo tan baja la relación dividendos a precio, la rentabilidad de la correspondiente inversión bursátil sería muy poco atractiva. Este doble movimiento, debería provocar un claro descenso en el precio de las acciones. Por lo mismo, el factor especulación se diluiría y la relación precio-beneficios volvería a realinearse en torno a valores más "normales".

No obstante, la especulación se puede reproducir o "alimentarse a sí misma". Lo cual, nos ejemplificaría ese principio general que el sociólogo Merton denominara la "profecía autocumplida". El punto sería así: si todos o una mayoría importante creen que tendrá lugar un futuro aumento en el precio de las acciones, todos tratarán de comprar ahora para obtener mañana las correspondientes ganancias especulativas. Y, en principio, podemos suponer que los "otros" factores no provocan ningún impacto. Pero el simple hecho de esas compras especulativas, elevaría el precio de las acciones, *confirmando* así la expectativa previa (por mal fundada que ésta pudiera haber estado).

En este momento, pudiera ponerse en juego un mecanismo como el descrito. Pero también pudiera no darse este ajuste. Las expectativas al alza del precio de las acciones, que acaban de ser confirmadas, pudieran mantenerse. Por lo tanto, en vez de ventas, se podrían esperar más y más compras. Las cuales, volverían a elevar el precio efectivo de las acciones y, de este modo, volverían también a confirmar las expectativas y así sucesivamente. Estaríamos, por ende, en presencia de una auténti-

ca "bola de nieve" o, para emplear el vocablo en uso, de una *burbuja especulativa*.

Un movimiento especulativo como el indicado se puede alargar bastante. De él, por lo menos podemos afirmar dos cosas muy claras: *a)* en algún momento debe cortarse. Es decir, se paraliza el crecimiento de la burbuja y ésta debe estallar; *b)* cuándo tendrá lugar ese estallido, es algo que no se puede saber con exactitud.

¿Cómo se puede detectar la existencia de una burbuja? Un primer y fuerte indicio reside en la emergencia de un coeficiente precio-beneficios muy elevado. Entendiendo por elevado, al menos por ahora, que "haya estado" y se ubique significativamente por encima de los valores medios o de tendencia. Si tiene lugar, se puede por lo menos *sospechar* que estamos en presencia de una burbuja.

Sentado lo anterior, tenemos que examinar el comportamiento de las variables que aparecen en la expresión 5. O sea: *i)* el coeficiente (rg) que nos mide la tasa esperada de crecimiento en las ganancias. Para ello podemos examinar el comportamiento de la tasa efectiva en el último tiempo y las posibles causas que pudieran aumentarla a futuro; *ii)* el coeficiente (i), que nos mide la tasa de interés. Se trataría, aquí, de ver cuáles son las posibilidades de una reducción en la tasa de interés capaz de provocar un impacto importante en los valores bursátiles. Y valga recordar un viejo tópico: cuando la tasa de interés se sitúa en un nivel bajo, suele resultar bastante difícil lograr una reducción adicional importante. En breve, emerge el fantasma de la "trampa de liquidez"; *iii)* por último, tenemos el coeficiente (ϕ), que nos mide la prima de riesgo que manejan los inversores.

Un examen como el esbozado, nos debería permitir conocer –por lo menos en términos aproxi-

mados– en qué medida el aumento del coeficiente precio-beneficios se puede atribuir a los factores ya indicados o a un proceso especulativo propiamente tal. Pero, ¿qué ha venido sucediendo en Estados Unidos, que es el caso que nos ocupa?

