

LUIS GONZÁLEZ-CARVAJAL SANTABÁRBARA \*

## UNA VISIÓN ÉTICA DE LA ESPECULACIÓN

Fecha de recepción: enero 2008.

Fecha de aceptación y versión final: febrero 2008.

**RESUMEN:** Después de explicar brevemente en qué consiste la especulación y sus efectos, el autor plantea un juicio ético sobre la misma. Aunque una cierta dosis de especulación puede ser buena, sus niveles actuales han resultado dañinos para la economía mundial. En el debate económico actual, ¿qué puede aportar la reflexión ética?

**PALABRAS CLAVE:** economía, ética, especulación, crisis económica, mercado, capitalismo.

### *An Ethical View of Speculation*

**ABSTRACT:** After briefly explaining what speculation is, and its effects, it follows an ethical discernment. Although a small amount may be healthy, the actual levels of speculation have proved dangerous for the world economy. In the actual economic debate ¿What can be said from an ethical point of view?

**KEY WORDS:** economy, ethics, speculation, economical crisis, market, capitalism.

La especulación es una práctica antiquísima, de la que encontramos referencias hasta en el refranero (por ejemplo: «Si en enero hay mucha hierba, echa la llave y tu trigo conserva, que mucho escaseará y caro se

---

\* Universidad Pontificia Comillas de Madrid; lgcarvajal@teo.upcomillas.es

venderá») <sup>1</sup>, pero en las últimas décadas ha alcanzado tales dimensiones que el prestigio del trabajo serio y paciente se esfuma ante la «cultura del pelotazo». Parece urgente, pues, reflexionar sobre este fenómeno.

## EL FENÓMENO DE LA ESPECULACIÓN

Especular es comprar cualquier activo con la intención de venderlo tras un breve período de tiempo obteniendo un beneficio que no es fruto ni del rendimiento de dicho activo (porque suele permanecer muy poco tiempo en manos del especulador) ni del valor económico añadido (porque lo vende sin ninguna transformación), sino del incremento que ha experimentado su precio en el tiempo transcurrido entre la compra y la venta.

Tan importante como saber *qué* comprar o vender suele ser la decisión de *cuándo* y *dónde* conviene hacerlo. La mayoría de los bienes tienen un precio conocido en el momento actual y tendrán un precio distinto en el futuro. Que ese precio futuro sea superior o inferior al actual dependerá de cómo evolucione la oferta y la demanda de dicho bien en el futuro. Pues bien, especular viene del latín *speculare*, que significa «observar»: El especulador observa las tendencias del mercado y compra hoy barato lo que piensa que mañana valdrá más caro.

Su ganancia procede de acertar a colocarse hoy, mientras todavía hay tiempo, donde todos querrán estar mañana. Como escribió el famoso economista J. M. Keynes en 1936, «el objeto real y particular de la mayor parte de las inversiones de los expertos, hoy día, es “ganar la delantera” (*to beat the gun*), como dicen los norteamericanos; ser más listo que el vulgo, y encajar la moneda falsa o que se está depreciando a otra persona» <sup>2</sup>.

De la definición que acabamos de dar se deduce que no todos los bienes sirven para especular; sólo aquellos que estén sometidos a importantes fluctuaciones que hagan previsible un aumento de su valor por el simple hecho de esperar. Entre otros, podemos destacar algunas materias primas o alimentos, los valores mobiliarios, las divisas y los bienes inmuebles. Veámoslos uno por uno:

<sup>1</sup> L. MARTÍNEZ KLEISER, *Refranero general ideológico español*, n.º 61.473, Madrid <sup>3</sup>1989, 702.

<sup>2</sup> J. M. KEYNES, *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*, Madrid <sup>1</sup>1980, 142.

## EL MERCADO DE MERCANCÍAS

En el mercado de mercancías será posible especular con aquellas que reúnan ciertas condiciones:

- No deteriorarse con el paso del tiempo, puesto que entre la compra de la mercancía y su venta habrá siempre un cierto intervalo.
- Ser poco voluminosa, para que su almacenamiento no resulte demasiado costoso.
- Que su empleo no genere rentas elevadas, puesto que el especulador tendrá que mantener inactiva la mercancía durante un cierto tiempo (la maquinaria, por ejemplo, no suele ser apta para la especulación).

Pensemos, por ejemplo, en los productos agrícolas de carácter estacional, que maduran en una determinada época y, sin embargo, se consumen a lo largo de todo el año. Desde tiempos remotos ha sido práctica habitual de los especuladores comprar la producción de los pequeños campesinos en el momento de la cosecha, cuando la abundancia de la oferta hace bajar los precios —y aun antes, aprovechándose de su necesidad—, para luego ir la sacando al mercado poco a poco a precios muy superiores.

Por lo general los especuladores no llegan a tocar con sus manos ni un solo grano de trigo ni una bala de algodón. No tienen que preocuparse de transportar ni almacenar lo que han comprado. Manejan sólo trozos de papel, pero el resultado es el mismo. Compran «futuros», es decir, contra el pago *actual* de un cierto precio, alguien se compromete a entregarles *en una fecha posterior* una determinada cantidad de grano, de aceite o de lo que sea.

La mayoría de los metales y de las materias primas están igualmente sujetos a procesos especulativos. El poder de las multinacionales que controlan esos mercados es inmenso.

Aun cuando su importancia económica sea mucho menor merece la pena citar también como objeto de especulación los objetos de arte, antigüedades y similares.

## LA BOLSA DE VALORES

La Bolsa de valores —donde se negocian las acciones, las obligaciones y la deuda pública— es un lugar sumamente propicio para especu-

lar, sobre todo en lo referente a las acciones, para las que *cualquier precio es posible* (los valores de renta fija tienen un precio lógico vinculado al rendimiento efectivo del título, que tiende a adecuarse al tipo de interés corriente).

El especulador debe predecir la subida de las acciones *antes* de que el mercado se dé cuenta de ello. *Después* ya es demasiado tarde. Es un juego que entraña riesgos considerables, pero también la posibilidad de beneficios elevadísimos, por eso se ha convertido en tarea de personas especializadas.

