

El hábitat de los especuladores

“La especulación es el mecanismo central, el corazón mismo de una enorme aventura como la nuestra. Sí, atrae la sangre, la toma en pequeños arroyos de cualquier fuente, la devuelve en todas direcciones formando ríos y establece una enorme circulación de dinero”.

Saccard [personaje de *El dinero* de Zola]

El objetivo de este artículo es analizar en qué ha consistido la desregulación financiera y qué efectos ha tenido. Se abordan tres aspectos del fenómeno: la liberalización de los mercados financieros, la desregulación de la actividad de las entidades financieras y la privatización del control del sistema financiero. La tesis que se defiende es que la desregulación financiera y la privatización del control han generado un escenario ideal para la actividad especulativa a gran escala. Ese panorama no parece que vaya a cambiar a corto plazo, pues las medidas que ha anunciado el G-20 no servirán para modificar la lógica intrínsecamente especulativa del funcionamiento del sistema financiero.

El término *desregulación* se utiliza en el discurso económico y en el discurso jurídico. Tanto en uno como en otro caso se refiere al mismo fenómeno aunque contemplado desde perspectivas teóricas diferentes.

Para entender en qué consiste hay que partir del hecho de que en la época del Estado social se restringió la autonomía de las empresas y la libertad de configurar sus relaciones mediante contratos. El Estado sometió la actividad empresarial a una intensa reglamentación y las leyes establecieron rígidos límites a lo que podía acordarse por medio de un contrato.

Esa es la *regulación* que se desmonta parcialmente a partir de los años setenta con la llamada *desregulación*. Desde este punto de vista, consiste en que se derogan determinadas reglamentaciones referidas a la actividad de las empresas y al contenido que pueden tener los contratos. De ese modo, las

José A. Estévez Araújo es catedrático de Filosofía del Derecho en la Universidad de Barcelona

empresas adquieren mayor autonomía y su libertad de contratación aumenta (especialmente en el ámbito laboral y financiero).

En algunos casos, la desregulación acarrea, incluso, la prohibición de ulteriores regulaciones. Es decir, no sólo se abole la regulación existente, sino que se sustrae al Estado la competencia de volver a implantarla. Así, en la Unión Europea (UE) la prohibición de que los Estados miembros regulen determinados ámbitos de actividad se suele implantar por medio de la normativa comunitaria. Las directivas y los reglamentos de la UE ponen los efectos de la desregulación fuera del alcance de los mecanismos decisorios de los Estados miembros, y lo hacen generalmente con la excusa de la armonización de las legislaciones de estos. En el caso de los Estados en transición (como los de Europa del Este o Sudáfrica), los límites a la potestad reguladora del Estado se establecen en las nuevas constituciones que adoptan.

Desde un punto de vista macrosociológico, la desregulación implica dar un mayor poder a los mecanismos de mercado en el funcionamiento de la economía (sustrayéndoselos al Estado). Se da mayor autonomía a los sujetos que persiguen maximizar sus intereses, se incrementa la libertad de contratación entre ellos y se deja libre juego a la competencia y a las leyes de la oferta y la demanda.

La liberalización de los mercados financieros y la globalización

La desregulación y la globalización son procesos que van íntimamente unidos. Cada uno es presupuesto del otro y ambos se potencian mutuamente.

La llamada *liberalización* es un aspecto de la desregulación y constituye una de las condiciones que han hecho posible la globalización económica. La liberalización consiste en la eliminación de las restricciones al tránsito de mercancías y capitales a través de las fronteras. Es decir, se trata de la abolición de los mecanismos que tenían los Estados para combatir la competencia de los productos extranjeros (como los aranceles o impuestos sobre las importaciones), o para regular las entradas y salidas de capitales.

Los instrumentos de que disponían los Estados para controlar la entrada y salida de capitales eran muy numerosos. Regulaban tanto la inversión extranjera directa (Foreign Direct Inversion, FDI) como la inversión extranjera en títulos valores. Es decir, controlaban tanto la inversión que se traducía en nuevas instalaciones productivas o en la renovación de las existentes, como la compra de acciones y obligaciones en los mercados de valores nacionales. Se podían imponer requisitos de reinversión de los beneficios en el caso de la FDI (como hace China actualmente), o limitaciones a la adquisición de acciones de empre-

sas nacionales por parte de entidades extranjeras, o prohibir que entidades extranjeras adquirieran títulos de deuda pública, etc.

