

LA DIMENSIÓN ÉTICA DE LA CRISIS FINANCIERA

Antonio Argandoña *

Resumen

¿Pudo la ética haber evitado la crisis financiera? Por sí sola, probablemente no. ¿Pudo haberla hecho menos probable? Sí. ¿Y menos violenta? Probablemente sí. ¿Puede facilitar la salida de la recesión? Probablemente no, porque muchas entidades no la practican, ni tienen la cultura necesaria para practicarla, y la cultura ética no puede improvisarse. ¿Pudo ayudar a las entidades concretas a no caer en la crisis? Sí, aunque no en todos los casos, porque, como ya señalamos, no estaban protegidas de los cambios en el entorno (restricción de liquidez, aumento de la morosidad, reacciones de pánico de los inversores, etc.). ¿Son mejores directivos los que actúan con ética? Sí. ¿Es fácil comportarse de este modo? No, no lo es, porque no es esa la visión que predomina entre las instituciones financieras, y porque actuar contra las conductas de rebaño de los inversores, de los competidores, de los analistas, de los medios de comunicación y aun de los reguladores –y, por supuesto, de los accionistas– puede exigir una gran fortaleza de ánimo. Por todas esas razones, nos parece que la crisis y sus consecuencias habrían sido distintas si un número elevado de agentes hubiese actuado con esa responsabilidad ética. Otra cosa es que este supuesto sea realista, vista la historia de las finanzas.

Abstract

Could ethics have avoided the financial crisis? By themselves, probably not. Could they have made it less probable? Yes. And less fierce? Probably. Can they facilitate our exit from the recession? Probably not, because many entities do not put them into practice, nor do they have the necessary culture to do so, and ethical culture cannot be improvised. Could they have helped specific entities avoid falling into the clutches of the crisis? Yes, although not in all cases because, as we said earlier, they were not protected from changes in the context (restriction of liquidity, increase in non-performing assets, panic reactions among investors, etc.). Are executives who act ethically better? Yes. Is it easy to act this way? Not, it is not, because that is not the prevalent vision among financial institutions, and because acting against the herding instinct of investors, competitors, analysts, the media and even the regulators –and, of course, shareholders– can require great strength of character. For all these reasons, it appears that the crisis and its consequences would have been different if a high number of agents had acted with this ethical responsibility. Whether or not this assumption is realistic, given the history of finance, is another matter entirely

1. Introducción

Desde mediados de 2007 la economía internacional está inmersa en una gran crisis financiera, que ha desembocado en una recesión de grandes proporciones¹. Como todo fenómeno económico complejo, la crisis tiene causas económicas, pero también psicológicas, sociales, políticas y éticas, que son complementarias. Este artículo se propone reflexionar sobre las causas éticas de la crisis, intentando entender, primero, si estamos ante una crisis no sólo económica, política, psicológica y social, sino también ética; segundo, qué añade la interpretación ética a las demás explicaciones de la crisis, y tercero, si se hubiese podido evitar la crisis si los distintos protagonistas hubiesen actuado de una manera ética.

* Universidad de Navarra.

¹ Una crisis financiera es una situación en la que se producen graves alteraciones en el valor de los activos de las instituciones financieras, en su acceso a la financiación o en la confianza de sus clientes, hasta el punto de que la sostenibilidad del sistema financiero está en peligro. Una recesión es una situación de caída de variables como el producto, el consumo, la inversión, el empleo y las expectativas, como parte de un ciclo económico convencional. Una crisis financiera suele acabar en una recesión, pero esta última tiene lugar a menudo sin la primera. *Cfr.* Abberger y Nierhaus (2008), Claessens *et al.* (2008), Mendoza y Terrones (2008) y Pastor (2008).

Esta crisis no es “distinta”, sino que responde al patrón tradicional de las crisis financieras, iniciada, en este caso, como en otros muchos, a partir de una burbuja especulativa². Tampoco la dimensión ética es novedosa: todas las crisis anteriores han incluido comportamientos de codicia, engaño, imprudencia, arrogancia, conflictos de intereses, fraude, incentivos perversos y otros muchos.³

La tesis de este artículo es que nos encontramos ante una crisis ética, que se manifiesta en una crisis de dirección (*management*): fallaron las conductas de las personas que estaban al frente de organizaciones tan variadas como bancos, *hedge funds*, *monolines*, agencias de *rating*, organismos supervisores, bancos centrales, gobiernos y universidades. Y fallaron esas conductas porque lo hicieron los modelos teóricos y prácticos en que se inspiraban, y estos fallaron porque sus fundamentos antropológicos y éticos eran incorrectos. Es decir, modelos contruidos a partir de supuestos incompletos o erróneos llevaron a planteamientos equivocados de gestión, en los sistemas de incentivos, de control y de información, en los sistemas contables, en la selección, formación y remuneración del capital humano y en la cultura misma de las organizaciones⁴. Y de esos planteamientos equivocados sólo cabía esperar la proliferación de conductas desacertadas: de algún modo, los fallos que llevaron a la crisis y la hicieron tan profunda, grave y duradera, antes que errores éticos, fueron fallos de dirección.

La siguiente sección de este artículo analiza un repertorio de conductas moralmente incorrectas o dudosas que se han producido en la crisis reciente. Al intentar explicar qué añaden esas actuaciones a las explicaciones económicas, enlazamos esas conductas con algunas ideas fundamentales de la dirección de organizaciones, que remiten a la dimensión ética de la dirección. La última parte trata de contestar a la pregunta sobre si un comportamiento ético hubiese podido evitar o, al menos, atenuar los efectos de la crisis, con especial énfasis en la pérdida de confianza experimentada en ella. El artículo acaba con las conclusiones.