Las amplias oscilaciones en las cotizaciones llevan a los especuladores a maniobrar preferentemente en el corto plazo. A la vez, esas maniobras especulativas no hacen otra cosa que aumentar la inestabilidad de las cotizaciones.

#### EL MERCADO DE DIVISAS

El mercado de divisas es otro ámbito frecuente de especulación que busca rentabilizar las variaciones de los tipos de cambio que se dan en el tiempo o en el espacio. He aquí un ejemplo. Supongamos que la libra esterlina cotiza actualmente a 2 dólares. Un especulador sospecha que la divisa norteamericana va a depreciarse en los próximos días. Si sus previsiones son acertadas tiene oportunidad de hacer un buen negocio: Puede comprar, por ejemplo, 1.000 libras con 2.000 dólares y esperar unos cuantos días. Si se produce efectivamente la devaluación y la libra llega, por ejemplo, a 2,4 dólares, vende otra vez las 1.000 libras y obtiene 2.400 dólares, ganando 400 dólares en la operación.

La especulación origina así constantes movimientos de capitales: El rumor de una próxima devaluación del dólar con respecto a la libra, provoca una salida de capitales de Estados Unidos (huyendo del dólar) y la correspondiente entrada de capitales en Gran Bretaña (buscando las libras, que, en nuestro ejemplo, aparece como la moneda fuerte). Una vez que el tipo de cambio se ha modificado, los capitales vuelven a moverse, abandonando ahora Gran Bretaña y retornando a Estados Unidos. Este tipo de dinero se llama «caliente», porque cambia constantemente de país, como si «quemase» a sus propietarios. Pío XI dijo que, para el capital, «la patria está donde se está bien»<sup>3</sup>.

<sup>3</sup> Pío XI, *Quadragesimo anno*, 109 (*Once grandes mensajes*, Madrid 141992, 102).

Otras veces la especulación, en vez de aprovechar los cambios de cotización en el tiempo, aprovecha los cambios de cotización en el espacio. Supongamos que en el mercado de Londres la libra cotiza a 2 dólares y un especulador descubre que en Nueva York se ha devaluado ligeramente, cotizándose a 1,9 dólares. En consecuencia compra 10.000 libras en el mercado de Nueva York, pagando por ellas 19.000 dólares y las vende en el de Londres donde equivalen a 20.000 dólares. Con esta sencilla operación, en tan sólo unos instantes, ha logrado transformar sus 19.000 dólares en 20.000 (menos los gastos).

La compra-venta de divisas se lleva a cabo a través de un intermediario llamado *money broker*, que garantiza el anonimato de las operaciones individuales, lo cual impide cualquier control del movimiento internacional de capitales y hace posible que los especuladores actúen impunemente incluso contra la moneda de su propio país. Este hecho, unido a los beneficios escalofriantes que pueden conseguirse en muy breve plazo, ha favorecido las actividades especulativas. Si bien en un primer momento los movimientos de capitales fueron un correlato lógico del movimiento de mercancías, ahora se han ido haciendo cada vez más independientes de la economía real. El monto total de las operaciones realizadas en el mercado mundial cambiario sobrepasa el billón y medio de dólares *cada día* —¡en un solo día cuatro veces lo que el mundo gasta para comprar petróleo durante todo un año!— y el 90 por 100 de las mismas tienen carácter especulativo.

Naturalmente, cuando la especulación alcanza esas proporciones, ya no se aprovecha de los cambios de paridad de las monedas, sino que los provoca, obligando a devaluaciones o revaluaciones de las divisas afectadas que no reflejan su situación real, con graves daños para las economías nacionales. La profunda crisis que afectó entre 1973 y 1974 al sistema monetario internacional, que no sólo produjo inmensas pérdidas y algunas quiebras, sino también al abandono de las paridades fijas que habían funcionado desde el final de la Segunda Guerra Mundial, se debió en gran parte al frenesí especulativo de los institutos de crédito más importantes, unas veces a través de operaciones propias y otras veces financiando a especuladores poco escrupulosos<sup>4</sup>.

---

<sup>4</sup> G. J. MILLMAN, *Especuladores internacionales: los nuevos vándalos*, Bilbao 1995.

## ESPECULACIÓN INMOBILIARIA

El suelo urbano es uno de los activos que más se han revalorizado en España a lo largo de los últimos treinta años, y de forma muy especial a partir de 1985. La revalorización de los terrenos es tan segura y a la vez tan rápida que comprarlos para volverlos a vender al poco tiempo es uno de los negocios más lucrativos que existen. Muchos constructores, cuando cierran las cuentas de una promoción, descubren perplejos que habrían obtenido mayores beneficios sentándose sobre el terreno —sin necesidad de poner en juego su trabajo, su imaginación y su dinero— que construyendo sobre él.

El suelo urbano será siempre un bien escaso. Para edificar sobre un terreno hace falta que esté rodeado de calles, tenga suministro de agua y luz, equipamientos colectivos, etc. Se comprende que la Administración, promotora de esos equipamientos, limite la capacidad de construir sobre los solares para defender la calidad de vida. Pero a esa limitación justificada se suma la retención de suelo llevada a cabo por los especuladores que dispara todavía mucho más los precios de los terrenos y, por tanto, de las viviendas. Según la Dirección de la Vivienda, el suelo representa ya en España alrededor del 47 por 100 del precio total de la vivienda (y en Madrid llega al 63 por 100).

## VALORACIÓN ÉTICA DE LA ESPECULACIÓN

Si un especulador se enriquece sin hacer nada, a menudo siendo propietario del activo con el que especula tan sólo durante unas horas («Mi largo plazo —decía un operador citado por James Tobin— son los diez próximos minutos»)<sup>5</sup>, es evidente que alguien saldrá perjudicado con su acción. En efecto, el especulador no produce ningún bien ni transforma los ya existentes, y sin embargo gana un dinero con el que puede comprarlos; es decir, sin haber aumentado la producción real del país, el especulador se apropia de una parte de la misma, dejando de este modo menos para los demás. Sólo si la acción del especulador reporta algún servicio a la sociedad podrá legitimarse éticamente su ganancia<sup>6</sup>. (Otra cuestión

<sup>5</sup> R. PASSET, *Un sistema contra natura*: Le Monde diplomatique 39 (enero 1999) 24.