Con la liberalización se eliminan también las restricciones que impedían que las empresas o los Estados pudieran buscar financiación en los mercados de capital extranjeros. Se eliminan o disminuyen los controles y prohibiciones que limitaban o vetaban que las empresas nacionales puedan endeudarse con entidades financieras extranjeras. Con la liberalización se hace posible también que las empresas nacionales coticen en bolsas extranjeras (y a la inversa) y que entidades extranjeras adquieran títulos de la deuda pública.

Desde un punto de vista macrosociológico, la desregulación implica dar un mayor poder a los mecanismos de mercado en el funcionamiento de la economía (sustrayéndoselos al Estado)

La eliminación de estos controles y la consiguiente liberalización de los mercados de capitales se dan, además, en un contexto en el que se había abandonado el patrón oro y el sistema de cambios fijo. Desde 1973, la cotización de cada moneda en relación con las demás vendrá determinada por la oferta y demanda de la misma en los mercados de divisas. Ese es un factor más que incrementa la actividad del sistema financiero.

Con la liberalización tiene lugar también una desintermediación del acceso a los mercados de valores. Se eliminan los agentes de cambio y bolsa y nuevos sujetos como las compañías de seguros o los recién creados fondos de inversión empiezan a operar en los mercados de valores. Por otro lado, la privatización de los fondos de pensiones incrementa notablemente el volumen de capital que afluye a los mercados de valores. Esos fondos de pensiones (como los de inversión) buscan obtener beneficios del aumento de la cotización de los títulos que poseen, más que del reparto de dividendos. Eso contribuye a incrementar las transacciones que se realizan en los mercados de valores. La informatización de las transacciones en los mercados financieros es el factor técnico que potencia la globalización de los mismos.

El funcionamiento clásico de la bolsa se basaba en la fijación de las transacciones en el parqué. Los intermediarios que compraban y los que vendían se encontraban físicamente en el edificio de la Bolsa. El *cotizador* proponía un precio para un título determinado y los agentes de cambio y Bolsa dispuestos a comprar o vender a ese precio decían “tomo” o “tengo”. Se trataba de operaciones a viva voz, como se ve en muchas películas de época. Luego, los compradores y los vendedores negociaban la cantidad de títulos a intercambiar.

Si después de eso quedaban agentes que gritaban “tengo”, el cotizador bajaba un punto y si los que quedaban decían “tomo”, lo subía, hasta que ya no había agentes insatisfechos. Por medio de esa especie de puja se fijaba la cotización del día de cada valor, la cual se aplicaba a los títulos que se contrataran hasta el día siguiente.

A partir de los años ochenta, las bolsas se “virtualizan”. La relación entre compradores y vendedores no tiene ya lugar *in situ* sino que las transacciones se realizan por vía informática. Los *traders* no se encuentran físicamente, sino que se comunican a través de redes a las que están conectados los ordenadores de las instituciones financieras para las que trabajan. Por su parte, las bolsas empiezan a adquirir programas informáticos que calculan la cotización de cada valor en función de las órdenes de compra y venta. La tarea del antiguo cotizador la lleva a cabo el programa y las cotizaciones cambian constantemente y no sólo una vez al día, como antiguamente.

La desregulación de la actividad de las entidades financieras

En este contexto de globalización financiera, debida a la libertad de circulación de capitales y a la informatización de las transacciones, tiene lugar, además, una desregulación de la actividad de las entidades financieras. Por medio de ella, se abolen normativas que establecían prohibiciones o límites a la actuación de bancos comerciales, bancos de inversión o compañías de seguros.

Así, con la desregulación se reconoce la libertad para crear nuevos productos financieros, incluidos títulos de valores. De ese modo, junto a las tradicionales acciones y obligaciones aparecen los derivados financieros, como los futuros y las opciones.