IV. LA EVIDENCIA EMPÍRICA

En el último medio siglo (1950-1999, basado en Standard & Poor's), el coeficiente precio-beneficios ha tenido un nivel promedio de 15. El inverso de este valor, nos indica el rendimiento promedio de las acciones (tasa de retorno del capital ficticio), que para el caso llegaría a un 6.7 por ciento.¹⁹ Estimaciones recientes que cubren dos siglos (XIX y XX) apuntan a una tasa de retorno que gira en torno al 6.5-7.5 por ciento. O sea, un coeficiente precio-beneficios del orden de 15.4-13.3.²⁰ Entretanto, en 1999, el coeficiente precio-beneficios llegó a un nivel de casi 32. Lo cual, implica una tasa de retorno sobre el capital accionario del orden de un 3.1 por ciento, cifra que se sitúa por debajo (46% de la media 1950-1999) de los rendimientos seculares. Estos datos ya advierten que en el último periodo emerge un componente especulativo muy fuerte. Si la rentabilidad es tan baja, es difícil creer que los agentes compran acciones por lo "atractivo" de sus dividendos. Las compras, por consiguiente, tienen que responder preponderantemente a factores especulativos: ganar con el diferencial de los precios y no con los dividendos que se pagan.

¹⁹ Según FMI, *World Economic Outlook*, mayo; Washington D.C., 2000.

²⁰ Jeremy Siegel, "Stocks for the Long-Run", Nueva York: McGrawHill, 1998. Citado en FMI, ob. cit., p. 79.

Concentremos la atención en la última década. Aquí, especialmente en su última mitad, se ha dado una verdadera explosión bursátil. Entre 1991 y el 2000, el índice Standard & Poor's se multiplica por casi 3.8 veces. El Dow Jones, pasa de un nivel igual a 2921.33 en 1991 a un nivel de 10734.9 en el 2000. Se multiplica casi 3.7 veces. El índice Nasdaq (que concentra al sector de nueva tecnología) es claramente el más explosivo. Avanza desde 491.7 en 1991 hasta 3783.7 en el 2000. O sea, se multiplica por 7.7 veces, creciendo nada menos que al 25.4 por ciento promedio anual.²¹ Lo cual, valga agregar, significa que el agente inversor habría duplicado su capital en casi tres años.

En cuanto al coeficiente que nos interesa, el precio-beneficios, su evolución (tomando pie del Standard & Poor's) se muestra en el cuadro que sigue. Según se observa, para la década en su conjunto,

el coeficiente alcanza un nivel promedio de casi 23. Lo cual implicaría una tasa de retorno del orden de un 4.3 por ciento. Valores que se sitúan por encima de los valores de tendencia del periodo 1950-1999. De hecho, tenemos que en los años considerados, el coeficiente se ubica por encima de sus valores medios. Al iniciarse la década, la relación era relativamente elevada. Hacia 1995 el coeficiente parece acercarse a sus niveles normales, pero desde este momento accusa una verdadera "estampida" y llega a casi 32 en el 1999. Se trata de niveles que prácticamente duplican los de tendencia.

En la gráfica que sigue, el nivel medio se representa por el eje horizontal. Mientras que en el vertical se dibujan las desviaciones (en porcentaje) del coeficiente precio-beneficios de cada año respecto de los valores medios que alcanza en la segunda parte del siglo XX.

Cuadro I
Evolución del coeficiente precio-beneficios en Estados Unidos

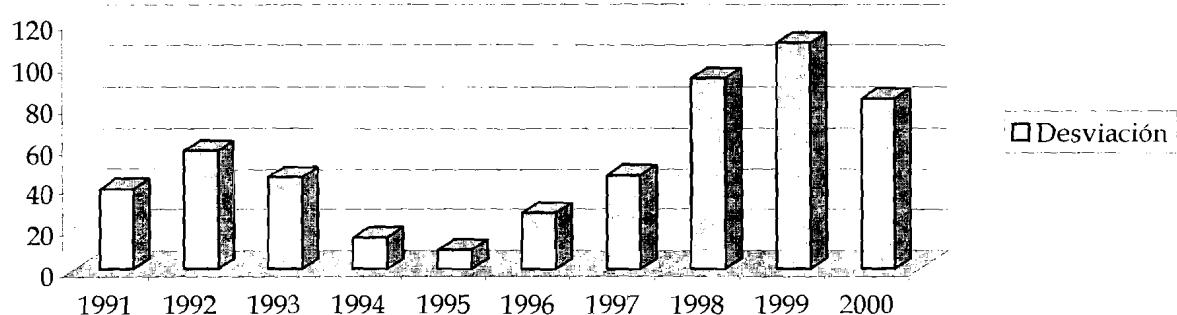
Año	P / B	Desviación (+)	Año	P / B	Desviación (+)
1991	20.9	139	1997	21.9	146
1992	23.7	158	1998	28.9	193
1993	21.7	145	1999	31.5	210
1994	17.2	115	2000	27.5	183
1995	16.4	109	1991 - 2000	22.9	153
1996	19.1	127	1950 - 1999	15.0	100