<sup>6</sup> Cf. J. M. SOLOZÁBAL BARRENA, *Aspectos morales de la especulación y del crédito a la especulación*: Anales de Moral Social y Económica 15 (1967) 147.

ulterior es la cuantía del beneficio, pero en eso no entraremos por el momento.)

Para ver si existen tales beneficios sociales debemos distinguir dos supuestos: cuando el especulador se somete a las leyes de la competencia, estudiándolas atentamente para aprovecharse de ellas, y cuando no sólo no se somete a ellas, sino que las distorsiona en su propio beneficio. Veamos ambos casos por separado:

#### ESPECULACIÓN QUE APROVECHA LAS OSCILACIONES ESPONTÁNEAS DE LOS PRECIOS

Supongamos un mercado de competencia cuasi-perfecta, en el cual existen tantos compradores y vendedores que ninguno de ellos por separado tiene una influencia decisiva ni sobre el precio ni sobre la cantidad de los bienes que se negocian. Si los especuladores actuaran en un mercado así, llevaría razón la escuela económica liberal (desde J. S. Mill hasta Marshall) o neoliberal (sobre todo Friedman) cuando afirma que su acción es beneficiosa porque contribuye a estabilizar las fluctuaciones del mercado. Pensemos, por ejemplo, en los cereales: Los especuladores compran parte de la cosecha en otoño, cuando está barata, la conservan en almacenes y la venden después, cuando el precio ha subido. Es verdad que actuando así obtienen una ganancia, pero con sus compras aumentan la demanda de grano en otoño y la oferta en primavera, igualando de esta forma la oferta que llega al mercado cada mes y contribuyendo a estabilizar los precios a lo largo del año.

Javier Gorosquieta escribe: «A pesar de la mala prensa de que disfruta, la empresa especulativa puede estar llamada a prestar un servicio de verdadera utilidad para el bien común y justificar, por tanto, su razón de ser y un nivel adecuado de rentabilidad»<sup>7</sup>. Ciertamente, en el caso de productos estacionales, no hay otra forma de asegurar el abastecimiento regular del mercado a lo largo del año —e incluso de una serie de años— que el almacenamiento. En el Antiguo Testamento, ésa fue la estrategia de José: almacenaba en los años de vacas gordas para asegurar el suministro cuando llegaran tiempos de vacas flacas (Gn 41,47-57). Como es lógico, cuando está justificado el almacenamiento, nada debemos objetar a que el especulador obtenga un beneficio; aun-

<sup>7</sup> J. GOROSQUIETA, *Deontología para empresarios*, Bilbao 1978, 54.

que eso no justifique *cualquier* ganancia, de hecho José fue un explotador del pueblo<sup>8</sup>.

A la vez que contribuyen a estabilizar los precios en el tiempo, los especuladores pueden contribuir a estabilizarlos en el espacio. Recordemos, por ejemplo, aquel especulador que compraba libras en Nueva York, donde se habían devaluado, para venderlas en Londres. Es evidente que, con su acción, tiende a mantener los tipos de cambio al mismo nivel en todo el mundo.

En un mercado de competencia cuasi-perfecta los especuladores realizan otra importante función. Al cargar el riesgo de la operación sobre sus espaldas permiten a los demás librarse de él. Imaginemos una empresa española que ha recibido desde Estados Unidos un pedido de cien mil muñecas a un precio unitario de 20 dólares. Si el cobro se efectuara en ese momento, cuando el euro está, por ejemplo, a 1,33 dólares, el fabricante español podría contar con una cifra de negocios de un millón y medio de euros, pero el pago se efectuará dentro de seis meses, a la entrega de la mercancía. Si en ese intervalo la divisa americana se deprecia respecto al euro, la empresa habrá ganado menos de lo que preveía; en cambio, si se aprecia, la empresa española obtendrá unas ganancias adicionales. Si el empresario español no quiere arriesgarse, podría buscar algún especulador dispuesto a correr ese riesgo. El especulador, en efecto, es un especialista en la asunción de riesgos: Compra un determinado activo esperando que valga más en el futuro, pero obviamente podría equivocarse. El que se lo vende, en cambio, considera que no merece la pena arriesgarse, o simplemente esperar, y prefiere contentarse con el precio actual. Dicho de otra forma, prefiere traspasar el riesgo al especulador.

---

<sup>8</sup> «No había pan en todo el país, porque el hambre era gravísima y tanto Egipto como Canaán estaban muertos de hambre. A cambio de los víveres que ellos compraban, José se quedó con todo el dinero que había en Egipto y en Canaán, y lo llevó al palacio del Faraón. Ni en Egipto ni en Canaán quedaba dinero, de modo que acudían en masa a José diciendo: “Danos pan o moriremos en tu presencia, porque se nos ha acabado el dinero”. Dijo José: “Ya que no tenéis dinero, traedme todo vuestro ganado y os daré pan a cambio de él”. Ellos trajeron el ganado a José y éste les dio pan a cambio de caballos, ovejas, vacas y burros. Pasado un año volvieron a él diciendo: “No podemos negar a nuestro señor que, estando sin dinero y sin ganado, sólo podemos ofrecer ya nuestras personas y nuestros campos. Toma nuestras tierras y tómanos a nosotros como esclavos del Faraón, pero danos pan para que no muramos”. Así se apropió José de todo el suelo de Egipto y redujo al pueblo a servidumbre de un extremo a otro del país» (Gn 47, 13-21).

Una última ventaja que proporciona la especulación es hacer más fluido el mercado y aumentar, en consecuencia, la liquidez de los activos. Pensemos, por ejemplo, en la bolsa de valores. Si sólo concurrieran a ella los inversores a largo plazo, podrían no encontrar compradores cuando necesiten vender (o vendedores cuando quieran comprar), lo cual retraería las inversiones de carácter productivo, que son absolutamente necesarias para la economía. En cambio, al concurrir también los especuladores, los valores tienen un alto grado de liquidez —es decir, resultan mucho más fácilmente transformables en dinero—, lo que estimula la canalización hacia ellos del ahorro de la nación.

