

## **El Mercado de Capitales en la Teoría Económica**

Por Daniel Lahoud  
Universidad Católica Andrés Bello  
Universidad Central de Venezuela  
CEDICE

Es muy poco lo desarrollado como teoría al rededor de los mercados de capitales y menos sobre los mercados bursátiles, voy a describir lo encontrado al respecto.

### **A. *El Mainstream***

#### **1. Cassel**

Plantea su enfoque en la consideración del interés como el precio puro pagado por la disponibilidad de capital, que puede en algunos casos incluir una prima por la compensación de los riesgos inherentes al préstamo, haciendo la salvedad que el factor riesgo es ajeno al interés. Incluso llega a creer posible que se puede medir un tipo de interés de largo plazo totalmente seguro, que permita medir estadísticamente la tasa de interés. Su concepto es eminentemente matemático cuando propone que existe una necesidad de Capital Disponible, que es producto de el uso de los bienes de capital y por otra su producción propiamente dicha. Del uso del Capital Disponible se obtiene una renta y define ésta como el precio del uso de un Bien Duradero.

Como en algunos casos el Bien Duradero no tiene duración ilimitada, la renta debe contener la amortización del capital, y además hace una consideración especial si el bien es

reproducible o no. Por supuesto cuando el bien de capital debe ser repuesto, eso implica un consumo de ahorros realizados, en la adquisición del nuevo bien de capital.

Consideraba que la demanda de disponibilidades de capital estaba relacionada a la tasa de interés, pero reconocía que existía una demanda distinta relacionada a la existencia de diferencias entre los sectores o ramas de la producción, sin embargo el análisis es confuso debido a que expone que si existe un crecimiento de la demanda, ésta debería elevar la tasa de interés.

Consideraba además que la oferta de capital estaba relacionada a la capacidad de ahorrar de la economía, y asocia la motivación de este ahorro a la necesidad que todo humano tiene de preocuparse por el porvenir, en esta sección se pierde en un análisis de clase muy parecido al análisis marxista, en el que lanza sobre las clases ricas la obligación de ahorrar y limitar sus gastos suntuarios.

Pero el análisis además de hacer demasiado énfasis en lo cuantitativo, no admite medias tintas, y afirma que la renta se divide en Consumo y Ahorro y que el consumo se dirige a la compra de objetos para consumir, mientras que el Ahorro sólo se aplica a la compra de capital real para la nueva producción. Por supuesto, el Mercado de Capitales para Cassel era el lugar en el cual se cruzaban la demanda y la oferta de disponibilidades de capital. De esta manera, se apoya en el movimiento del Mercado de Capitales para explicar el ciclo de los negocios de la siguiente manera, el precio de los bienes de consumo y el precio de los bienes de capital deben comportarse, según Cassel, en sentido inverso. En expansión, los bienes de consumo se demandan más y eso eleva sus precios, mientras que el consumo de los bienes de capital disminuye, lo que hace que la tasa de interés se eleven, en cambio en recesión los precios de los bienes de consumo sufren un retroceso por un incremento en la producción de los mismos y la producción de bienes de capital desciende por lo que ocurre un incremento en sus precios, lo que provoca una reducción general de las tasas de interés.

En relación a la Bolsa de Valores, Cassel tiene un problema de definición debido a

que no entiende que éste es un mercado de transacciones y no un mercado primario de inversión. 00En relación a lo cuantitativo, el precio de las acciones y de los bonos obedecía a los movimientos del tipo de interés, aunque en el caso de las acciones considera que estaban relacionados además, a las ganancias que percibían las empresas. Sin embargo en esto hay un error conceptual, debido a que la bolsa no es un mecanismo de financiamiento y ahí, esta teoría choca con la realidad y el ciclo aunque su nombre nos invite a considerar procesos similares en mismas etapas, no es siempre igual y de hecho, el conocimiento de los actores hace que las lecciones aprehendidas no se repitan, en el caso de las tasas de interés así como los precios de las acciones obedecen a valoraciones subjetivas que no necesariamente se comportan como Cassel expone de una manera siempre rigurosa.