2. La crisis y las conductas inmorales⁵

Ésta es, se ha afirmado con frecuencia, una crisis causada por la codicia, entendida no como la simple búsqueda de beneficios, sino como la perversión del legítimo derecho al lucro. Y es verdad, pero la humanidad sufre este vicio desde hace siglos. Y ya lo sabía: por ello se diseñaron mecanismos de control (leyes y regulaciones) para evitar no la codicia⁶, sino que ésta degenerase en fraudes y corrupción, al menos en un grado alarmante.

² Gross (2007), Hoffman *et al.* (2007) y Kindleberger (1978).

³ La denuncia de los fallos éticos suele producirse después de todos los episodios de auge y crisis financiera. Véanse, por ejemplo, Bogle (2006) y Kindleberger (1978).

⁴ Cfr. Sahlman (2009).

⁵ En esta sección damos por supuesto que el lector conoce la naturaleza y causas de la crisis financiera, así como de su desarrollo. Hay muchos excelentes análisis de esta crisis; por ejemplo, Baily *et al.* (2008), Bordo (2008), Brunnermeier (2008), Diamond y Rajan (2009), Eichengreen (2008), Hellwig (2008), Kane (2008) y Taylor (2009a y b).

⁶ Habitualmente, la ley no trata de cambiar directamente el carácter de las personas, sino sus acciones o, al menos, las consecuencias de las mismas.



Pero algo ha cambiado en los años recientes:

- 1) Se han creado las condiciones (tipos de interés bajos, abundancia de liquidez, rápido crecimiento del precio de los activos, innovaciones financieras...) que han permitido que los beneficios obtenidos sean mucho mayores, por la especulación y el apalancamiento.
- 2) La sociedad ha generado también situaciones de “codicia inducida”, alentando y premiando a los que tienen éxito en sus conductas codiciosas y haciendo más difícil comportarse de otro modo (*greed is good*: “la codicia es buena”, se decía).
- 3) Han fallado algunos de los mecanismos de regulación y control. Y esto no es sólo un fallo técnico, porque esos mecanismos los elaboran y los manejan las personas y, por tanto, son también decisiones con una dimensión ética. Y en los años recientes hemos asistido a manipulaciones de ese tipo: cambios institucionales y regulatorios como la abolición de la ley Glass-Steagall, que separaba la actuación de la banca comercial y de inversiones; incentivos a la concesión de hipotecas *subprime*, a cargo de empresas bajo patrocinio del Estado, como Fannie Mae y Freddie Mac en los Estados Unidos; resistencia a la regulación de algunos derivados financieros, etc.

Este argumento puede presentarse de otro modo: en años recientes se han creado incentivos perversos, apoyados, probablemente, en la codicia. He aquí algunos ejemplos:

- 1) La remuneración de los *brokers* de hipotecas en Estados Unidos se establecía en función del volumen de créditos concedidos, no de su solvencia probable. Esto fomentaba una concesión arriesgada de ese tipo de créditos, e incluso el falseamiento de la información en las solicitudes.
- 2) Los bancos que concedían las hipotecas las titulizaban prontamente y las sacaban de su balance, lo que hacía innecesario el control de las condiciones de sus clientes y el seguimiento de la devolución de los préstamos.
- 3) Algunos deudores compraban la vivienda con la intención de incumplir con los pagos al poco tiempo y refinanciar la hipoteca cuando el precio de la vivienda hubiese crecido.
- 4) Las instituciones financieras incurrieron a menudo en problemas de “riesgo moral”⁷, llevando a cabo operaciones demasiado arriesgadas, contando con la garantía explícita o implícita del gobierno sobre sus pasivos.

⁷ Hay riesgo moral cuando un agente no sufre las consecuencias de sus acciones. Por ejemplo, un seguro de automóvil a todo riesgo puede alentar una conducción demasiado arriesgada.

- 5) Los bancos de inversión, que habían sido compañías de responsabilidad ilimitada (*private partnerships*), pasaron a ser de responsabilidad limitada (*public corporations*), con la consiguiente reducción de su responsabilidad por las pérdidas, lo que alentaba estrategias más arriesgadas.
- 6) El crecimiento de la remuneración de los directivos, basado a menudo en opciones sobre acciones (*stock options*), les llevó a buscar la rentabilidad a corto plazo, incluso con fraudes o manipulaciones contables⁸.

Y esos incentivos son los que han extendido y acentuado las conductas inmorales, e incluso han llevado a la supresión o mitigación de los mecanismos e instituciones establecidos para controlar sus efectos⁹, llevando a “personal clave en prácticamente todas las instituciones financieras importantes [...] a asumir excesivos riesgos”¹⁰. De alguna manera, la crisis fue un monumental fallo en la gestión de riesgo financiero, en todos los niveles, los gobiernos, reguladores y supervisores, hasta muchas instituciones financieras y sus clientes.

Un caso particular de incentivos perversos serían los conflictos de intereses que se han producido, por ejemplo, en las compañías de evaluación o agencias de *rating*, cuyos ingresos dependían, en buena medida, de la valoración que daban a los activos que le presentaban sus clientes¹¹.