Sin embargo, las anteriores ventajas de la especulación cuando se realiza en un régimen de competencia cuasi-perfecta no justifican *cualquier ganancia*. Los beneficios del especulador son a menudo demasiado rápidos y desproporcionados en relación al trabajo realizado y al riesgo corrido, por lo que los poderes públicos deberían buscar fórmulas jurídicas para revertir a la sociedad una parte de las plusvalías obtenidas. De esto hablaremos más adelante.

Ildefonso Camacho llega a preguntarse si no sería preferible, para ahorrar a la sociedad las plusvalías que obtienen los especuladores, «que esta función de estabilizar unos precios susceptibles de fuertes oscilaciones la asumiera directamente el Estado»<sup>9</sup>. En principio nada habría que objetar, aunque queda la duda de si una acción semejante no supondría un excesivo intervencionismo estatal en la economía.

Por otra parte, no siempre que la especulación tiene lugar en un mercado de competencia cuasi-perfecta contribuye a estabilizar los precios y la oferta. Cuando las previsiones de los especuladores no resultan acertadas, su intervención sirve para aumentar todavía más la oscilación de los precios. Supongamos que una cosecha abundante sugiere a los especuladores la conveniencia de guardar género para el próximo año, previendo que la cosecha será más pobre. Es evidente que si no aciertan y la nueva cosecha es todavía mayor pueden provocar un hundimiento de los precios. Sin embargo, ese resultado negativo —que perjudica también a los mismos especuladores— no sería éticamente culpable por cuanto no fue querido.

---

<sup>9</sup> I. CAMACHO, *La especulación y sus efectos sobre el bienestar social y la distribución de la renta y riqueza*: Corintios XIII 8 (1978) 109.

## ESPECULACIÓN QUE PROVOCA INTENCIONADAMENTE OSCILACIONES DE PRECIOS

Ahora vamos a estudiar un caso distinto: Cuando los especuladores provocan *intencionadamente* las oscilaciones de los precios. En estos últimos años los periódicos nos han familiarizado con una figura jurídica llamada «maquinación para alterar el precio de las cosas». El Tribunal Supremo dictaminó que «maquinar significa engaño, intriga, espionaje, fraude o manipulación»<sup>10</sup> a fin de modificar los precios que se forman en un mercado de libre competencia. Una forma frecuente de hacerlo es la difusión de rumores que creen expectativas falsas en la bolsa de valores. No hace falta decir que este comportamiento es éticamente rechazable.

Sin embargo, los especuladores no necesitan lanzar rumores falsos para modificar el precio de los activos con los que comercian; basta que las transacciones de carácter especulativo lleguen a ser dominantes en el mercado. Cuando eso ocurre, en vez de explotar las oscilaciones de precios que se producen de forma natural, los especuladores las provocan intencionadamente para aprovecharse de ellas.

Tal sería el caso, por ejemplo, de los acaparadores que reducen artificialmente la oferta con el fin de hacer subir los precios y después van dosificando con lentitud la salida de las mercancías manteniendo así los precios por encima de los que habría fijado libremente el mercado. En este caso es obvio que los beneficios de los especuladores carecen de cualquier justificación, puesto que su actuación perjudica a todos menos a ellos mismos.

Además esta conducta no sólo aumenta el precio de los bienes que han sido objeto de la especulación, sino también el de aquellos que se derivan de éstos. Por ejemplo, la especulación del suelo aumentará el precio de las viviendas y el de los alquileres. En el límite, cuando la especulación se universaliza, provoca un alza generalizada de precios agravando así la inflación. En este caso los especuladores serían también parcialmente responsables de las múltiples injusticias que ésta provoca<sup>11</sup>.

Naturalmente, la gravedad de esa conducta es todavía mayor cuando se ejerce sobre bienes de primera necesidad, como los alimentos. Se trata de una antiquísima práctica que, según el conocido historiador Henri

<sup>10</sup> Sentencia del Tribunal Supremo del 21 de octubre de 1988.

<sup>11</sup> Cf. L. GONZÁLEZ-CARVAJAL, *La inflación, un ladrón invisible*: Sal Terrae 84 (1996) 519-533. Reproducido luego en Noticias Obreras 1.180 (16-30 de noviembre de 1996) 743-750.

Pirenne, estuvo en el origen de las primeras fortunas comerciales: En la Edad Media, cuando «las hambres locales eran muy frecuentes, bastaba procurarse una pequeña cantidad de granos a buen precio en las regiones en donde abundaban, para realizar fabulosas ganancias, que era fácil multiplicar después, siguiendo el mismo método. La especulación, que es el punto de partida de esta clase de negocios, contribuyó, pues, ampliamente a la formación de las primeras fortunas comerciales», porque «quienes mueren de hambre no discuten el precio de un saco de trigo y los mercaderes no tuvieron escrúpulo en especular con su desgracia»<sup>12</sup>.

Calvino no dudó en calificar de «asesinos, bestias salvajes que muerden y devoran a los pobres chupándoles la sangre»<sup>13</sup> a los comerciantes de Ginebra que, cuando había escasez, acaparaban el trigo para elevar los precios.

Algo parecido dijeron en nuestros días los obispos franceses respecto a la especulación inmobiliaria: «Tales beneficios se obtienen sobre un bien esencial: el derecho al suelo, necesario para la vivienda y para los equipamientos colectivos. La especulación en este terreno es tan inaceptable como lo sería la especulación sobre la salud o la enseñanza que hiciese subir el precio de estos bienes esenciales»<sup>14</sup>.