De cualquier forma consideraba que el capital utilizado, en una determinada inversión quedaba sustraído de la renta nacional y a ese fenómeno lo llamó absorción, que Cassel consideraba el inicio de las crisis, debido a que la crisis bursátil era para Cassel un proceso de penuria de capital, en la que escasean los bienes de ahorros dispuestos a adquirir títulos para que con estos fondos las empresas puedan adquirir capital real producido. Esto, también es un error de concepto, puesto que si adquirimos cualquier cosa, el valor que paga el comprador, es recibido por el vendedor y por tanto no es absorbido, y mucho menos extraído de la renta y en último caso, no existe una penuria de títulos en la crisis, antes bien lo contrario el exceso de oferta de los títulos valores relativo a su demanda es lo que ocasiona el crack. Pero en todo caso el stock en bolsa es relativamente fijo, a menos que haya oferta producida por ventas de los tenedores de largo plazo.

## **2. Keynes**

Aunque se refiere mucho a la habilidad de Keynes como especulador, el tratamiento hacia estos personajes en sus libros no era muy generoso. Su análisis en relación al mercado de capitales, es un tanto simplista, está reflejado tanto en el Tratado sobre la Moneda, como en la Teoría General. Cuando limita las posibilidades de la Preferencia por la Liquidez a sólo Efectivo o Bonos, sin admitir la posibilidad de diversificación.

En el análisis keynesiano se repite el error que sostiene Cassel de la absorción, debido a que considera que cualquier ahorro: “[...] causa el efecto de alterar la cantidad de dinero disponible para la Circulación Industrial” y luego de ello se pierde en observaciones sobre la especulación y sus efectos perversos sobre la renta y perjudicando el orden que debería prevalecer en el mercado. Pero a pesar de sus descripciones y del intento posterior de probar los efectos perversos de la especulación no hay evidencia de que los medios de circulación existentes se retiren de la circulación por un atesoramiento de depósitos de plazo, y tampoco se puede afirmar que los créditos bancarios se convierten en depósitos de ahorro. De hecho no es posible que el dinero depositado en cuentas de ahorro quede atesorado y retirado del sistema. En realidad ahí todas las evidencias van en sentido contrario.

## **B. La Escuela Austriaca**

### **1. Los Primeros Pasos**

Hayek nos refiere una anécdota relatada por Friedrich von Wieser, quien le comentó que Carl Menger le había confesado que entre sus primeras actividades como economista, le tocó realizar los informes bursátiles que aparecían en el *Wiener Zeitung*, y que el comportamiento de la bolsa le llamó la atención, por su contraste con las teorías sobre los precios, que había aprendido en sus estudios universitarios, aunque no podemos afirmar si sus *Principios*, los cuales tienen un interés particular en la formación de los precios, tienen su origen ahí, o la preocupación por este tema es anterior y sencillamente le llamó la atención en el comportamiento bursátil, como otro caso que podía añadirse a sus observaciones. Pero el primero que refirió al tema de los mercados accionarios es Mises, quien partiendo del planteamiento Böhm Bawerkiano que afirma que el individuo comienza por atender sus necesidades más perentorias, una vez que alcanzan la satisfacción de estas, puede comenzar a ahorrar y el ahorro es la condición para poder alargar los períodos de producción, que es lo que facilita el bienestar y la materialización del progreso. Ahora ese ahorro, surge de la decisión de no consumir temporalmente, es decir, de preferir consumir en los períodos siguientes a consumir hoy. Estos excedentes pueden mantenerse en forma

de riqueza, para ser utilizados en una etapa posterior o pueden usarse adquiriendo bienes que se involucren en el proceso productivo.

Partiendo por el interés, Mises considera que la preferencia temporal se expresa perfectamente en el interés originario, que es el descuento aplicado a los bienes futuros para convertirlos en bienes presentes. Este interés que es la base de las decisiones de compra y venta, así como las de producción. Puesto que sólo si se puede obtener una renta las personas son capaces de comprar o de producir bienes, incluso en este último caso son capaces de producir, en un tiempo mas corto, independientemente de la productividad entre dos formas de producción.