Un contrato de futuros es un compromiso de adquirir o de vender una cantidad de un determinado producto a un determinado precio en una fecha preestablecida. Estos contratos se han utilizado tradicionalmente en el ámbito agrícola para vender anticipadamente las cosechas. Con la desregulación se crea un mercado en el que se compran y venden los propios contratos de futuros. En 1972 se abre la primera bolsa de futuros en divisas en Chicago. De ese modo, los futuros pasan de ser un mecanismo para cubrirse frente al riesgo de las oscilaciones de precios, o de las cotizaciones de las monedas, a convertirse en apuestas sobre el valor que tendrán los alimentos, las divisas, o el petróleo

en el futuro. Se desarrollan también futuros sobre variaciones de tipos de interés o índices bursátiles, que generan el mismo tipo de dinámica: más casino financiero. Algo análogo ocurre con las opciones, que son títulos que proporcionan el derecho de comprar acciones a un determinado precio en una fecha preestablecida.

Otro aspecto de la actividad financiera que se desreguló fue la que concernía a la concesión de préstamos. Es el caso, en EEUU, de la Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act (una ley que, curiosamente, lleva la palabra *desregulación* en su nombre). Esta norma se promulgó en 1980, en la época del presidente Reagan. Sus disposiciones permitieron reducir los niveles de reservas de los bancos comerciales (el volumen de fondos líquidos de los que los bancos deben disponer obligatoriamente) y desregularon la concesión de créditos y los intereses de los mismos.

Pero el hito emblemático de la desregulación financiera norteamericana fue la Gramm-Leach-Bliley Act de 1993. Esa norma derogó la regulación establecida tras la crisis del 29 por la llamada “Ley de la Banca” (la Glass Steagal Act de 1933).

Esta última ley había establecido una estricta separación entre bancos y otras entidades financieras y entre bancos comerciales y de inversión. Los bancos comerciales debían limitarse a captar ahorros en depósitos remunerados y conceder préstamos. Por su parte, los bancos de inversión eran los que actuaban en los mercados de capitales: realizaban emisiones y compra-venta de valores.

El proceso que conduce a la abolición de la Ley de la Banca empieza con la fusión de Citibank y Travelers Group (un banco y una compañía de seguros) para formar el Citigroup. Eso era algo que estaba prohibido por la ley de 1933, pero en vez de aplicarse la norma, lo que se decidió fue cambiarla.

La nueva ley de la banca fue aprobada por una amplia mayoría en ambas cámaras y firmada por Clinton. Eso pone de manifiesto que los demócratas no interrumpieron el proceso de desregulación financiera en Estados Unidos, sino que prosiguieron con él e incluso lo intensificaron. Algunos de los economistas demócratas de aquellos años forman parte hoy del equipo de Obama. Eso propicia el escepticismo acerca de que se vayan a producir cambios muy profundos de orientación en el ámbito financiero norteamericano.

La Gramm-Leach-Bliley Act de 1993 tenía como objetivo propiciar que se creasen auténticos “supermercados financieros”. Perseguía que surgieran empresas que ofreciesen servicios de banca, de inversión y de seguros. Pero la desregulación planteó problemas ya desde el principio. Uno de ellos fue el de las colusiones de intereses, al estar una misma empresa en ambos lados de determinadas transacciones. Así ocurre, por ejemplo, cuando

un fondo gestionado por un banco, compra acciones emitidas por empresas para las que la entidad bancaria trabaja como banco de inversión.

Por otro lado, la des-diferenciación entre bancos de inversión, comerciales y compañías de seguros hizo posible la aparición de productos financieros complejos que combinan títulos valores, préstamos y seguros. Es el caso de los bonos que contenían participaciones en los préstamos hipotecarios concedidos por los bancos, y que estuvieron en el centro de la crisis de las *subprime*. Si a esas participaciones en préstamos hipotecarios les añadimos algún tipo de seguro para el caso de que los titulares de las hipotecas no paguen, el panorama se complica más y puede seguir haciéndolo hasta el infinito.

Por último, en un contexto de libertad de circulación de capitales, los paraísos fiscales potencian la desregulación. Las entidades que fijan en ellos su sede están sometidas a muy pocos o ningún control, pero pueden operar en los mercados financieros de los demás países gracias a la liberalización de los mismos.