Una variante muy popular del argumento de la codicia atribuye la crisis a las elevadas remuneraciones de los directivos y analistas financieros. Pero no parece que ésta haya sido la causa, sino más bien un efecto: el dinero acude a aquello que está de moda, y en los años recientes fueron los inmuebles y los activos financieros los que protagonizaron esa moda. Y allí donde va el dinero, suben los precios, generando beneficios extraordinarios, que los distintos agentes implicados tratan de capturar –y los directivos tienen una ventaja comparativa a la hora de conocer cuáles son esas rentas, dónde se generan y cómo capturarlas; e, igualmente, los analistas y otros expertos han participado de esa captura de rentas, porque su contribución era necesaria para la creación de las mismas–. En todo caso, la cuantía de esas remuneraciones no explica, ni aun remotamente, el volumen de pérdidas de los bancos implicados y la naturaleza de los problemas producidos por la crisis. No obstante, esas remuneraciones, incluidas las indemnizaciones por despido, han generado aquellos incentivos perversos, fomentando conductas dirigidas a maximizar la remuneración de los directivos a corto plazo, y no los beneficios de las empresas financieras, manipulando, frecuentemente, los resultados. En todo caso, el diseño y la implementación de esos sistemas de remuneración ha sido también una conducta imprudente y una muestra de mal gobierno, precisamente porque no ha sabido prever aquellos incentivos perversos.

⁸ Cfr. Kane (2008).

⁹ Debido, entre otras razones, al lobby de las propias entidades reguladas (Kane, 2008).

¹⁰ Crotty y Epstein (2008), p. 4. Se incluye aquí la ilusión de que el riesgo había sido eliminado de la cartera de las instituciones, mediante, por ejemplo, los Credit Default Swaps (CDS).

¹¹ Además de otros problemas, como la inadecuación de sus modelos, la falta de una historia suficientemente larga y variada para incorporarla a los parámetros de aquellos modelos, y el hecho de que sus mejores analistas acababan siendo contratados por sus clientes (lo que acentuaba el conflicto de intereses).



¿Han sido fraudes, como los de Bernard Madoff, los que han causado la crisis? No. La tentación del fraude se da siempre, y para prevenirla están los reguladores y jueces. Pero en un entorno de euforia y oportunidades de beneficios extraordinarios, la tentación de defraudar será mayor, sobre todo si coincide con controles más laxos¹².

Más grave puede ser el “arbitraje regulatorio”, por el que se trasladan las operaciones a países con regulaciones laxas o se transforman las operaciones para eludir las regulaciones. Que esas acciones fuesen legales en muchos casos no obsta para que fuesen muestras de conducta no ética: porque no todo lo legal es ético.

La falta de transparencia (opacidad en las operaciones, ocultación de información a los clientes, a los reguladores e incluso a los accionistas, etc.) es otra característica de muchas de las conductas que condujeron a la crisis. Los directivos y analistas “concedieron un gran valor al honor, la gloria, la riqueza, la fama y todo lo demás que hubiesen podido mediante la excelencia profesional, pero también mediante la mentira, y mostraron que estaban dispuesto a mentir antes que refrenar sus deseos o reorientar sus valores”¹³.

Es decir, el listado de virtudes conculcadas en la crisis reciente incluye también la templanza, la capacidad de refrenar el deseo de éxito, de riqueza o de reconocimiento social, que se convierten así en obstáculos para el correcto desempeño profesional. Y también la cobardía, la complicidad y la falta de fortaleza: porque es probable que algunos directivos se dieran cuenta de lo que estaba ocurriendo, pero no fueron capaces de tomar decisiones difíciles para no poner en peligro su carrera o su remuneración, para no complicarse la vida, o alegando que no eso no entraba en su responsabilidad. Y probablemente se dieron también comportamientos de orgullo, prepotencia y arrogancia en algunos financieros, pero también en economistas, en reguladores y gobernantes: el convencimiento de que sus conocimientos eran superiores, que no tenían por qué someterse a la decisión o supervisión de otras personas, o que estaban por encima de la ley y de las normas morales.

Y todo ello debió desembocar en situaciones de injusticia. Muchas de éstas pertenecen al ámbito de la justicia conmutativa¹⁴, cuando inciden en lo que se debe a otras personas, incluyendo ocultación de información, publicidad engañosa, multiplicación de operaciones innecesarias (*churning*) para generar comisiones mayores, recomendaciones manipuladas sobre valores, etc. Y otras pertenecen a la justicia distributiva, que se refiere al reparto de los costes y beneficios en la sociedad. Se incluyen aquí, por ejemplo, los problemas generados por el riesgo moral: las instituciones financieras se aprovecharon de la limitación de sus riesgos, gracias a la provisión legal de la responsabilidad limitada

¹² El caso Madoff pone de manifiesto también otros problemas sociales y éticos de los inversores: el orgullo (el deseo de sentirse privilegiado, formando parte de una élite de inversores), la imprudencia (confiar en las cualidades de un experto, sin someterlas a comprobación) y una cierta ofuscación (el “deseo” de creer que es posible tener rendimientos superiores al 10% durante tiempo indefinido).

¹³ Cfr. Torres (2009), p. 10.

¹⁴ Cfr. Pieper (1966).

o a la existencia de garantías que limitaban sus pérdidas, incurriendo en niveles de riesgo superiores a los que estarían dispuestos a aceptar si ellas cargasen con todas sus pérdidas potenciales¹⁵.

La prudencia es la virtud principal del banquero y, en general, del hombre de negocios¹⁶. Pero es difícil ejercitarla, sobre todo en un entorno como el de los años recientes, de alto crecimiento, abundancia de liquidez, bajos tipos de interés y oportunidades extraordinarias de beneficio, lo que ha llevado al elevado apalancamiento de familias, empresas y entidades financieras y a una reducción de la percepción del riesgo, que constituyen el entorno propicio para una mala gestión del riesgo por parte de todos los agentes implicados, incluyendo los reguladores.