#### EL USO DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA

Otro delicado problema ético se plantea cuando los especuladores disponen de informaciones privilegiadas. En una conocida novela de Guy de Maupassant se describe una lucrativa operación financiera realizada con motivo de la penetración francesa en Marruecos tras la convención de 1863. Sabiendo por un miembro del gobierno que el Estado francés había decidido realizar una expedición militar a Marruecos y, una vez controlado el país, tenía intención de garantizar su deuda, que en ese momento se cotizaba muy por debajo de su valor nominal debido a la profunda crisis económica en que estaba sumido el país africano, un hombre de negocios se dedicó a comprar «marruecos» a precio

<sup>12</sup> H. PIRENNE, *Historia económica y social de la Edad Media*, México 1980, 41 y 121.

<sup>13</sup> Cit. en C. BOERMA, *La cara pobre de Europa. La Iglesia y los (nuevos) pobres de Europa Occidental*, Santander 1994, 50.

<sup>14</sup> COMISIÓN SOCIAL DEL EPISCOPADO FRANCÉS, *La especulación del suelo: Sal Terrae* 62 (1974) 666.

de saldo a través de intermediarios, ganando casi cuarenta millones de francos cuando unas semanas después pudo venderlos revalorizados tras la ocupación<sup>15</sup>.

En nuestros días, uno de los escenarios donde se manejan frecuentemente informaciones privilegiadas son las OPAS (Oferta Pública de Adquisición de Acciones). Imaginemos, por ejemplo, que una sociedad pretende absorber a otra y, para conseguir el mayor número posible de acciones de la misma, lanza una OPA. En tales casos suele ofrecerse un precio significativamente superior al de cotización para conseguir que los accionistas se desprendan de sus títulos. Como es lógico, esas operaciones se preparan con la máxima discreción, pero alguno de los que están en el ajo puede tener la tentación de comprar acciones de la empresa en cuestión a través de personas superpuestas antes de que se haga pública la OPA y venderlas luego al precio que él sabe que se ofertará.

Esto es lo que en Estados Unidos se llama *insider trading*<sup>16</sup> (y en el Reino Unido *insider dealing*), es decir, «comercio de internos». Es la conducta de personas que, por encontrarse en el interior (*insider*) de una organización, y normalmente ocupando puestos importantes (directivos, consejeros, grandes accionistas, etc.), tienen acceso a informaciones reservadas de las que sacan provecho en sus operaciones comerciales (*trading*) particulares, bien sea para obtener un beneficio personal o para evitar una posible pérdida.

En realidad, el término *insider* resulta restrictivo, porque también pueden tener acceso a tales informaciones personas ajenas a la empresa. Recordemos el famoso «caso Chiarella» (un tipógrafo en cuyo taller se imprimieron en 1975 los documentos relativos a la futura adquisición de una empresa por otra; logró descifrar los nombres en clave, negoció aprovechando esas informaciones y ganó alrededor de 30.000 dólares en 14 meses). Por eso parece preferible la expresión «información privilegiada», usada en España, que subraya el carácter de la información, independientemente de quién sea el sujeto que se aprovecha de ella. Nuestras leyes la definen como «toda información de carácter concreto, referente a uno o varios valores, que no haya sido dada a conocer al público y que,

<sup>15</sup> G. DE MAUPASSANT, *Bel ami (Obras completas, t.1, Madrid 1965, 815 y 827)*.

<sup>16</sup> Cf. A. LÓPEZ CABALLERO, *¿Qué es el «insider trading»? Juicio sobre su valor ético: Razón y Fe* 223 (1991) 301-312; C. MOREDA DE LECEA, *Insider trading: Una perspectiva ética: Boletín de Estudios Económicos* 51 (1996) 367-392.

de haberse hecho pública, hubiera podido influir de modo relevante en su cotización»<sup>17</sup>.

Algunos autores consideran legítimo servirse de informaciones privilegiadas y, por consiguiente, defienden su legalización<sup>18</sup>. Sin embargo, quien se sirve de ellas comete una doble inmoralidad: en primer lugar un *abuso de confianza* con respecto a la empresa, al usar para su beneficio particular una información que le pertenece a ésta; y, en segundo lugar, una *competencia desleal* para con los demás inversores, que negocian en la Bolsa creyendo que son públicas todas las informaciones que afecten de manera relevante a la cotización de los diversos valores.

Es necesario decir que los casos más graves de información privilegiada no tienen lugar en la Bolsa o en las empresas, sino en la Administración pública. Los políticos y los funcionarios de cierto nivel, por razón de sus cargos, conocen antes que el público muchas decisiones administrativas que generarán elevadas plusvalías, como la futura llegada del Metro a un barrio determinado o la modificación de una norma urbanística. Basta decir que, según un informe de la Asociación de Promotores y Constructores de Edificios (APCE), cuando el precio rústico se clasifica como urbano se multiplica su precio ¡por 359!<sup>19</sup>. Imaginemos la escena: «Don Fulano, como usted sabe, yo entiendo mucho de urbanismo. Todos los consejos que le he dado hasta ahora fueron acertados, ¿no? Pues bien, le aconsejo que compre usted todas las hectáreas que pueda entre las carreteras tal y tal y los ríos tal y tal... ¡Ah! Y no olvide que, como siempre, si le sale bien la operación, a mí me reserva un 20 por 100. ¿De acuerdo?». Y la operación sale, claro.

No se puede hablar de competencia desleal, en cambio, cuando una de las partes está mejor informada que las demás gracias al esfuerzo que pone en enterarse de las cosas, siempre que la información sea de verdad pública y, por tanto, cualquier otro podría haberse enterado en caso de haber puesto los mismos medios que él. En estos casos no es igual la información, pero sí la posibilidad de acceder a ella. Un ejemplo famoso sería el gran negocio realizado en 1815 por Natahn Mayer (futuro barón de Rothschild) en la Bolsa de Londres, al lograr anticiparse al mercado tras la derrota de Napoleón en Waterloo gracias a que su hermano le

<sup>17</sup> Ley 24/1988, de 24 de julio, sobre «Reforma del Mercado de Valores», art. 81.

<sup>18</sup> Cf. sobre todo H. G. MANNE, *Insider Trading and the Stock Market*, New York 1966.

<sup>19</sup> *El País*, 9 de diciembre de 1996, p.59.

comunicó la noticia desde Bruselas por medio de una paloma mensajera<sup>20</sup>. Éticamente no hay nada que oponer: La información que usaron los hermanos Mayer era pública, aunque los demás no tuvieran tanto ingenio como ellos.