(+) Coeficiente P/B del año sobre coeficiente medio de 1950-1999. Éste, igual a 100.

Fuentes: Para 1950-1999, FMI, *World Economic Outlook*, mayo 2000. Para 1991-2000, Joint Economic Comitee, *Economic Indicators*, abril, 2001.

²¹ Toda la información la tomamos de *Economic Indicators*. Washington: Joint Economic Comitee, abril 2001.

Gráfica I



Según se puede observar, a partir de 1995 se inicia un movimiento muy fuerte de disociación (hacia arriba) del coeficiente P/B anual sobre sus valores de tendencia. Y es en torno a 1999, que se alcanza una desviación mayúscula. En este contexto, suponer que no estamos en presencia de una burbuja especulativa, resulta francamente difícil. No obstante, no pocos autores (de tendencia neoclásica, por cierto) rechazan esta situación.

V. EL DOGMA NEOCLÁSICO. LA ESPECULACIÓN COMO BESTIA NEGRA

Ante la evidencia empírica conocida, rechazar que estamos en presencia de un componente especulativo muy fuerte, pareciera algo más bien enfermizo. Pero conviene dedicarle algunas líneas. Se podría, por ejemplo, argumentar que el alto nivel del coeficiente P/B se debe a la incidencia de factores no especulativos y que ahora han pasado a funcionar en niveles cualitativamente diferentes.

Detectar el impacto *preciso* del factor especulativo no es algo sencillo. Se puede, en todo caso, ensayar una aproximación gruesa. Para eso, se parte considerando el coeficiente precio-ganancias *actual*. Este, según hemos visto, refleja las *expectativas* de los agentes inversores sobre el eventual *comportamiento futuro* de las variables involucradas. Un segundo paso recoge el *comportamiento histórico* (ya conocido) de las variables involucradas. Éstas serían la tasa de crecimiento de las ganancias ($=rg$), la tasa de interés ($=i$) y la prima de riesgo ($=f$). Conocidos estos datos, obtenemos el coeficiente P/B que se podría esperar para hoy si las previsiones empresariales fueran simplemente *inerciales*. Es decir, que se limitaran a reproducir la experiencia pasada. En la situación que nos preocupa, es obvio que obtendríamos un valor bastante distante del que hacia 1999-2000 ha venido alcanzando el coeficiente. El actual, sería muy superior al calculado de acuerdo con lo indicado. La diferencia, a su vez, nos estaría señalando el cambio que deberían experimentar, a futuro, las variables implicadas. Es decir, podríamos averiguar cuánto debe-

rían subir las ganancias, cuánto bajar la tasa de interés y cuánto la prima de riesgo para que el actual coeficiente P/B respondiera a las premisas del análisis de no existencia de factores especulativos. Lo que así se obtiene, es bastante elocuente. La prima de riesgo debería llegar a prácticamente cero y las ganancias deberían elevarse descomunalmente como parte del ingreso nacional. En cuanto a la tasa de interés, como hay cierto consenso en que su reducción significativa subsecuente es ya muy difícil, el ejercicio aritmético sale casi sobrando. En resumen, el afán por eliminar el factor especulativo, obliga a suponer un futuro comportamiento de las variables involucradas que es completamente irreal.