Hay muchas manifestaciones de esa imprudencia. La complacencia, por ejemplo, suele tener lugar en la fase de auge previa a la crisis, y se manifiesta en una minusvaloración del riesgo¹⁷. Y el pánico se presenta cuando estalla la crisis –por ejemplo, en octubre de 2008, a raíz de la quiebra de Lehman Brothers–. Y las conductas gregarias o de rebaño (*herd behavior*): comprar, por ejemplo, cuando todos compran y vender cuando todos venden –que puede ser una conducta racional, porque minimiza las pérdidas cuando caen los mercados, pero que acentúa esa caída, la extiende a otros mercados y puede desembocar en pánicos, que son también conductas de rebaño–¹⁸.

Otro ejemplo son los casos de mala gobernanza y de falta de competencia profesional, por parte de presidentes y consejeros, directores generales, otros directivos, analistas, etc., tanto en las entidades financieras como en los organismos de supervisión y control, en las agencias de *rating* o en las oficinas gubernamentales. Por ejemplo, la función de análisis y valoración de algunos activos financieros, e incluso las decisiones de compra o venta de los mismos, se encomendaban a menudo a jóvenes sin conocimientos suficientes de finanzas, que no sabían qué tenían entre manos, que carecían de experiencia (especialmente en circunstancias de crisis) y que utilizaban modelos sofisticados basados en unos supuestos demasiado simplistas, pero que nadie se atrevía a criticar, porque no tenían otros mejores¹⁹. Lo peor era que los superiores de esos expertos, que eran los que podían y debían corregir sus decisiones, no sabían lo que estaban haciendo, ni entendían los modelos que estaban utilizando –y así hasta llegar a la alta dirección y al consejo de administración–. O sea, ha faltado “una comprensión de los mecanismos de los productos estructurados, combinada con el conocimiento económico necesario para ponerlos en contexto, y con las capacidades directivas para gestionar las organizaciones que los comercializaban”²⁰.

¹⁵ Cfr. Sinn (2008).

¹⁶ Cfr. Termes (1995).

¹⁷ Cfr. Lo (2008). Un caso típico es considerar que los acontecimientos improbables son, en la práctica, imposibles (Taleb, 2007).

¹⁸ Una forma particular de conducta de rebaño es el predominio de los objetivos a corto plazo, que crea incentivos perversos: descuido de las estrategias a largo plazo (inversiones duraderas, por ejemplo, o gastos en investigación, que los mercados suelen penalizar, porque los beneficios que reportan tardarán en manifestarse), gestión de la empresa en función de las cotizaciones en bolsa a corto plazo (“jugar mirando el marcador, no el balón”), posibles acciones fraudulentas para maximizar el rendimiento, etc.

¹⁹ La cuestión de la responsabilidad de los economistas y teóricos de las finanzas merece un estudio detenido. Cfr. Acemoglu (2009).

²⁰ Kay (2009a).



“Mientras suena la música, has de bailar”, declaró Charles O. (“Chuck”) Prince, CEO de Citigroup, al *Financial Times* en julio de 2007. Y añadió: “nosotros todavía bailamos”. Esta frase resume lo que han sido los negocios para muchos financieros en los años recientes: un baile desenfadado, del que, como en el juego de las sillas musicales, nadie se podía retirar. “Estas palabras son ahora el epitafio del auge del crédito global”²¹.

En esos mercados, la atención a las consecuencias de las acciones propias sobre los demás brillaba por su ausencia, en muchos casos. Y la crisis ha puesto de manifiesto que no basta prever y cubrir los riesgos personales: la liquidación (*fire sale*) de activos por una entidad provoca la caída del precio de esos activos que poseen otras entidades, dando lugar a la extensión de la crisis, y puede convertirse en una crisis sistémica, que afecta a la estabilidad de todas las instituciones. ¿Quién debe hacerse cargo de esos efectos?

El primer candidato es el propio mercado. Pero la crisis ha mostrado que, por sí solo, el mercado no está en condiciones de hacerlo cuando hay “fallos del mercado”, como la existencia de bienes públicos (la confianza es un bien público, y su pérdida produce un daño a todos), las externalidades (como la caída de precios de un activo provocada por las ventas en otro mercado), la existencia de mercados incompletos o los sesgos de conducta (como el exceso de optimismo)²². Entonces hay que recurrir a la ley y la regulación, es decir, al Estado, que es el candidato tradicional a asumir ese papel, porque es el que está en mejores condiciones para tener en cuenta todas las variables relevantes en el corto y en el largo plazo, es decir, la amplia gama de efectos posibles de las acciones de todos los agentes y de las regulaciones en vigor²³. Pero lo que hemos presenciado en los últimos años ha sido un conjunto de fallos también del regulador y del supervisor, por causas que ya hemos mencionado.

Ahora bien, ¿tienen también las empresas alguna responsabilidad sobre los efectos de sus acciones sobre otras personas y entidades? Sí, si aceptamos que la responsabilidad moral incluye la asunción de las consecuencias de las acciones pasadas y la evitación o corrección de sus efectos razonablemente esperados en el futuro. Y el hecho de que haya reguladores y supervisores no elimina ese deber, aunque los problemas sean complejos y cada institución sólo pueda entrever algunas de esas consecuencias.

²¹ Mackenzie (2009).

²² Cfr. Lo (2008).

²³ En una crisis financiera debe tenerse en cuenta, particularmente, el riesgo sistémico, es decir, el riesgo de fallo del sistema, del que ninguna de las partes implicadas puede cubrirse por sí sola. Nótese que esta es una función que incluye a todos los reguladores, pero va más allá de ellos, porque implica considerar los efectos de las acciones de una agencia sobre las demás. Y esa es la responsabilidad de los que detentan el poder político en su nivel más alto –una instancia que no está suficientemente cubierta en el ámbito mundial, porque no existe esa autoridad global o, cuando existe, porque no tiene el poder necesario, o porque su poder no es independiente del de los que la componen–.