#### LA CULTURA DEL «PELOTAZO»

Mientras la escuela económica liberal enfatiza las ventajas de la especulación para atenuar las fluctuaciones del mercado, la escuela keynesiana acentúa sus inconvenientes, entre los que destaca el desvío del ahorro y los capitales desde las actividades productivas hacia actividades financieras que «generan rentas puramente parasitarias»<sup>21</sup>. Veámoslo:

Los mercados financieros, que nacieron como un simple medio para facilitar el funcionamiento de la economía real o productiva, han llegado a ser un fin por sí mismos: Ya dijimos que el 90 por 100 de las transacciones realizadas en los mercados de divisas tienen carácter especulativo. No sólo muchas personas e instituciones se dedican en exclusiva a la especulación, sino que bastantes empresas productivas orientan en esa dirección sus inversiones. El grupo multinacional Siemens, por ejemplo, obtiene el 70 por 100 de sus beneficios en los mercados financieros, y sólo el 30 por 100 de la producción. Otros muchos no especulan directamente, pero suscriben Fondos de Inversión Mobiliaria (FIM) o Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario (FIAMM) para que los gestores de dichos fondos especulen en su nombre.

La lógica del beneficio fácil y rápido ha ido contaminando poco a poco todo el sistema. Frente a la paciente creación de riqueza de la industria y las actividades productivas tradicionales, la actividad económica actual se caracteriza por un frenesí que la expresión inglesa «now-nowism»<sup>22</sup> describe muy gráficamente. Ese «capitalismo de casino»<sup>23</sup> no es el clima más apropiado para fomentar el trabajo serio y productivo. La gente dice —medio en serio, medio en broma— que hoy sólo trabaja el que no vale para otra cosa.

<sup>20</sup> Cf. H. LOTTMAN, *Los Rothschild. Historia de una dinastía*, Barcelona 1996.

<sup>21</sup> R. PANIZZA, *La especulación*, Barcelona 1989, 36.

<sup>22</sup> A. de SALINS, y F. VILLEROY DE GALHAU, *Las modernas actividades financieras a la luz de las exigencias éticas del cristianismo*, Madrid 1994, 67-70.

<sup>23</sup> Cf. S. STRANGE, *Casino Capitalism*, Oxford 1986.

Ya en 1838, cuando la Bolsa de Madrid sólo llevaba siete años funcionando, Ramón Mesonero Romanos escribió en sus famosas *Escenas matritenses* que el comercio y la industria quedan «para gente apocada de suyo y que carecen de la inteligencia y el valor necesario para lo que en el lenguaje técnico llamamos *meterse en la Bolsa*; y, a la verdad, ¿cómo la perspectiva de un mezquino interés de 10 a 12 por 100 al año podría lisonjear al atrevido especulador que lanzándose en el juego público sueña en el mismo espacio de tiempo cuadruplicar su capital? (...) Cada día —dice— servían de objeto a la conversación general las inmensas fortunas realizadas en breves horas por especuladores atrevidos»<sup>24</sup>.

El frenesí especulador ha llevado a *desvirtuar los fines de la economía*. En un pasaje famoso, Aristóteles distinguió entre la «actividad económica» (que busca satisfacer las necesidades humanas) y la «actividad crematística» (que busca ganar dinero). Confundiendo ambas actividades, muchos creen que el fin de la economía es incrementar el dinero hasta el infinito, cuando, en realidad, ese fin pertenece a la crematística<sup>25</sup>. Dicha distinción entre economía y crematística entró en la tradición cristiana por mediación de Santo Tomás<sup>26</sup>.

La confusión entre economía y crematística tiene un *efecto corruptor*, porque acaba imponiendo su ley que no es otra que la del enriquecimiento a cualquier precio. Aparece «un nuevo modelo social: el del avisado hombre de negocios que, a través de operaciones sorprendentes debidas a su ingenio y a su falta de escrúpulos, consigue ascender con rapidez inusitada al Olimpo económico. La mítica ética emprendedora del capitalismo se ve sustituida por la amoralidad del pícaro»<sup>27</sup>.

Además, como los mejores «pelotazos» no son los que se consiguen por un golpe de suerte, sino por disponer de informaciones privilegiadas, conseguidas casi siempre a través de relaciones remuneradas con el poder político, la especulación a gran escala suele ir unida a una expansión paralela de la corrupción política, convirtiéndose así en un peligrosísimo agente corrosivo para la democracia. Juan Pablo II relacionó ambos fenómenos en su encíclica *Centesimus annus*: «La corrupción de los poderes

<sup>24</sup> R. MESONERO ROMANOS, *Escenas matritenses*, Madrid 1945, 486 y 489.

<sup>25</sup> ARISTÓTELES, *Política*, lib. 1, cap. 3 (*Obras*, Madrid 1977, 1418-1422).

<sup>26</sup> TOMÁS DE AQUINO, *Summa Theologica*, 2-2, q.77, a.4 (*Suma de Teología*, t.3, Madrid 1990, 599).

<sup>27</sup> J. Á. MORENO, *La especulación, fase superior del capitalismo: Acontecimiento 31* (1994) 9.

públicos y la proliferación de fuentes impropias de enriquecimiento y de beneficios fáciles, basados en actividades ilegales o puramente especulativas, es uno de los obstáculos principales para el desarrollo y para el orden económico»<sup>28</sup>.

## LUCHA CONTRA LA ESPECULACIÓN

### AUTOCONTROL ÉTICO

Todos los medicamentos llevan unas instrucciones donde se señala la posología adecuada: tomándolos en dosis pequeñas son beneficiosos para el organismo, pero cuando se sobrepasa la dosis empiezan a ser peligrosos. Acabamos de ver que eso mismo ocurre con la especulación. También hemos visto que actualmente se han superado con mucho esas dosis beneficiosas. De aquí se deduce la obligación ética de abstenerse de cualquier actividad especulativa que, lejos de explotar las variaciones espontáneas de precios, las provoca en beneficio propio.