No obstante, hay tercos muy tercos. Autores como Garbade han sostenido que luego de algunas medidas y normas legales, las "burbujas especulativas" son muy improbables en bolsas como la de Nueva York.²² Santoni va más allá y con gran valentía rechaza la existencia de burbujas en el periodo 1924-1929²³ y también para 1982-1987.²⁴ En la actualidad, los que insisten en los "valores sólidos" buscan refugio en dos variables: la prima de riesgo y los montos del capital involucrado.

²² Véase K.D. Garbade, "Federal Reserve margin requirements: a regulatory initiative to inhibit speculative bubbles"; en P. Wachtel edit., *Crises in the Economic and Financial Structure*, Lexington Books, Lexington, 1982.

²³ Valga recordar que el índice bursátil de "acciones seguras" manejado por el *New York Times*, creció un 35 por ciento en 1928 y luego, un 36 por ciento entre enero y agosto de 1929. Ello, pese a que en el periodo aumentaba la tasa de interés. Cfr. Thomas E. Hall, "Business Cycles", p. 150. Nueva York: Praeger, 1990.

²⁴ G.J. Santoni, "The great bull markets 1924-1929 and 1982-1987: speculative bubbles or economic fundamentals", en *Federal Reserve Bank of Saint Louis Review*, 1987.

En cuanto a la prima de riesgo, se manejan diversos factores que explicarían su reducción.²⁵ Primero, se sostiene que el fuerte desarrollo de los fondos mutuos ha permitido diversificar el portafolio y reducir, por ende, los riesgos. Segundo, la prima de riesgo es procíclica. Por eso, el auge económico eleva el optimismo, relaja las precauciones y reduce la prima de riesgo. Estos dos factores, no se prestan a dudas pero no son los más subrayados. La clave, para el bando neoclásico, es recuperar algunas hipótesis que por un elemental decoro no siempre salen a la "luz académica". Se sostiene que la "propensión al riesgo" y la "capacidad para sacrificar consumo en el presente" de los agentes inversores, se ha elevado considerablemente. En breve, se saca del sombrero el viejo conejo metafísico. Los jóvenes, en esta versión, son más arriesgados que los viejos y ya no tienen el recuerdo de las grandes crisis previas, como la del 29. Y adviértase: con el afán de borrar las burbujas, se sostiene nada menos que los agentes inversores no manejan semejante información (como la crisis del 29). Con lo cual, se los sindica directamente como patanes irracionales. Algo que muy poco tiene que ver con los sagrados principios de racionalidad que esgrimen los sacerdotes neoclásicos. Por último, se sostiene que en el pasado los agentes han *subvaluado* el precio de las acciones y que el aumento actual del capital ficticio se limita a reconocer los valores adecuados. Es decir, antes eran "irracionales" pero ahora no.

En el segundo caso, se suele advertir que ajustar el problema por el camino de las variables (rg), (i) y (ϕ) no permite la explicación buscada (o sea, sacar de escena al componente especulativo). Se

²⁵ Véase *Economic Report of the President 2000*. Washington D.C. 2000.

busca la salida por otro lado y se termina por inventar un capital considerablemente mayor al registrado. Esto, por la vía de inventar un nuevo "capital intangible".

Consideremos, por ejemplo, a un autor como Robert E. May, quien comienza recordando el caso de la firma Yahoo. La cual, al 7 de noviembre de 2000, operaba con un capital "real" de 158 millones de dólares. Entretanto, su valor bursátil llegaba a 37 billones de dólares. El diferencial es descomunal y la pregunta que surge es muy obvia: ¿cómo explicarlo? Según Hall, no existe ningún falso capital. Lo que sucedería es que existe un capital "invisible" hasta ahora no advertido y que sería capaz de llenar el hueco. Para eso, nuestro autor introduce un nuevo tipo de capital intangible: el "e-capital". Por éste, se entiende el saber (*know how*) técnico y organizacional que desarrollan los profesionales haciendo uso de computadoras y de paquetes computacionales *ad-hoc*.