3. La ética y la dirección de organizaciones

¿Qué pensará un economista si cae en sus manos una explicación ética de la crisis, como la de las páginas anteriores? Probablemente admitirá que todos esos fenómenos se han producido, pero quizás le parezcan irrelevantes: la crisis, dirá, es un fenómeno económico, debido a causas económicas, y tiene remedios económicos: no necesitamos los consejos de la ética que, probablemente, estarán llenos de buena voluntad, pero que serán técnicamente inadecuados. Y es verdad, pero sólo en parte.

No hay sucesos o acontecimientos éticos: hay sucesos, que tienen dimensiones económicas, políticas, sociológicas... y éticas²⁴. Lo que la ética añade a las explicaciones del economista es la identificación de otra dimensión, y la afirmación de que es importante, al menos de acuerdo con la visión de la ética presentada más arriba.

Cualquier decisión tiene varios efectos²⁵. Cuando el director de una oficina bancaria vende un producto financiero a un cliente, está obteniendo los resultados económicos que le permitirán ganar su sueldo –y es probable que éste sea el motivo principal de su acción–. Pero también se producirán otros efectos: quizás aprenda más sobre aquel producto financiero, o sobre la psicología de sus clientes, y se sentirá satisfecho o insatisfecho por el trabajo realizado... Quizás él no buscaba esos efectos, pero se producirán, sin duda. Y luego están los efectos sobre el cliente (se sentirá bien tratado o no, y aumentará o disminuirá su confianza en la institución), y sobre sus superiores, colegas y subordinados, que también recibirán su influencia y su ejemplo; y, finalmente, pero no de menor importancia, los efectos sobre el propio directivo.

Y aquí ya hemos entrado en el ámbito de la ética. Si mintió para colocar el producto financiero, ha puesto en peligro su credibilidad y la de la institución, y ha aprendido a mentir: se ha convertido en un mentiroso. Y si ha empujado a sus subordinados a mentir, está reduciendo también la confianza dentro de la institución, y se está comportando de una manera injusta. Y si está dispuesto a anteponer su remuneración al interés legítimo de su cliente, ha vuelto a ser injusto, y ha desarrollado su capacidad para seguir siendo injusto. Y si ha hecho *lobby* para que se cambie una regulación que controlaba el riesgo de su entidad, está creando las condiciones para que otras entidades asuman también demasiado riesgo, que puede desembocar en riesgo sistémico y acabar causando un daño a toda la sociedad.

Las interpretaciones económicas de la crisis son correctas, pero omiten esas consecuencias sobre los propios decisores, que aprenden a hacer el bien o el mal, y sobre los demás, creando culturas morales o inmorales, fomentando o destruyendo la confianza y extendiendo las consecuencias de las propias acciones a otras entidades. Lo que añade la ética a la economía es una concepción más rica de las motivaciones humanas y, por tanto, explicaciones no siempre distintas, pero sí más completas, en las que se pueden perfilar mejor las consecuencias, sobre todo a largo plazo, de las decisiones económicas. Y esto sirve:

²⁴ Las dimensiones psicológicas y sociológicas tienen implicaciones para la explicación de la crisis. *Cfr.*, por ejemplo, Slovic (2000).

²⁵ Sobre lo que sigue, *cfr.* Pérez López (1993).



- 1) Para identificar los problemas, incluso antes de que el economista los vislumbre (si el personal de una entidad miente para colocar sus productos, algo funciona mal, y si no se trata de una acción aislada, tarde o temprano aparecerán sus consecuencias).
- 2) Para entender mejor la naturaleza de los fallos que se han producido (el exceso de riesgo o el arbitraje regulatorio no tienen sólo resultados económicos y, desde luego, sus causas no son sólo económicas).
- 3) Para diseñar mejores soluciones. Y esas soluciones las dará el economista, no el moralista, que no sabe cómo diseñar una regulación o cómo articular una adecuada valoración del riesgo de una cartera. Pero el economista deberá tener en cuenta los criterios de la ética, si no quiere que sus recomendaciones acaben produciendo los efectos negativos que hemos identificado más arriba.

Dijimos antes que la crisis fue, sobre todo, un fallo de dirección, y no sólo de las entidades financieras, sino de una amplia gama de organizaciones, incluyendo oficinas gubernamentales, agencias de *rating*, supervisores, analistas, etc. Dirigir es conseguir resultados económicos (la cuenta de resultados, la buena calificación de un activo), pero también resultados intangibles en las personas (satisfacción en su trabajo, aprendizajes operativos) y, sobre todo, la identificación del personal (y de los clientes) con los objetivos de la organización y la creación de confianza, sobre todo en las entidades financieras.

Un buen directivo debe tener en cuenta toda esa amplia gama de resultados de sus acciones, al menos por dos razones. En primer lugar, porque las personas con las que trata (clientes, empleados, superiores, proveedores) esperan que la entidad atienda sus motivaciones, en mayor o menor medida. Y esto no se consigue simplemente cumpliendo un contrato: si los clientes se sienten maltratados, no desearán llevar a cabo nuevas transacciones, aunque la entidad se atenga siempre a lo previsto en el contrato; y también los empleados esperarán un trato digno y un mínimo de satisfacción en su trabajo, independientemente de lo que diga su contrato laboral.

La segunda razón es porque esas personas aprenden, como consecuencia de sus actuaciones en la organización: aprenden conocimientos y desarrollan capacidades, pero también actitudes, valores y virtudes, y de este modo las interacciones futuras con la organización serán distintas. Si los empleados perciben, por ejemplo, que la organización pone los intereses económicos de los directivos por encima de los intereses legítimos de los clientes, es probable que piensen que también los intereses de sus empleados pasarán a un segundo lugar, y esto reducirá su confianza en la organización; o aprenderán a poner ellos también sus intereses personales por delante de los de sus clientes, en detrimento de la calidad del servicio. De este modo, las reglas de funcionamiento de la organización estarán cambiando, de una manera que los directivos no podrán prever. Y esto vale también, como ya señalamos, para los propios directivos, que también aprenden de sus propias acciones, con lo cual sus propias conductas cambian.

