

LÍMITES A LA INTERVENCIÓN DEL ESTADO EN MERCADOS FINANCIEROS: DISCUSIÓN ENTRE LA REGULACIÓN O LA DESREGULACIÓN

LIMITATIONS TO STATE INTERVENTION IN FINANCIAL MARKETS: DISCUSSION BET- WEEN THE REGULATION AND THE DEREGU- LATION

*PARRA RODRÍGUEZ, Ángela María*⁶⁹

Recibido: 31 de octubre de 2014

Aceptado para publicación: 4 de diciembre de 2014

Tipo: reflexión

RESUMEN

En la actualidad resulta menester asignarle la mayor importancia al rol que desempeña el mercado financiero en la estabilidad macroeconómica de un Estado, dado que se encuentra ligado estrechamente con el desarrollo y crecimiento de una economía. Particularmente la atención se centra en los mercados financieros en épocas de crisis económicas, en las que se exige a los gobiernos, por regla general, efectuar frente a ellos la máxima regulación posible, ausentándose del escenario la discusión frente a la necesidad de la intervención del Estado. No obstante, en ciclos de normalidad el papel que debe desempeñar el Estado es debatido y se discute la pertinencia de la regulación por oposición a la desregulación.

⁶⁹ Abogada con grado *Summa Cum Laude* al mérito académico y Tesis Laureada, egresada de la Facultad de Derecho de la Universidad Pedagógica y Tecnológica de Colombia. Especialista en Derecho Comercial de la Universidad Externado de Colombia. Magíster (c) en Derecho Internacional de los Negocios de la Universidad Externado de Colombia. Es consultora y asesora de entidades del sector público y sociedades comerciales en materia de derecho comercial y régimen de contratación. Abogada Litigante. Email: aparra@jdc.edu.co

Se considera que la diferencia debe ser zanjada en situaciones de normalidad ratificando la necesaria intervención del Estado en los mercados financieros, con un claro objetivo: evitar que se presenten situaciones de crisis sistémicas. Luego, lo que se cree debe ser objeto de discusión son los límites, medios y alcances de tal intervención, y la cuestión de si esta debe ser *ex ante* o *ex post*. Pero también resulta interesante la discusión frente a si dicha intervención solo debe tener como criterio lograr la eficiencia del mercado, o si por el contrario también podría perseguir otros objetivos como la obtención de mayor bienestar para los ciudadanos. Esta será la tesis que se intentará desarrollar en las líneas siguientes, abordando como orden metodológico para ello (i) el estudio del origen de la intervención del Estado desde el punto de vista de la economía política y su alcance, (ii) la utilidad de la regulación o desregulación del mercado financiero (iii) a manera de propuesta el alcance, medios y objetivos de la intervención del Estado.

PALABRAS CLAVE

Economía política, estabilidad macroeconómica, intervención del Estado, mercados financieros, regulación.

ABSTRACT

Nowadays it is necessary to assign great importance to the role played by the financial market in the macroeconomic stability of a state, since it is closely linked with the development and growth of an economy. In particular, the focus is on the financial markets in times of economic crisis, in which governments are required, as a rule, to perform in front of them the maximum possible regulation, absenting from the stage the discussion against the need for state intervention. However in normal cycles, the role to play by the state is discussed, also the relevance of the regulation as opposed to deregulation.

The difference is considered to be settled in normal situations ratifying the necessary intervention in the financial markets, with a clear objective: to avoid systemic crises. Then what is believed to be discussed are the limits,

means and scope of such intervention, and whether it should be ex ante or ex post. However, is also of interest the discussion against if such intervention should only take as a criterion to achieve market efficiency, or on the contrary could also pursue other objectives such as obtaining more welfare for citizens. This will be the thesis that seeks to develop in the following lines by addressing as a methodological order for it, (i) the study of the origin of state intervention from the political economy point of view and its scope, (ii) the utility of regulation or deregulation of the financial market (iii) As a proposal, the scope, means and goals of intervention of the state.

KEYWORDS

Financial markets, macroeconomic stability, political economy, State intervention, regulation.

NECESIDAD DE LA INTERVENCIÓN DEL ESTADO

Cuando se cuestiona si el Estado debe regular o no el mercado, la cuestión que subyace es por qué la necesidad de tal intervención. En cuanto a esto se ha dicho desde la economía política, que el origen de la intervención son las fallas del mercado, las que para López (2008) son aquellas situaciones en las que el interés general no se logra con la agregación del interés individual de productores y consumidores. Son fallas de mercado: 1) las externalidades, 2) el monopolio natural y 3) los bienes públicos, pues en estas circunstancias “la mano invisible que guía el interés individual de los agentes hacia el interés colectivo es un fracaso” (López, 2008, p. 3).