La tradición de la Iglesia condenó siempre con dureza ese tipo de especulación. El franciscano británico Juan Duns Scoto (1266-1308), por ejemplo, escribió: «Son comerciantes vituperables aquellos que no transportan las mercancías, ni las conservan, ni las mejoran con su trabajo, sino que compran ahora una cosa para venderla inmediatamente; éstos tales deben ser exterminados de la república y desterrados; son llamados en lengua gala “regrattiers” (revendedores), porque impiden el contacto directo de los que quieren comprar o cambiar económicamente y, en consecuencia, hacen que cualquier cosa venal o usual resulte más cara de lo debido para el que compra y más barata de lo debido para el que vende, perjudicando así a ambas partes»<sup>29</sup>.

El dominico sevillano Tomás de Mercado († 1575), en la famosa *Suma de Tratos y Contratos*, escribió: «Hay algunas personas que, o en compañía o fuera della, ganan de comer con gran peligro de su conciencia, e infamia de sus personas». Se trata de aquellos que acaparan los más diversos bienes, «y como los otros tienen necesidad dello, constriñenles a dar

<sup>28</sup> JUAN PABLO II, *Centesimus annus*, 48 a (*Once grandes mensajes*, 796).

<sup>29</sup> J. DUNS SCOTO, *In 4 Sententiarum*, disp.15, q.2 (*Opera omnia*, t.18, ed. Vivès, Paris 1893, 317).

cuanto piden, y ellos piden con gran licencia sabiendo que no se ha de hallar en otra parte, o muy poco»<sup>30</sup>.

Más cerca de nosotros, Pío XI escribió en 1931: «Las fáciles ganancias que un mercado desamparado de toda ley ofrece a cualquiera, incitan a muchísimos al cambio y tráfico de mercancías, los cuales, sin otra mira que lograr pronto las mayores ganancias con el menor esfuerzo, en una especulación desenfadada, tan pronto suben como bajan, según su capricho y codicia, los precios de las mercancías, desconcertando las prudentes previsiones de los fabricantes»<sup>31</sup>.

Con una fórmula sumamente escueta, el Catecismo de la Iglesia Católica califica como moralmente ilícita «la especulación mediante la cual se pretende hacer variar artificialmente la valoración de los bienes»<sup>32</sup>.

#### MEDIDAS LEGALES

George Soros es un importante financiero de Wall Street que en septiembre de 1992 se hizo mundialmente famoso cuando provocó la quiebra del Banco de Inglaterra con sus movimientos especulativos y obligó a que la libra esterlina saliera del Sistema Monetario Europeo. Se dice que Soros ganó en una sola noche dos mil millones de dólares como consecuencia de aquella operación. Algún tiempo después declaraba: «Era consciente de que en algunas circunstancias las consecuencias [de mis acciones] podían ser perjudiciales, pero me sentía justificado al ignorarlas por entender que jugaba de acuerdo con las reglas. (...) Por otra parte, me daba cuenta de que mis escrúpulos morales no representarían ninguna diferencia para el mundo real. (...) Si me abstendía, otro ocuparía mi lugar. Al decidir qué acciones o monedas comprar o vender, me guiaba por una única consideración: maximizar los beneficios sopesando los ries-

<sup>30</sup> T. DE MERCADO, *Suma de tratos y contratos*, n.º 360 (Madrid 1975, 269).

<sup>31</sup> Pío XI, *Quadragesimo anno*, 132 (ed. cit., p.111).

<sup>32</sup> *Catecismo de la Iglesia Católica*, n.º 2.409 (Madrid, p.526). En el párrafo anterior condena —también bajo el nombre de «especulación»— el hecho de «elear los precios especulando con la ignorancia o la necesidad ajenas». Sin embargo, no parece que en este caso se emplee la palabra «especulación» con demasiado rigor. Creemos que lleva razón Carlos Moreda cuando escribe: «Nos parece que esta formulación no está suficientemente matizada; se aclararía mejor la idea que se quiere expresar si el verbo especular fuera sustituido por maniobrar, abusar o aprovecharse» [C. MOREDA DE LECEA, *La speculazione nel nuovo catechismo*: La Società 5 (1995) 534-535].

gos frente a las recompensas. (...) Cuando vendí baratas libras esterlinas en 1992, el Banco de Inglaterra estaba al otro lado de mis transacciones y yo sacaba dinero de los bolsillos de los contribuyentes británicos. Pero si hubiera intentado tener en cuenta las consecuencias sociales (...) mis posibilidades de tener éxito se habrían reducido. Afortunadamente no necesité preocuparme por las consecuencias sociales porque habrían ocurrido en cualquier caso: los mercados financieros tienen un número suficientemente amplio de actores por lo que ningún actor por sí solo puede tener un efecto apreciable sobre el resultado. Incorporar mi conciencia social al proceso de toma de decisiones no marcaría diferencia alguna en el mundo real. Gran Bretaña habría devaluado de todos modos. Si yo no fuera decidido en la búsqueda del beneficio, sólo se verían afectados mis resultados»<sup>33</sup>.

Ese cinismo brutal tiene al menos la ventaja de mostrarnos con claridad la insuficiencia del autocontrol ético para luchar contra la especulación y, por tanto, la necesidad de establecer medidas legales para controlarla.

Como las operaciones especulativas suelen financiarse mediante créditos, algunos sostienen que las entidades financieras deberían negar a los especuladores los préstamos que soliciten. Sin embargo, la banca no siempre puede conocer con precisión el uso que sus clientes harán de los préstamos. Y si procediera a una elevación general de los tipos, es fácil que dificultara más los créditos a la producción —con el consiguiente daño para la economía general del país— que los créditos a la especulación, porque los elevados beneficios de estas últimas operaciones permitirían hacer frente a intereses más altos.