El interés no es un precio, para Mises, y de la misma manera, el dinero no es neutro, surgen cambios importantes en la relación monetaria. Es decir, ocurren cambios en la demanda y en la oferta de dinero, estos pueden contribuir a la variación de los precios, pero estos cambios no son inmediatos y tampoco son proporcionales y menos sincrónicos. Estos cambios ocasionan cambios en el interés originario y en el interés de mercado. Por supuesto, el interés no es un precio puro, involucra otros elementos que no son el puro interés. Estos hacen que el prestamista se convierta en un empresario, interesado en el buen resultado de su prestatario, para que éste cumpla efectivamente con sus obligaciones.

De hecho, los bienes de capital en la concepción miseana, son la mezcla de tiempo, trabajo y factores naturales, que se transforma en un bien que no puede tener capacidad productiva propia, sino que requiere de la acción humana para transformarse en una máquina hábil. De esta manera, la escasez de capitales es la escasez de ahorro o de tiempo, que hace que un país relativamente tenga menos bienes de capital que otro y puede darse el incremento si el país que tiene abundancia de capital invierte en el país con escasez, naturalmente esto se realiza por la vía de la rentabilidad que ofrece. Los países con exceso de capital tienden a tener mayor productividad del trabajo y por tanto sus salario y su nivel de vida son mayores.

Ahora para que se de el proceso de incremento en los mercados de capitales, no es

necesario sólo la importación de los factores de la producción, por parte del país que tiene escasez de bienes de capital, debe además estar atento a la defensa a los derechos de propiedad y una renuncia a los procesos de confiscación en las riquezas del capital extranjero. Mises pone en duda que ese proceso pueda darse por la vía del sector gobierno y nos expone que, cuando el gobierno de los zares aceptó préstamos con la Francia de la tercera república para desarrollar su industria, y mejorar los procesos productivos, para alcanzar un mayor desarrollo, los aplicó exclusivamente al incremento del armamento, y si se quiere un desarrollo de los sectores productivos, sólo puede darse por la acción de los empresarios.

Para Mises, la diferencia entre lo que los hombres de negocios hacen entre el capital fijo y el capital circulante es sólo de grado y no de esencia. Debido a que si el empresario tiene todo su capital en la forma de dinero o títulos, sigue estando sujeto a las variaciones del poder adquisitivo de la moneda, que pueden beneficiarle o perjudicarlo.

Los austriacos no aceptan, basados en el mismo realismo conceptual de su metodología de que el Capital tiene una existencia propia y que esta es independiente de los bienes de capital en los que se materializa, por tanto son reacios a creer que el capital se reproduce y que esto garantiza su permanencia. La condición cambiante de la economía industrial hace imposible que el empresario prescinda del cálculo económico y por tanto lo circunscribe a sus dos conceptos básicos: el capital y el interés.

El Capital en la concepción austriaca es praxeológico. Es un producto de la razón humana y pertenece a las relaciones de la mentalidad. Este concepto dirige la acción humana y al hacerlo se materializa. Es un concepto que está íntimamente ligado al capitalismo y a la economía de mercado. Si el empresario en su acción, aparta de los beneficios obtenidos el valor dinerario para reponer el capital consumido, éste puede actualizarse y mantenerse activo. Por tanto no es una relación automática, sino producto de la acción deliberada del empresario, acción que puede estar sujeta al error de cálculo de las condiciones del futuro, o a la negligencia que al final acabaría con el capital en cuestión. Es ahí donde es importante el Ahorro en el proceso de creación de capitales para el

pensamiento de la escuela austriaca. Sin embargo no descartan que este proceso pueda realizarse por una mejora autónoma en las condiciones naturales, por incrementos en la productividad o por mejoras en los desordenes institucionales que complican los procesos productivos. Pero para que este proceso ocurra, debe ser producto de individuos, nunca de la sociedad o de lo que se llama “economía nacional”.

Frente a la propuesta de Cassel sobre la absorción de capital por parte del mercado accionario exponen que: La Bolsa siempre es vista como algo deshonesto, donde cuando se experimenta un alza, la generalidad admite que los especuladores se apropian de una ganancia que en buena ley les pertenece a otros, y que cuando se experimenta una caída en los precios, eso redundaría en una malversación de la riqueza. En esa teoría tanto una como otra posición, son vistas como un hurto practicado contra el resto de la nación. Los austriacos consideran que las fluctuaciones experimentadas en las bolsas entre otras causas, son el reflejo de lo que ocurre en el mundo de la empresa y acusan incrementos cuando estos se experimentan en las industrias o en el comercio.