Dirigir es conseguir resultados en frentes muy diversos. Lo que la empresa pretende conseguir condicionará su organización interna, su estructura, sus reglas de comportamiento y su cultura. Los resultados aparecerán al final de todo ese proceso, y mostrarán lo que la organización pretende conseguir de sus miembros y, en definitiva, qué son esas personas –sus clientes, proveedores, directivos y empleados– para ella. Por en medio se irán desgranando los sistemas de incentivos (la relación entre riesgo y remuneración y la relación entre el interés propio de los agentes y el sistema de premios y castigos de la organización), los sistemas de información y control (cómo se recoge y procesa la información, cómo se miden los riesgos y cómo esos sistemas influyen en la estrategia y en las operaciones), los sistemas de contabilidad (la elección de las políticas y criterios contables y la relación entre beneficios económicos y contables), el capital humano (cómo se atrae, remunera, retiene y gobierna a las personas, en función de su experiencia, formación, carácter y actitudes) y la cultura (qué valores guían a los individuos y a los grupos de toman las decisiones, y cómo la cultura controla la consistencia de las decisiones)²⁶.

Pues bien, lo que la crisis ha puesto de manifiesto es la debilidad de todo esto: de los sistemas de incentivos y de control, de los criterios contables, de la gestión del capital humano y de la cultura de la organización –insisto, en todo tipo de organizaciones. Kenneth R. Andrews, el conocido profesor de la Harvard Business School, afirmaba que, “al final, la gente acaba haciendo aquello para lo que le pagan”. Esta frase, aplicada a la crisis financiera actual, tiene dos lecturas. Una, optimista: la crisis es el resultado de unos sistemas perversos de incentivos y control, que remiten, en definitiva, a la formulación de la estrategia, a los objetivos de la organización y, en última instancia, a la concepción de la persona que tengan los que la dirigen –y es optimista porque sugiere una vía para superar los errores del sistema de dirección que ha llevado a la crisis–. La otra interpretación es pesimista: lo único que cuenta son los incentivos económicos –y es negativa porque ya hemos probado esos incentivos, y hemos acabado en la crisis más profunda y dolorosa desde hace muchas décadas.

4. ¿Pudo la ética haber evitado la crisis?

Desde el punto de vista de las entidades financieras y de los organismos que las regulan, supervisan y controlan, esta crisis ha sido –ya lo dijimos– una crisis de dirección. Consiguieron beneficios extraordinarios, elevadas cotizaciones, prestigio, poder, reputación y succulentas remuneraciones, pero no fueron buenos gestores de sus empresas. Y esto, no sólo por los lamentables resultados de su gestión, sino porque no se comportaron como directivos responsables y éticos. Porque la ética no es un añadido a una gestión técnica, como la guinda que corona el pastel: forma parte del pastel mismo.

²⁶ Cfr. Rosanas (2006) y Sahlman (2009).



¿Pudo la ética haber prevenido la crisis y puede evitar que aparezcan nuevas crisis en el futuro? Sí, pero no la ética en abstracto, sino la ética incorporada en los objetivos, estructuras y culturas de las organizaciones mencionadas antes y, por tanto, en las decisiones de sus directivos y empleados. Una empresa ética será una empresa bien gestionada. Pero esto no excluye que pueda cometer errores, o que pueda sufrir las consecuencias de cambios en su entorno. Es probable, pues, que una empresa responsable sobreviva y prospere, pero también es posible que no lo consiga. Del mismo modo, una crisis financiera se evita no sólo por las conductas adecuadas de todos los agentes, sino también por la calidad y eficiencia de sus mecanismos de regulación, supervisión, información y control. Y más difícil todavía será evitar una crisis financiera en un entorno en el que un número no insignificante de instituciones financieras no comportan responsablemente: porque la creación de incentivos perversos, la manipulación de las regulaciones y los efectos indirectos (*spillover*) de unas instituciones y mercados sobre otros tendrán un efecto desestabilizador mayor.

¿Para qué sirve, pues, la ética, si no es capaz de evitar la crisis del sistema? Me atrevo a sugerir tres tareas importantes.

Primera: pudo haber evitado la quiebra de algunas instituciones. Hemos denunciado antes muchas actuaciones irresponsables, desde el excesivo apalancamiento de las operaciones fuera de balance y la consiguiente asunción de excesivo riesgo hasta los conflictos de intereses permitidos y aún fomentados dentro de las organizaciones, desde los sistemas de remuneración que alentaban la consecución de beneficios a corto plazo, en el mejor de los casos, o la captura de esos beneficios por los directivos, no por los accionistas, hasta las operaciones de arbitraje regulatorio para reducir los controles, llegando hasta la mentira y el fraude, en muchas ocasiones. En definitiva, esas conductas ponen de manifiesto una falta de profesionalidad, de prudencia y de otras virtudes, que eran necesarias para la adecuada gestión de esas entidades.

Segunda: pudo haber contribuido a la creación de un clima distinto en el mundo de las finanzas. Si, como sugerimos más arriba, cada uno tiene alguna responsabilidad hacia el bien común, los directivos de esas instituciones hubiesen debido tener en cuenta, de algún modo, las consecuencias de sus decisiones no sólo sobre sus accionistas, sino también sobre otras personas: sus empleados, cuyos puestos de trabajo pusieron en peligro con su mala gestión, y a los cuales se hicieron cómplices de conductas inmorales; sus clientes, a los que, por ejemplo, vendieron activos “tóxicos” sin informarles de los riesgos que estaban asumiendo cuando los adquirían; otras instituciones financieras, a las que forzaron, de algún modo, a participar en el “baile”, dificultando la puesta en práctica de políticas sensatas; y, en definitiva, los mismos directivos.