Mejores resultados darían las medidas encaminadas a confiscar los beneficios especulativos, para que reviertan a la sociedad las plusvalías obtenidas con tan poco esfuerzo. Merece la pena citar la propuesta que hizo el premio Nobel de Economía James Tobin<sup>34</sup>, apoyada después por el Programa de las Naciones Unidas para el Desarrollo (PNUD)<sup>35</sup>, de gravar las transacciones de divisas con un impuesto internacionalmente uniforme, por ejemplo del 0,5 por 100. Las cantidades recaudadas podrían ponerse al servicio del desarrollo de los países empobrecidos y ser con-

<sup>33</sup> G. SOROS, *La crisis del capitalismo global*, Madrid 1999, 228.

<sup>34</sup> J. TOBIN, *Grávense los especuladores*: Papeles de Economía Española 54 (1993) 309.

<sup>35</sup> PNUD, *Informe Desarrollo Humano 1994*, México 1994, 6.

troladas y administradas por organismos internacionales de la ONU. Dado que el monto total de las operaciones realizadas a diario en el mercado mundial cambiario sobrepasa el billón y medio de dólares, podrían recaudarse cerca de 3.000 millones de dólares al año. Para el funcionamiento eficaz de esta medida debería aplicarse a escala mundial y con el mismo porcentaje en todos los mercados, si se quiere evitar que las transacciones se refugien en aquellos países donde no existiera el impuesto o bien fuera más bajo. Esto, lógicamente, dificulta su implantación.

En muchos países existen ya fuertes gravámenes sobre las plusvalías obtenidas mediante la compra-venta de terrenos. La Constitución española, por ejemplo, proclama que «todos los españoles tienen derecho a disfrutar de una vivienda digna y adecuada», y añade que los poderes públicos regularán «la utilización del suelo de acuerdo con el interés general para impedir la especulación» (ése fue el objetivo de la reforma de la Ley del Suelo promulgada en julio de 1990). También establece que «la comunidad participará en las plusvalías que genere la acción urbanística de los poderes públicos»<sup>36</sup>.

Igualmente es necesario tomar medidas contra el *insider trading*. La Ley de Reforma del Mercado de Valores, que entró en vigor en agosto de 1988, prohíbe el uso de información privilegiada: «Quienes dispongan de alguna información privilegiada —dice el artículo 81— deberán abstenerse de realizar, directa o indirectamente, cualquier tipo de operación en el mercado sobre los valores a los que la misma se refiere. Igualmente se abstendrán de comunicar dicha información a terceros o de recomendar la adquisición o cesión de los valores citados». Y el artículo 102 faculta a la CNMV (Comisión Nacional del Mercado de Valores) para imponer multas a los infractores de la ley que pueden llegar al quíntuplo de los beneficios obtenidos.

En EE.UU., los ordenadores de la SEC (*Securities & Exchange Commission*; el equivalente a nuestra CNMV) controlan más de medio millón de personas, entre *insiders* y sus familiares, amigos, bancos, clubes...; pero muchas veces no es posible demostrar que usaron información privilegiada. Las personas investigadas suelen alegar que obtuvieron sus informaciones a través de observaciones, rumores y datos que estaban al alcance de cualquier experto. Todavía es más difícil demostrar el uso de información privilegiada cuando ésta no ha servido para llevar a cabo

<sup>36</sup> Constitución Española, art. 47 (Madrid 1979, 39).

una operación, sino para abandonar un proyecto que habría resultado perjudicial para el *insider*. En estos casos, como todo ocurre en el campo de las intenciones, no quedan pruebas.

#### ESPECULADORES ACTIVOS Y PASIVOS

Queda un último problema por tratar: el de aquellos que especulan «sin querer». Pensemos, por ejemplo, en la persona que vende un solar al precio de mercado y descubre feliz que le han pagado el doble o el triple de lo que le costó hace tan sólo un par de años. Él no lo compró con la intención de especular, pero de hecho, gracias a la elevación de precios que provocaron los especuladores, también aumentó desmesuradamente el precio de su solar.

Desde el punto de vista ético, para valorar un acto humano tiene una importancia decisiva la intención. Aquí no hubo intención de especular y, sin embargo, el resultado económico de esa acción es idéntico al de una compraventa especulativa: ha obtenido una ganancia desproporcionada y ha contribuido a encarecer injustamente un bien necesario.

Muchos moralistas consideran que en un caso semejante, si los poderes públicos no han tomado medidas para que reviertan a la comunidad esas plusvalías, el propietario puede vender legítimamente su terreno al precio de mercado<sup>37</sup>. En cambio, la Comisión Social del Episcopado Francés considera que el precio justo del suelo es aquel que, al precio de adquisición anterior, añade la compensación del proceso inflacionario y los diversos gastos que hayan tenido lugar (mejoras hechas por el propietario, indemnizaciones justas a eventuales usuarios, honorarios de quienes se encargan de la transacción, etc.). «Más allá de este precio comienza la plusvalía abusiva y la especulación»<sup>38</sup>. ¿Qué hacer entonces? ¿Vender por debajo de los precios de mercado? No parece una decisión acertada, puesto que así se ofrecería a quien lo comprara la oportunidad de revenderlo inmediatamente al precio del mercado apropiándose de la ganancia que rechazó el primitivo propietario. La solución éticamente más perfecta estaría en venderlo a precio de mercado y después dar una utilidad social a la plusvalía obtenida.

<sup>37</sup> Cf., por ejemplo, J. GOROSQUIETA, *Ética de la empresa*, Bilbao 1996, 129.

<sup>38</sup> COMISIÓN SOCIAL DEL EPISCOPADO FRANCÉS, *La especulación del suelo*: Sal Terrae 62 (1974) 664.

Los obispos franceses consideran que esa conducta debe seguirse, sobre todo, con los bienes eclesiásticos: «Los cristianos tienen que interrogarse sobre la manera de administrar los bienes pertenecientes a organizaciones católicas (movimientos, instituciones educativas, comunidades religiosas, asociaciones parroquiales y diocesanas, etc.). Estos bienes provienen de una compra, o de unos fondos (donación o legado). Cualquiera que sea su origen, hay que afrontar la cuestión del traspaso de estos bienes coherente con un fin apostólico»<sup>39</sup>.

---

<sup>39</sup> COMISIÓN SOCIAL DEL EPISCOPADO FRANCÉS, *doc. cit.*, p.668.