En palabras de Hall, "los flujos de inversión en 'e-capital' son invisibles. Pero el valor de mercado del 'e-capital' es la diferencia entre el valor de mercado total de las firmas (i.e., el nivel que alcanza el capital ficticio; JVf) y el valor de su capital físico".²⁶ Lo cual, valga subrayarlo, también implica que "aparecerá" un capital "negativo" si el valor bursátil se sitúa por debajo del valor de los activos reales, lo que sí tuvo lugar vg. hacia fines de los setenta e inicios de los ochenta. Amén de "invisible", este muy singular "capital" puede resultar "negativo". En corto, vuelven a aparecer los conejos del mago.

²⁶ Robert E. Hall, "E-Capital: The Link between the Stock Market and the Labor Market in the 1990s", p. 83., en *Brookings Papers on Economic Activity*, nro. 2, 2000.

La arbitrariedad de la hipótesis queda en claro si se recuerda la evolución del valor bursátil de Yahoo. Según indica Cummins en su comentario al texto,²⁷ cuando Hall escribe y entrega la primera versión de su ensayo (mayo del 2000), el capital ficticio de Yahoo superaba los 120 billones de dólares; cuando fue presentado al panel de la Brookings, en septiembre del 2000, la cifra venía corregida y llegaba a los 72 billones de dólares. Luego, el 7 de noviembre del 2000, versión publicada y que es la que hemos citado, el nivel era de 37 billones de dólares. En seis meses, el capital ficticio se redujo en casi un 70 por ciento y *desaparecieron* (de acuerdo con la magia neoclásica) nada menos que 83 billones de dólares. Y esto, considerando sólo a una empresa. El capital, por lo tanto, se transforma en un acordeón maravilloso que se aprieta o extiende según las necesidades del dogma.

La terquedad y desfachatez de estos sedicentes Magos de Oz resulta sorprendente. Pero si pensamos que aceptar la presencia e importancia de las burbujas lleva a aceptar que pasa a operar una mala asignación de los recursos (algo equivalente al peor de los pecados mortales para un walrasiano), se puede empezar a entender el porqué de la insistencia.²⁸ Peor aún, las condiciones reales existentes rompen brutalmente con las del equilibrio neoclásico. Para éste, recordemos, en equilibrio el monto del capital ficticio debe ser igual al monto del capital real y la tasa de ganancia semejante a la de interés (quitando incertidumbres molestas).²⁹

²⁷ Jasón G. Cummins, "Comment a Hall", en *Brookings Papers on Economic Activity*.

²⁸ Un repaso de las discusiones (previas a los noventa), en A.W. Mullineaux, "Business cycles and financial crises", The University of Michigan Press, Ann Arbor, 1990.

²⁹ Amén de que bajo estas condiciones la inversión neta sería igual a cero. Minsky ha subrayado (con su particular

Como el mismo Hall lo advierte, su ensayo supone "la racionalidad del mercado bursátil", pues "en un mercado irracional los valores bursátiles pueden valer más o valer menos que los activos subyacentes".^{30, 31}

La conclusión ¿o moraleja? es muy clara: lo que en la realidad es la regla dominante, la teoría declara primero que es irracional. Y luego, que no puede existir. Y si París bien vale una misa, la noción de "mercados eficientes" vale, por lo visto, cualesquier acto de magia o brujería.

VI. EL AJUSTE POR VENIR Y SUS PROBABLES CONSECUENCIAS

La existencia de una "bola" especulativa parece clara. En realidad, hasta el mismo FMI la ha llegado a reconocer.³² Y si así son las cosas, debemos esperar el ajuste. La fase especulativa puede extenderse por un periodo largo, pero en algún mo-

terminología) que los neoclásicos no distinguen los dos conjuntos de precios que afectan al capital real y al capital ficticio. Los identifican y reducen la teoría a una tautología, "incapaz de explicar las crisis financieras". Cfr. H. Minsky, "The Financial Instability Hypothesis: A Restatement"; en Minsky, *Can 'it' happen again?*, Nueva York: M.E. Sharpe, 1984.