Este traspaso de funciones de regulación y control a entidades privadas responde a la filosofía de que, como todo lo demás, también la regulación y el control pueden ser un negocio

Para entender la dimensión que tiene este fenómeno, hay que tener en cuenta que no sólo hay paraísos fiscales en exóticas islas caribeñas. Los hay también en la UE (Luxemburgo), en la península ibérica (Gibraltar y Andorra), en Estados Unidos... Y en ellos no operan sólo instituciones financieras marginales. El Grupo Santander, por ejemplo, tiene 33 sociedades en varios paraísos fiscales, como Jersey, la Isla de Man, Guernsey, las islas Caimán y las Bahamas, las cuales contaban con un capital total de 5.000 millones de euros en 2007.

Una función básica de las entidades que operan en los paraísos fiscales es facilitar la evasión de impuestos. Las ventajas fiscales que ofrecen, unidas al secreto bancario, permiten que las personas más acaudaladas y las empresas puedan evadir los impuestos sobre sus rentas y beneficios, trasladando a ellos sus fondos o imputando los beneficios del grupo a las filiales instaladas allí.

La privatización de la regulación y del control

En el campo financiero, como en otros terrenos, la contraposición regulación/desregulación no resulta suficiente para percibir los cambios acaecidos con la globalización neoliberal. Esa dicotomía no capta la transformación que ha tenido lugar en la forma misma de regular.

Pues con la globalización neoliberal no sólo se desregula, sino que también se empieza a regular de una forma distinta.

La transformación en la forma de regular tiene muchas manifestaciones, pero todas ellas suponen una privatización del poder de dictar normas o controlar su efectivo cumplimiento. Ese poder pasa de instancias públicas a sujetos privados, especialmente empresas y asociaciones empresariales.

Una de las manifestaciones de esta privatización del poder de regulación y control es el fenómeno que podríamos denominar *externalización* de la producción de normas generales. Consiste en lo siguiente: en lugar de ser el Estado quien dicta las normas por las que las empresas deben regirse, éstas son establecidas por organismos privados o asociaciones de empresas, generalmente bajo la forma de “estándares”. Buena parte de la actividad económica está regulada hoy en día por este tipo de normas de origen privado.

La llamada *autorregulación* es otra forma de privatización emparentada con la anterior. Consiste en que los mismos sujetos que deben ser regulados son los que dictan las normas a que deben atenerse e, incluso, controlan el cumplimiento de las mismas. Sería el caso de los llamados “códigos de conducta” elaborados por las propias empresas o por sectores empresariales. Una manifestación más de la privatización sería la atribución de potestades de control a sujetos privados. Este es un fenómeno que se produce de forma masiva, dando lugar a lo que algún autor ha denominado la “explosión de las auditorías”: el control se ejerce por entidades, generalmente privadas, que “certifican” el cumplimiento de determinados estándares.

Este traspaso de funciones de regulación y control a entidades privadas responde a la filosofía de que, como todo lo demás, también la regulación y el control pueden ser un negocio. Del mismo modo que se privatizan otras áreas de la actuación estatal (como los servicios públicos), también la regulación y el control se transfieren a empresas privadas para que obtengan lucro mediante su ejercicio.

En la modalidad de control mediante auditoría privada, son los propios “regulados” los que tienen que pagar a los auditores para que les controlen y emitan el correspondiente certificado o acreditación. Es como si se suprimieran los guardias urbanos que ponen multas por mal aparcamiento, y fueran sustituidos por profesionales autónomos cuyo negocio consistiera en emitir certificados de que los coches están bien estacionados. Serían los conductores quienes tuvieran que pagarles para que lo hicieran y poder acreditar así que están cumpliendo con los “buenos usos” del tráfico.

No resulta difícil imaginar el grado de corrupción a que eso daría lugar. Sin embargo, eso es exactamente lo que hacen las diversas especies de empresas auditoras y, dentro del

ámbito financiero, las agencias de *rating*. Esta manera de operar pone de manifiesto cuál es la nueva filosofía de la regulación y el control y ha sido una de las principales causas de la crisis financiera de 2008: determinadas agencias de *rating* dieron a los ahora llamados “activos tóxicos” la máxima calificación, afirmando que se trataba de bonos que tenían detrás un respaldo absolutamente seguro y que contaban con el máximo grado de liquidez.