## **2. Fritz Machlup**

Usando algunos elementos del enfoque austriaco, en el conocimiento propuesto por Menger, Mises y Böhm Bawerk, Fritz Machlup publicó un libro denominado *Stock Market, Credit and Capital Formation*, la propuesta de Machlup consiste en estudiar el mercado accionario. Sus principales aportes consisten en establecer que cualquier liquidación de una inversión en capital monetario es una simple transferencia de fondos, que cuando una persona consume los beneficios de las inversiones puede ser a expensas de la formación de capital en lugar de ser a expensas de la inversión preexistente, fundamentalmente porque está destruyendo ahorro con esa decisión. Define el *Capital Monetario* de la siguiente manera:

“el capital monetario es poder de compra que, no ha sido usado para el consumo presente, y está disponible para la producción de bienes futuros, o aquello que llamamos bienes de capital”

Llegando a concluir que el Capital monetario es *absorbido* temporalmente, sólo

cuando la inversión real ocurre, es decir cuando los bienes de capital se generan.

Eso sí, cuando estudia el caso de los precios en la bolsa, nos asegura que cuando se experimenta un incremento de precios, este no requiere ni de una cantidad adicional de Capital Monetario. Consideraba que los precios podían experimentar procesos alcistas, pero que estos no estaban relacionados a las necesidades de mayores niveles de liquidez. Sin embargo, si le dio mucha importancia a la participación del crédito en los procesos alcistas de precios. Lo que normalmente se denomina Operaciones de Margen que consiste en un crédito que la casa de bolsa facilita al operador para adquirir títulos en niveles superiores a sus tenencias de dinero.

De hecho, para Machlup los aumentos de precios en la bolsa no tienen por qué implicar un aumento en la demanda de dinero, porque el aumento en el volumen de transacciones pueden implicar un incremento en la velocidad con la que ocurren los pagos y las compensaciones en el mercado y esto sí implica un incremento en los créditos que el sector bancario dan al mercado de acciones. Por lo cual el incremento en los precios de las bolsas no puede ser explicado sino es por un incremento en los volúmenes de crédito.

Un aumento continuo en los precios de las acciones no es explicado por mejores condiciones en la producción o por aumentos en los ahorros voluntarios, pero sí en los volúmenes de crédito. Este crédito al cual se refiere Machlup es el que ocurre para financiar el flujo de caja de los corredores o de las casas de bolsa, ya que puede y de hecho debe presentarse un desfase entre pagos y cobros. Porque en determinados momentos las casas de bolsa pueden ser deficitarias o superavitarias de fondo. El flujo se financia por la vía del crédito bancario.

Eso explica porque los vendedores a margen y los solicitantes de préstamos no ven fondos líquidos, mientras que los compradores pueden tenerlos. Y eso explica además, el por qué las casas de bolsa prefieren cerrar las posiciones perdedoras de sus clientes.

Ahora en la relación de la bolsa con la economía general razonaba que “Las

pérdidas de los especuladores del mercado de valores no constituyen pérdidas de capital real para la sociedad” así como: “las ganancias de capital no son ingresos de dinero a la sociedad y no constituyen fondos de inversión. Por lo cual el drama que algunos trabajos del *Mainstream* en los cuales se plantea la pérdida como la causante de un daño irreparable a la sociedad, o la ganancia como el producto de una especulación que también afecta a la sociedad, queda limitado al proceso de flujo y reflujo de empresarios que conocen y manejan en algún sentido la información que es disponible a todos en el mercado de valores.