³⁰ Robert E. Hall, ob. cit., p. 78.

³¹ El tratamiento que se le da al factor empírico también ha sido criticado. La modelización utiliza supuestos compatibles con el modelo teórico de expectativas racionales, pero esto no parece adecuado. Es decir, el elemento factual se mueve en términos diferentes a los exigidos por el modelo. Véase la revisión de E. Andreou, N. Pittis y A. Spanos, "On modelling speculative prices: the empirical literature"; en *Journal of Economic Surveys*, vol. 15, nro. 2, abril, 2001.

³² Véase FMI, *World Economic Outlook*, cap. III, mayo 2000.

mento, tarde o temprano, la burbuja *tiene que reventar*. ¿Cuándo? Es algo que no se puede contestar. Como se sabe, el especulador funciona sobre la base de dos apuestas: i) que el precio de las acciones seguirá subiendo; ii) que cuando el crecimiento cese y llegue el momento del ajuste, él lo podrá pronosticar y, por lo mismo, sabrá vender a tiempo y retirarse del mercado *antes* de ser triturado. Ésta, es una apuesta obviamente muy subjetiva. Si existieran elementos para una respuesta objetiva, la especulación simplemente no podría existir.

En suma: i) el estallido es inevitable; ii) el cuándo no es pronosticable.

La pregunta que sigue es por la modalidad del ajuste: ¿más o menos gradual y extendido en el tiempo?, ¿rápido y violento? Es decir, ¿podemos esperar un aterrizaje más o menos suave o el avión se caerá y romperá? También aquí no nos atreviéramos a dar una respuesta muy segura. En todo caso, lo que tiende a mostrar la experiencia acumulada es que las burbujas no se van diluyendo suave y silenciosamente. Al revés, suelen *estallar* y provocar conmociones fuertes.

¿Qué consecuencias puede provocar el estallido de la burbuja? Podemos examinar el impacto de un desplome bursátil en: a) el consumo; b) la inversión; c) el sector externo.

¿Qué sucede con el consumo? Antes hemos visto que un aumento en el valor del capital accionario provoca un impacto positivo en el consumo. Si el movimiento es inverso, tenemos dos puntos a subrayar: a) el consumo se reduce: efecto riqueza negativo; b) lo hace con un retraso temporal importante.

En cuanto al punto a), se estima que por cada dólar de reducción en el capital accionario, el consumo se reduce en 5 centavos (la elasticidad sería del orden de un 5%). En cuanto al punto b), la esti-

mación señala un plazo o retardo que va entre uno y tres años.³³ En general, se puede sostener que la mayoría de las familias "reaccionan muy lentamente a los cambios en el mercado accionario".³⁴

¿Qué pasa con la inversión? Al descender el precio de las acciones, podemos suponer que disminuye la 'q' de Tobin (cociente entre el valor bursátil de la empresa y el costo de reposición de los activos reales) lo cual, a su vez, deberá provocar un descenso en la inversión. Como escribía Keynes, "no tiene sentido crear una nueva empresa incurriendo en un gasto mayor que aquél a que se puede comprar otra igual ya existente".³⁵

En ocasiones se alude al factor expectativas. Se dice que si las previsiones apuntan a una caída o estancamiento del PIB las acciones caen. Lo cual, arrastra a la inversión. Pero conviene no confundir las líneas de causalidad involucradas. Aquí, no es la caída de las acciones *per-se* lo que provoca el descenso de la inversión, sino la expectativa (compartida) de un menor crecimiento a futuro. Y es la expectativa lo que provoca *ambos* descensos (de la inversión real y del precio de las acciones). Aunque, valga la calificación, en muchas ocasiones el comportamiento bursátil se pasa a considerar como indicador o barómetro de la futura situación económica. Es decir, pueden existir empresas que no forjan sus propias previsiones sino que se orientan por el comportamiento del mercado de valores. Como mínimo, se podría decir que la caída bursátil refuerza el pesimismo.