El hecho de que se puedan privatizar las funciones de regulación y control hace difícil descubrir a veces quién es el que realmente realiza las tareas de supervisión. Pues, en ocasiones, las entidades públicas delegan *de facto* o *de iure* sus funciones supervisoras a empresas privadas o entidades autorreguladas.

Así, por ejemplo, la Securities and Exchange Commission (SEC) es una agencia gubernamental estadounidense que fue creada en 1934, como una entidad reguladora y de control pensada para evitar otra debacle como la del 29. La SEC teóricamente regula y supervisa los mercados de valores, las compañías que cotizan en ellos y los agentes que compran y venden títulos. El equivalente español, según ese diseño, vendría a ser la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Una de las formas de control que ejerce la SEC consiste en exigir informes financieros periódicos a las empresas que cotizan en bolsa. Se trata de un mecanismo de garantía para los inversores que compran sus acciones. Pero si la SEC se limita a dar por buenos los balances empresariales avalados por una empresa auditora, entonces ocurren cosas como el caso Enron: la auditora Arthur Andersen asesoró a Enron para que pudiera falsear sus balances y, luego, dio a estos su bendición. En realidad, en ese caso, quienes ejercían *de facto* la función de supervisión no era la SEC, eran las auditoras (como Arthur Andersen, que se hundió tras el escándalo, a diferencia de lo que ha ocurrido con las agencias de *rating*).

Por lo que respecta a las facultades de regulación y control que tiene la SEC respecto a los mercados de valores, estas están delegadas a organismos que se autorregulan o a empresas privadas. Es el caso del NASD (National Association of Securities Dealers) que regula el comercio con acciones, obligaciones, futuros y opciones. Se trata de una entidad integrada por las propias empresas financieras y cuyos fondos de funcionamiento proceden de ellas. Por tanto, quien ejerce realmente las funciones de regulación y control en el ámbito de los mercados financieros no es la SEC. Es un ente auto-regulador gestionado por la propia industria financiera que opera en ellos.

Por lo que respecta a los mercados electrónicos, la entidad que los regula en EEUU es el NASDAQ (National Association of Securities Dealers Automated Quotations) que fue creado en 1971 por el NASD y que en el año 2000 se independizó y posteriormente se privatizó. Por tanto buena parte de la regulación y control de los mercados de valores en los que

las transacciones se realizan por vía informática la lleva a cabo en Estados Unidos una empresa privada.

Aparte de la SEC, tanto la Reserva Federal, como el Departamento del Tesoro, o la Federal Deposit Insurance Corporation, tienen facultades de regulación financiera. Entre otras cosas, las tres entidades supervisan que los bancos cumplan sus obligaciones en materia de reservas. Pero, *de facto* o *de iure*, algunas de esas funciones como inspectores de las reservas de los bancos se encuentran delegadas en las agencias de *rating*, que son empresas privadas. Así, esas agencias emiten evaluaciones acerca de la calidad y liquidez de las reservas de los bancos, que sirven para determinar el porcentaje de reservas obligatorias que se les va a exigir. Por otro lado, los bonos calificados como AAA por las agencias de *rating* (máxima solvencia y liquidez) se pueden contabilizar dentro de las reservas líquidas que obligatoriamente tienen que tener los bancos. Por tanto, además de sus facultades de inspección *de iure*, las agencias de *rating* regulan *de facto* la composición de dichas reservas.

El grueso de las transacciones que se realizan en los mercados financieros solo busca el beneficio a corto plazo y especular con la variación de los índices bursátiles, de las cotizaciones de las divisas, de los tipos de interés o del precio de los alimentos

Efectos sobre el funcionamiento del sistema financiero

El sistema financiero es un mecanismo cuya función social es, teóricamente, ajustar las decisiones de ahorro con las de inversión. Su misión es poner en relación a aquellos que disponen de capital con aquellos que lo necesitan (empresas, particulares y Estados) para financiar sus inversiones o hacer frente a sus gastos.