Luego la intervención del Estado se hace necesaria para corregir las enumeradas fallas del mercado, lo que ha sido expuesto a partir de varias teorías “cuya principal diferencia consiste en el papel y las características que atribuyen al Estado, así como en los objetivos que la intervención pública debe alcanzar” (López, 2008, p. 4). Se estudiarán por considerarlo de mayor pertinencia los planteamientos efectuados desde la teoría neoclásica y la teoría neoinstitucional.

Desde el teorema del bienestar formulado por la teoría neoclásica se acepta la intervención del Estado ante la existencia de una falla de mercado. Según López (2008) se parte de la base de una condición de “competencia perfecta en el mercado”, dada la existencia de un equilibrio perfecto entre la oferta y la demanda de bienes y servicios, gracias a la cual y a la racionalidad perfecta de los individuos las preferencias de todos los agentes se satisfacen plenamente y el interés individual conduce al bienestar colectivo, es decir, existe un equilibrio óptimo, llamado equilibrio de Pareto, “donde un alto número de productores y de consumidores elimina toda influencia sobre los precios, los cuales se establecen al nivel del costo marginal que es igual al costo medio” (López, 2008, p. 4). No obstante, pueden existir ocasiones en que la condición de “competencia perfecta del mercado” no lleva al logro del interés colectivo, es decir, se genera el rompimiento del equilibrio entre oferta y demanda, caso en el cual se presenta una falla de mercado, siendo necesaria únicamente en estos casos la intervención del Estado para crear las condiciones de competencia perfecta del mercado, a fin de alcanzar el bienestar colectivo. De lo que emerge, que el objetivo de la intervención del Estado no es crear un mercado real sino un mercado ideal.

Se denota desde este modelo que se aboga por la “desregulación del mercado”, dado que él mismo se autorregula, a través de la negociación de los precios y las cantidades por parte de los agentes hasta llegar a un punto de equilibrio, negociación que debe ser completamente libre y sin limitación alguna, y en la que no existen costos de transacción. Y solo en la medida en que exista una falla de mercado será necesaria la intervención del Estado, buscando la eficiencia de Pareto.

Por su parte, para la Nueva Economía Institucional (NEI) no son nulos los costos de transacción en que incurren productores y consumidores para alcanzar el equilibrio en el mercado, pues si fueran nulos no existirían fallas de mercado y, por tanto, adoptar o aplicar una reglamentación no tendría costo alguno, lo que es un error analítico. Desde esta teoría los agentes negociarán hasta que el nivel de costos se los permita, pero si los costos de transacción son diferentes de cero habrán fallas de mercado, y en este caso la intervención pública es necesaria. Estos costos pueden ser *ex ante* o *ex post* con respecto a las transacciones o intercambios (Coase, 1937, citado en

López, 2008). Así, el Estado debe intervenir como un regulador del mercado “proponiendo un marco reglamentario gracias al cual las consecuencias de las fallas del mercado serán mínimas o inferiores a las consecuencias de no intervenir” (López, 2008, p.10), cuyo respeto se encuentra en capacidad de garantizar gracias a su marco institucional.

No obstante, la intervención pública no es obligatoria ante todas las fallas de mercado, esta “se decide por un criterio de eficiencia transaccional, midiendo los efectos de la intervención en términos de costos de producción y de transacción, y los costos de llevar a cabo la reforma, de implementar una regla o de cualquier otro tipo de intervención” (Williamson, 1975, citado en López, 2008). En criterio de López (2008) para esta teoría existen varias alternativas a fin de remediar las fallas del mercado, una de ellas no intervenir cuando el costo es mayor que el beneficio, también la intervención pública solo es deseable cuando los agentes no puedan corregir las fallas del mercado. Entonces, el principio es que las formas de intervención existentes se presumen eficaces, y la condición es que la intervención pública se justifica solo cuando reporta ganancias netas. Es decir, que pueden subsistir formas ineficaces, pues no se pretende la construcción de un mercado ideal.

Se debe entonces leer que desde el punto de vista de la Nueva Economía Institucional (NEI), el logro del punto de equilibrio en las negociaciones entre agentes del mercado, implica siempre elevados costos de transacción, estando el Estado llamado a intervenir a fin de minimizar dichos costos, en virtud de lo cual se le sitúa como agente regulador del mercado, siempre tomando en cuenta para efectuar dicha intervención, ya no un criterio de eficiencia en el sentido del óptimo de Pareto, sino un criterio de eficiencia transaccional.