El impacto tal vez más decisivo gira en torno a la situación o "posición financiera" de las empre-

sas. Por ejemplo, la relación deuda a capital propio se puede deteriorar y llegar a niveles peligrosos e incluso insostenibles. En Estados Unidos, este coeficiente ha tenido un aumento menor al que cabe esperar en las fases de auge. En 1995 fue de 0.695 y en 1999 llegaba a 0.724 (en 1992 había llegado a un muy alto 0.791). Pero la burbuja puede estar escondiendo una situación de gran fragilidad financiera: si estalla y el capital accionario se recorta brutalmente, el coeficiente de deuda puede dispararse a niveles inmanejables. En tales contextos, la banca endurece sus políticas y la capacidad de las empresas para acceder al crédito se deteriora (las mismas empresas vacilan en contraer nuevas deudas). En general, emerge el fantasma de la insolvencia (de prestatarios y prestamistas) y de las *crisis financieras*. En términos de Minsky,³⁶ podríamos decir que se reduce el precio de demanda de los bienes de capital (o sea, el valor actualizado de los ingresos esperados) pues los inversores potenciales reducen su euforia y se tornan más cautos en sus peticiones de financiamiento (sube el riesgo del prestatario). Por otro lado, es posible que se eleve el precio de oferta. Esto, en cuanto los bienes de inversión se compran con crédito, lo que lleva a adicionar el costo del crédito (de seguro incrementado) al precio de venta de los activos reales a comprar. En conjunto, el movimiento de las dos curvas debe reducir bastante el nivel de la inversión.

¿Qué puede suceder con el sector externo? En el caso de Estados Unidos, una parte significativa del financiamiento del déficit externo opera por la vía de las entradas de capital de corto plazo

³³ FMI, ob. cit., p. 98.

³⁴ G. Koretz, "Economic trends", en *Business Week*, julio 2001.

³⁵ J. M. Keynes, *Teoría General*, p. 138.

³⁶ Véase H. Minsky, "It can happen...", ob. cit. Una muy lúcida síntesis en D. Papadimitriou y L. Randall Wray, "Minsky's Analysis of Financial Capitalism", The Jerome Levy Economic Institute, Working Paper nro. 275, julio, 1999.

especulativo. Este movimiento cambiaría de signo y se puede esperar una fuga inmediata de capitales. Lo cual, de modo directo, debe provocar problemas adicionales en el balance de pagos. O sea, surgirían presiones por un ajuste vía elevación de las tasas de interés (lo que hundiría a la Bolsa aún más) y/o el descenso en los niveles de actividad económica. O sea, se estimularían las presiones recesivas.

En segundo lugar, tenemos el ya frecuente "efecto de contagio". Un descenso brusco en Nueva York arrastraría a las bolsas del resto del mundo, de Europa en particular. Lo cual, podría generalizar las presiones recesivas con la consiguiente retroalimentación de los problemas estadounidenses. Y

si esto conlleva una sucesión de devaluaciones el problema se agravaría aún más. En suma, se podría esperar no sólo mayores problemas para Estados Unidos sino, inclusive, una presión adicional por una recesión sincronizada y generalizada a escala mundial.

Para terminar, digamos que el descenso bursátil ya parece haber comenzado, hacia el 2001. Y que en el momento de terminar este ensayo (junio del 2001), se ha venido dando en términos no muy bruscos. En ello, la política de dinero barato auspiciada por Greenspan, ha venido jugando un rol que no es menor. Pero el curso futuro de la burbuja y su seguro aniquilamiento es algo a discutir en otro trabajo.