Los ideólogos de la desregulación financiera la justificaron diciendo que el mercado aseguraría una “asignación óptima” del capital. La financiación sería más accesible, con lo que se facilitaría el funcionamiento de la economía real: las innovaciones financieras estimularían el ahorro gracias a la protección frente al riesgo; se abarataría el acceso a la financiación debido a la mayor competencia entre entidades financiadoras; se invertiría de forma más productiva debido a la competencia entre empresas en busca de financiación...

Sin embargo, nada de eso ha ocurrido.

Lo que se ha creado con la desregulación es un hábitat ideal para los especuladores. Todas las cifras que comparan las magnitudes de la economía real con las de la economía financiera lo demuestran: los mercados de divisas mueven en cuatro días la misma cantidad de dinero que el intercambio internacional de bienes y servicios en un año; de cada 300 dólares que se invierten en las bolsas estadounidenses sólo 1 se destina a financiar nuevas inversiones; únicamente el 5% de los contratos de futuros se ejecutan efectivamente... En realidad, el grueso de las transacciones que se realizan en los mercados financieros solo busca el beneficio a corto plazo, especulando con la variación de los índices bursátiles, de las cotizaciones de las divisas, de los tipos de interés o del precio de los alimentos.

La especulación se ha convertido en una actividad central de las entidades financieras (si no en la más importante). El libro de Olivier Godechot titulado *Les traders. Essai de sociologie des marchés financiers* (publicado en 2001 y reeditado en 2005 en La Découverte) lo pone claramente de manifiesto. El autor estudió el funcionamiento de la sala de bolsa de un banco francés. Su descripción refleja nítidamente que la especulación es la actividad normal del numeroso equipo de personas que trabajan en esa sección del banco.

¿Nuevas perspectivas de regulación?

Si la función del sistema financiero es determinar a qué objetivos o proyectos se destina el ahorro social, un sistema público y democrático de asignación de ese ahorro a las inversiones sería más eficiente socialmente. Eso exigiría la nacionalización de la banca y una regulación muy estricta de los mercados de valores o, incluso, su desaparición.

Otra posibilidad menos “revolucionaria” consistiría en desincentivar la especulación mediante una tasa tipo Tobin. Se trataría de imponer una serie de tributos sobre las transacciones financieras que eliminasen el lucro de las operaciones puramente especulativas. También sería necesario prohibir la ingeniería financiera y dismantelar los mercados de derivados financieros, dado que sirven fundamentalmente a actividades intrínsecamente especulativas.

A ello habría que añadir una serie de mecanismos para hacer democráticamente responsables a quienes ejercen el poder regulador del sistema financiero. Se podría descentralizar el poder del Banco Central Europeo y la Reserva Federal y elegir democráticamente a los presidentes de los bancos centrales estatales. También habría que establecer mecanismos de participación de la sociedad civil en la regulación y gestión del sistema financiero. Se podrían crear “consejos sociales” integrados por representantes de trabajadores, de usuarios de banca, de titulares de hipotecas, de autónomos... tanto en las entidades financieras como en los entes reguladores.

Ese sería el tipo de medidas que pondrían de manifiesto una voluntad clara de acabar con el carácter especulativo del funcionamiento del sistema financiero. Pero nada de eso se prevé en un próximo futuro. La declaración final de la reunión de 2 de abril de 2009 del G-20 lo pone claramente de manifiesto.

El G-20 atribuye efectivamente la actual crisis económica global a los fallos en la supervisión y regulación del sistema financiero. Pero considera que se trató fundamentalmente de un problema de irresponsabilidad de algunos, que asumieron excesivos riesgos o se endeudaron demasiado. Por eso, en la declaración de abril no se prevén medidas para desincentivar y obstaculizar la especulación reorientando el sistema financiero hacia la inversión productiva. Las únicas palabras firmes son contra el secreto bancario y la opacidad fiscal de los paraísos fiscales. Pero en cuanto al funcionamiento general de las entidades financieras, sólo se pretende “desincentivar la excesiva asunción de riesgos”. Es decir, no la especulación en sí, sino que las entidades financieras se endeuden demasiado para practicarla. El sistema financiero seguirá constituyendo, pues, el hábitat ideal para los especuladores, como lo ha venido siendo en estas últimas décadas.