ARGUMENTOS A FAVOR DE LA REGULACIÓN O DESREGULACIÓN DEL MERCADO FINANCIERO

El mercado financiero como lo sostiene Stiglitz (1998) es esencial para el desarrollo, de hecho su adecuado funcionamiento puede conducir a un mayor crecimiento y reducir la probabilidad y la gravedad de las crisis. No

obstante, la cuestión central para elaborar la tesis frente a la regulación o desregulación del mismo, resulta de la pregunta si este mercado es por sí mismo eficiente.

Para quienes abogan por la desregulación del mercado financiero, resulta fundamental el modelo neoclásico basado en un criterio de eficiencia de óptimo de Pareto, por lo cual indican que los mercados financieros son eficientes por sí mismos y necesitan ser plenamente liberalizados de la interferencia de los gobiernos, pues estos se “autorregulan” y alcanzan su equilibrio a partir de la demanda de fondos y la oferta de fondos por los agentes en el mercado, producto de lo cual se obtiene la tasa de interés de equilibrio. La demanda de inversión, depende solo del costo de capital (la tasa de interés) y el producto marginal del capital, cuando la tasa de interés baja, la inversión se eleva, Stiglitz (1998). Luego en condiciones de normalidad, la intervención del Estado solo conduciría a generar distorsiones de mercado no deseables, siendo su único papel intervenir para corregir profundas fallas del mercado.

Por otro lado, quienes propugnan por la intervención del Estado en los mercados financieros a través de la regulación, manifiestan que tales no pueden ser considerados por sí mismos eficientes, en el sentido del óptimo de Pareto, con lo que manifiestan no se encuentran en capacidad de “autorregularse”, esto básicamente al ser mercados incompletos cuyas transacciones implican riesgos futuros e incertidumbre para los agentes dada la inexistencia de información completa. Así, se considera la intervención gubernamental como necesaria, pues “no solo dará como resultado la mejor y asignación más estable de capital nacional, sino también ayudará a los países a gestionar los flujos de capital internacional” (Stiglitz, 1998, p.15), por lo que puede hacer que todas las personas estén mejor. Por ejemplo, se ha dicho que restricciones financieras como controles de las tasas de depósito y limitaciones sobre la competencia en el sector financiero, pueden ser beneficiosas para el crecimiento (Murdock & Stiglitz, 1993, citado en Stiglitz, 1998). Concluyendo que los gobiernos desempeñan un papel importante en todos los más exitosos mercados financieros, lo que puede ayudar a mejorar su rendimiento (Stiglitz, 1998, p. 2).

Las anteriores tesis expuestas deprecian un sucinto análisis. Históricamente

se encuentra demostrado que los mercados financieros no son eficientes por sí mismos, y que la desregulación de estos ha conducido a profundas crisis económicas, por lo que retomando los argumentos expuestos por Blanco (2013) se piensa la discusión respecto a si el Estado debe intervenir en el mercado financiero, necesariamente debe ser saldada a favor y, por tanto, omitido cualquier debate en cuanto a la desregulación se trata. De manera que partiendo de la base de la necesidad de la intervención del Estado, se impone entonces establecer cuáles son los límites, medios y alcances de la misma y, según lo hasta aquí expuesto, la vía de la regulación pareciere ser la mejor alternativa. Empero debe tomarse en cuenta que el mercado debe seguir teniendo un papel central en la asignación y la supervisión del capital, y que la excesiva restricción financiera puede ser perjudicial para la economía (Stiglitz, 1998, p. 2).

ALCANCE, MEDIOS Y OBJETIVOS DE LA INTERVENCIÓN DEL ESTADO: ENTRE LA REGLAMENTACIÓN Y LA REGULACIÓN

Establecida la necesidad de la intervención del Estado en el mercado financiero en situación de normalidad, resulta idóneo fijar entonces sus límites, y con ello salta la primera arista: ¿cuál debe ser el medio o forma empleada para la intervención? Para nuestra propuesta es necesario señalar la diferencia que existe entre dos formas de intervención del Estado: la reglamentación y la regulación. Para Gerscovich (2013) reglamentar es disponer cómo pueden ser ejercidos los derechos reconocidos en las leyes, en el caso del mercado financiero se refiere a la fijación o modificación de las condiciones en que los agentes son autorizados para actuar u operar en tal mercado, y de mediar insuficiencias o irregularidades a dichas exigencias disponer las medidas de adecuación o exclusión de los sujetos del sistema. En tanto para el mismo autor la regulación se refiere a la intervención que suele hacer el Estado cuando actúa en el mercado dirigiéndolo, orientándolo, o a veces como un operador más, como podría ser cuando interviene en la materia cambiaria, comprando o vendiendo moneda extranjera con fines de estabilización de su precio o fijando los límites de las tasas de interés en ciertas operaciones bancarias.