La tercera función de la ética en la prevención de una crisis es la creación y mantenimiento de la confianza, cuya pérdida ha sido una de las más importantes consecuencias de la crisis actual. Atribuimos esa pérdida a razones técnicas, como la falta de transparencia en el contenido de los productos estructurados, pero el problema es más profundo, porque se ha perdido la confianza en las entidades y en las personas que las dirigen o que trabajan en ellas.

En su origen, la confianza hace referencia a las relaciones entre personas. Pero en un mundo en que las relaciones se multiplican y se despersonalizan, sobre todo en los mercados financieros, hemos acabado poniendo la confianza en otras cosas. Primero, en la ley: decimos que el depositante confía en el banco porque sabe que está obligado a guardar diligentemente su dinero y devolvérselo cuando lo solicite. Segundo, en las instituciones: si el banco no puede devolver el depósito, el fondo de garantía de depósitos asumirá esa obligación. Y tercero, en el propio interés de las entidades financieras, es decir, en su capacidad para internalizar sus obligaciones, haya o no una ley que las ampare, porque ese es su interés y a ello les obliga la competencia. Durante años, ésta parecía ser la razón más profunda de nuestra confianza en el sistema financiero: en palabras de Alan Greenspan:

“La primera y principal línea de defensa contra el fraude y la insolvencia es la vigilancia de las demás contrapartidas. Por ejemplo, JP Morgan examina cuidadosamente el balance de Merrill Lynch antes de prestarle. No pregunta a la Securities and Exchange Commission [el equivalente norteamericano a la Comisión Nacional del Mercado de Valores en España] para comprobar la solvencia de Merrill”²⁷.

Pero todo esto se ha venido al suelo. La ley no puede crear confianza: de hecho, si la ley es eficaz, no hace falta la confianza, pero si deja de serlo, ¿en qué se puede confiar?²⁸ Y tampoco podemos confiar en la capacidad de autocontrol de las entidades, que han incumplido sus deberes de manera clamorosa. Sólo nos queda volver a las relaciones personales.

La confianza entre dos personas tiene dos componentes, ambos necesarios: uno funcional o técnico, y otro personal o ético²⁹. La confianza funcional tiene que ver con las capacidades y conocimientos técnicos de aquél en quien se confía: en el ejemplo puesto más arriba, los directivos y empleados del banco deben ser técnicamente capaces de gestionar su negocio, de modo que el dinero del depositante esté seguro. La confianza personal hace referencia a lo que mueve a esas personas a actuar: si, llegado el momento, estarán dispuestas a poner los intereses legítimos del depositante por encima de los intereses de la institución o del propio decisor, es decir, si harán honor a su compromiso con el depositante, a pesar de que tengan intereses en comportarse de otro modo.

La confianza personal está fundada, en definitiva, en razones éticas, sea por convencimiento personal, sea por la existencia de una sólida cultura profesional, como la que tienen los médicos (códigos éticos profesionales, defensa de una reputación, etc.)³⁰. Y es incompatible con los supuestos de comportamiento que están presentes en las teorías financieras y de di-

²⁷ Cfr. Greenspan (2007), citado por Kay (2009b).

²⁸ Más bien ocurre lo contrario: “la organización formal [la ley o la regulación] sirve a menudo para minimizar las consecuencias negativas de la falta de confianza” (Rosanas y Velilla, 2003, p. 56).

²⁹ Cfr. Pérez López (1993) y Rosanas y Velilla (2003).

³⁰ La dimensión personal de la confianza es importante siempre, pero sobre todo cuando una persona no tiene medios para conocer suficientemente el asunto de que se trata –como ocurre con muchas decisiones financieras–.



rección vigentes: si los directivos de las instituciones financieras actúan buscando su interés personal, recurriendo a la astucia y el engaño cuando lo consideran conveniente para sus fines, la confianza personal es imposible³¹.

La recuperación de la confianza en la crisis actual, y la creación de las condiciones que permitirán desarrollar un sistema financiero basado en la confianza, son dos razones poderosas para desarrollar una cultura ética en las instituciones financieras.

5. Conclusiones

¿Pudo la ética haber evitado la crisis financiera? Por sí sola, probablemente no. ¿Pudo haberla hecho menos probable? Sí. ¿Y menos violenta? Probablemente sí. ¿Puede facilitar la salida de la recesión? Probablemente no, porque muchas entidades no la practican, ni tienen la cultura necesaria para practicarla, y la cultura ética no puede improvisarse. ¿Pudo ayudar a las entidades concretas a no caer en la crisis? Sí, aunque no en todos los casos, porque, como ya señalamos, no estaban protegidas de los cambios en el entorno (restricción de liquidez, aumento de la morosidad, reacciones de pánico de los inversores, etc.). ¿Son mejores directivos los que actúan con ética? Sí. ¿Es fácil comportarse de este modo? No, no lo es, porque no es esa la visión que predomina entre las instituciones financieras, y porque actuar contra las conductas de rebaño de los inversores, de los competidores, de los analistas, de los medios de comunicación y aún de los reguladores –y, por supuesto, de los accionistas– puede exigir una gran fortaleza de ánimo.