El enfoque de Machlup comprende y explica al mercado por intermedio de las cuentas de margen debido a que nos informa que cuando se incrementan los precios de las acciones, estos pueden incrementar los préstamos que los corredores reciben del sistema financiero, debido a que se enfrentan a retiros de los ingresos y de los beneficios. Si el vendedor obtiene dinero por medio del corredor, este puede tener un origen en los créditos que se generan en las compras de los operadores alcistas. Incluso por la vía de las ejecuciones de las posiciones a margen. Si los vendedores con clara tendencia bajista, mantienen además posiciones líquidas, esto complica el panorama de necesidades de financiamiento para los corredores. Por tanto, las posiciones largas en préstamos de los corredores, no necesariamente reflejan fondos disponibles. Una tasa exagerada de inversión probablemente sólo puede mantenerse constante con un aumento en la expansión del crédito. Mientras que el retroceso ocurriría cuando se detenga la expansión del crédito.

Comprende además, que la bolsa de valores es un mercado importante debido a su referencia para los financiamientos de las empresas. Cuando la Bolsa experimenta un proceso alcista, los gerentes de finanzas pueden recurrir a emisiones de acciones que al colocarse en los mercados primarios a precios elevados, ofrecen recursos a un costo más barato para sus financiamientos.

La propuesta final de Machlup consiste en utilizar al mercado bursátil como un barómetro de la actividad económica. Sugiriendo que se utilice como indicador de los volúmenes de crédito, alternativo a todos los instrumentos de la política monetaria tradicional.

### 3. Ludwig M. Lachmann

Lachman entiende al mercado en general y en particular al de capitales como un proceso de cambio continuo nunca en estado de reposo, lo que da lugar a cambios no esperados, por ningún planificador. El entiende que la Bolsa es la más característica institución de la economía de mercado, por lo que si en una economía no existiese un bolsa sería difícil afirmar que es una economía de mercado, y por supuesto mientras mayor sea el tamaño de este mercado, más alejada se encuentra esa economía de ser una organización socialista, debido a que todos los miembros de esa sociedad podrían tener el derecho de comprar y vender libremente en ese mercado. Reconoce que la visión tradicional acepta al mercado de acciones como un sitio en el cual se canalizan los ahorros hacia formas de inversión de capital. Mientras que define al mercado de Bolsa como una serie de mercados de activos, en la cual se encuentran demandantes y oferentes con posiciones totalmente contrarias y afirma que si estas posiciones no fuesen encontradas sería inviable el mercado. el observaba que en la bolsa, los tomadores de decisiones se dividen en pesimistas y optimistas que se encuentran y disputan sus posiciones, pero como las expectativas son producto del conocimiento existente, al pasar un nuevo evento, este modifica de nuevo el inventario de conocimiento haciendo que este nunca permanezca constante. Esta es una de características fundamentales de las Bolsas, debido a que ellas producen sus precios, no como el producto objetivo de una información financiera que pudiera ser analizada desde una óptica fija, sino por las expectativas de compradores y vendedores, quienes necesariamente tienen visiones distintas en relación al futuro y en lo único que coinciden es en el precio. Sin embargo, este precio no es el de un equilibrio como el que aprendemos en la teoría de la competencia perfecta, antes bien según Lachmann: “ese sistema que se estudia en la literatura, contribuye muy poco para entender la verdadera competencia”

#### Bibliografía

Cassel, Gustav: *Teoría Económica Social*, Editorial Aguilar, Buenos Aires, 1941  
Hayek, Friedrich: *Vicisitudes del Liberalismo*, Obras Completas Volúmen IV, Unión Editorial, Madrid, 1992,

Hayek, F.: *The Mythology of Capital*, en *The Quarterly Journal of Economics*, I., pp. 233 ss. (1936)

Huerta de Soto, Jesus: *La escuela austríaca*, Editorial Síntesis, Madrid, 2000

Lachmann, Ludwig: *Capital, Expectations, and the Market Process, Essays on the Theory of the Market Economy*, Sheed Andrews and MacMeel, Inc.. Kansas City, 1977.

Machlup, F.: *Stock Market, Credit and Capital Formation*, The Ludwig von Mises Institute, Auburn, 2007. El original es en Alemán y se publicó en 1932

Menger, Carl: *Principios de Economía Política*, Unión Editorial, Madrid, 1997

Mises, Ludvig: *La acción Humana. Tratado de economía*. 7ª. Edición Madrid 2004