Con fundamento en lo anterior, se cree que el Estado no puede dejar de in-

tervenir, pero esa intervención a la luz de la NEI, debe ser institucional no Keynesiana (orientada a brindar acompañamiento permanente al mercado actuando como un agente a través de supervisores), es decir, que en estados de normalidad el Estado está llamado a reglamentar el mercado financiero, en palabras de Blanco (2013) como una actividad de prevención y una intervención ex - ante, reglamentación que debe estar formulada sobre la base de la detección y control del riesgo que implica el mismo. Siempre tomando en cuenta el objetivo diferente que debe perseguir la reglamentación de la actividad de las entidades financieras bancarias y las no bancarias, pues en el primer caso se pretende evitar principalmente el riesgo sistémico, es decir, evitar crisis financieras, en el segundo caso se direcciona a la protección de los inversores, la protección y la eficiencia de los mercados (Allen & Herring, 1998, p. 4).

Luego la regulación solo sería admisible ante profundas fallas del mercado financiero. Lo anterior siempre, retomando la NEI, bajo un criterio de eficiencia transaccional, es decir, solo se regulará cuando se generen costos de transacción mayores a cero, pero siempre que exista una ganancia neta y los agentes no puedan corregir por sí mismos las fallas del mercado. Esto pues de lo contrario se sustituiría a los agentes en su rol natural en el mercado financiero en la asignación y la supervisión del capital, “asfixiando” la economía de un Estado.

Sin embargo, debe tenerse claro que si bien en condiciones de normalidad el objetivo preeminente de la reglamentación y la regulación es lograr la eficiencia del mercado financiero, y con ello la generación de riqueza, de llegar a existir condiciones de pobreza e ineficiente distribución de la riqueza, tendrán que considerarse a la par principios de solidaridad, equidad y justicia, a fin de obtener mayor bienestar para los ciudadanos (Blanco, 2013).

CONCLUSIÓN

En situación de normalidad del mercado financiero resulta imperativa la intervención del Estado. La intervención debe darse desde dos campos. El primero de ellos a través de la reglamentación, como una actividad de prevención y una intervención ex – ante, la que debe estar formulada sobre la base de la detección y control del riesgo. El segundo, pero como excepción, a través de la regulación solo cuando se presenten profundas fallas de mercado, y siempre que con arreglo al criterio de eficiencia transaccional el beneficio que se obtenga sea mayor al costo y los agentes del mercado no hubiesen podido por sí mismos corregir las fallas. Predicar la regulación permanente y ante todas las hipótesis del mercado financiero por parte del Estado llevaría a desestructurar el sistema.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Allen, F. & Herring, R. (1998). *Banking Regulation versus Securities Market Regulation*. The Wharton Scholl University of Pensnsylvania. [En línea]. Recuperado de <http://finance.wharton.upenn.edu/~allenf/download/Vita/0129.pdf>
- Blanco, C. (2013). *Aspectos disciplinares en la formación de las normas económicas. Serie de Derecho Económico II: La Regulación Económica*, 13-43. Bogotá: Universidad Externado de Colombia.
- Blanco, C. (2008). Impacto de la Regulación en el Comportamiento de la Oferta Pública de Valores en Colombia. *Revista Contexto*, N. 26, 9-41.
- Blanco, C. (2009). Los segundos mercados como instrumento de desarrollo de las pequeñas y medianas empresas en Colombia. *Revista Contexto*, N. 28, 77-102.
- Gerscovich, C. (s.f.) Regulación, desregulación y re-regulación financiera. *Revista pensar en derecho*. Recuperado de <http://www.derecho.uba.ar/publicaciones/pensar-en-derecho/revistas/2/regulacion-desregulacion-y-re-regulacion-financiera.pdf>

López, É. (2008). Un criterio de eficiencia para la Concepción y Evaluación de las Políticas Públicas. *Revista de Economía Institucional*, 10 (18), 149-178.

Stiglitz, J. (1998). *“The Role of Financial System in Development”*. Presentation on the Fourth Annual Conference in Development in Latin America and the Caribbean. San Salvador. Recuperado de http://www.kleinteiligeloesungen.de/globalisierte_finanzmaerkte/texte_abc/s/stiglitz_financial_system_in_development.pdf