En el plano moral, esas responsabilidades llevan consigo la asunción de las consecuencias de las decisiones propias, cuando se han tomado libremente, aunque sean costosas –incluyendo la posible obligación moral de compensar a los perjudicados, aunque no lo exija la ley–. Incluyen el cumplimiento de la ley, pero van más allá de ella. Llevan consigo un deber (variable según las circunstancias) de tener en cuenta las consecuencias de las acciones propias sobre los demás, incluyendo las consecuencias para la sociedad en su conjunto: si las decisiones de un banco pueden tener efectos importantes sobre otras entidades, hasta llegar a convertirse en factores de riesgo sistémico, el decisor no puede omitir la consideración de esos efectos.

Por todas esas razones, nos parece que la crisis y sus consecuencias habrían sido distintas si un número elevado de agentes hubiese actuado con esa responsabilidad ética. Otra cosa es que este supuesto sea realista, vista la historia de las finanzas.

³¹ Cfr. McKean (1975).

Referencias bibliográficas

- ABBERGER, K. y NIERHAUS, W. (2008): "How to define a recession?"; en *CESifo Forum* (4); pp. 74-76.
- ACEMOGLU, D. (2009): *The crisis of 2008: Structural lessons for and from economics*. MIT.
- BAILY, M. N.; LITAN, R. E. y JOHNSON, M. S. (2008): "The origins of the financial crisis". Washington DC, Brookings Institution, Fixing Finance Series Paper 3.
- BOGLE, J. (2006): "The depth and breadth of the financial scandals"; en *Challenge* (49); pp. 23-32.
- BORDO, M. D. (200): *A historical perspective of the crisis of 2007-2008*. Cambridge, National Bureau of Economic Research, NBER Working Paper No. 14659.
- BRUNNERMEIER, M. K. (2008): *Deciphering the liquidity and credit crunch 2007-08*. Cambridge, National Bureau of Economic Research, NBER Working Paper No. 14612.
- CLAESSENS, S.; AYHAN KOSE, M. y TERRONES, M. E. (2008): *What happens during recessions, crunches and busts?* Washington, International Monetary Fund, IMF Working Paper No. WP/08/274.
- CROTTY, J. y EPSTEIN, G. (2008): *Proposals for effectively regulating the US financial system to avoid yet another meltdown*. Amherst, MA; University of Massachusetts, Department of Economics, Working Paper 2008-15.
- DIAMOND, D. W. y RAJAN, R. (2009): *The credit crisis: Conjectures about causes and remedies*. Cambridge, MA; National Bureau of Economic Research, NBER Working Paper No. 14739.
- EICHENGREEN, B. (2008): "Origins and responses to the current crisis"; en *CESifo Forum* (4); pp. 6-11.
- GREENSPAN, A. (2007): *The Age of Turbulence: Adventures in a New World*. Nueva York, Penguin Press.
- GROSS, D. (2007): *Pop! Why Bubbles Are Great for the Economy*. Nueva York, HarperCollins.
- HELLWIG, M. (2008): "The causes of the financial crisis"; en *CESifo Forum* (4); pp. 12-21.
- HOFFMAN, P. T.; POSTEL-VINAY, G. y ROSENTHAL, J. L. (2007): *Sustaining Large Losses*. Cambridge, Harvard University Press.



- KANE, E. J. (2008): *Ethical failures in regulating and supervising the pursuit of safety net subsidies*. Terre Haute, Indiana State University, Networks Financial Institute Working Paper No. 2008-WP-12.
- KAY, J. (2009a): "Introduce professional standards for senior bankers"; en *Financial Times*, 18 de febrero.
- KAY, J. (2009b): "Greenspan could have found a cure at the pharmacy"; en *Financial Times*, 25 de febrero.
- KINDLEBERGER, C. P. (1978): *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises*. Nueva York, John Wiley and Sons [2ª ed.: 2005].
- LO, A. W. (2008): *Hedge funds, systemic risk, and the financial crisis of 2007-2008*. Washington, US House of Representatives Committee on Oversight and Government Reform.
- MACKENZIE, M. (2009): "Cautionary tale from Citi for new giants of finance"; en *Financial Times*, 17 de enero.
- McKEAN, R. N. (1975): "Economics of trust, altruism, and corporate responsibility"; en PHELPS, E. S., ed.: *Altruism, Morality, and Economic Theory*. Nueva York, Russell Sage; pp. 29-44.
- MENDOZA, E. y TERRONES, M. E. (2008): *An anatomy of credit booms: Evidence from macro aggregates and micro data*. Cambridge, National Bureau of Economic Research, NBER Working Paper No. 14444.
- PASTOR, A. (2008): *La ciencia humilde. Economía para ciudadanos*. Barcelona, Crítica.
- PÉREZ LÓPEZ, J. A. (1993): *Fundamentos de la dirección de empresas*. Madrid, Rialp.
- PIEPER, J. (1966): *The Four Cardinal Virtues: Prudence, Justice, Fortitude, Temperance*. Notre Dame, University of Notre Dame Press.
- ROSANAS, J. M. (2006): *Indicadores de gestión, incentivos, motivación y ética en el control de gestión*. Barcelona, IESE Business School, *Occasional Paper*, OP 06/11.
- ROSANAS, J. M. y VELILLA, M. (2003): "Loyalty and trust as the ethical bases of organizations"; en *Journal of Business Ethics* (44); pp. 49-59.
- SAHLMAN, W. A. (2009): "Management and the financial crisis (We have met the enemy and he is us...)". Boston, Harvard Business School, Working Paper 10-033.
- SINN, H. W. (2008): "The end of the wheeling and dealing"; en *CESifo Forum* (4); pp. 3-5.



- SLOVIC, P. (2000): *The Perception of Risk*. Londres, Earthscan Publications.
- TALEB, N. N. (2007): *The Black Swan: The Impact of the Highly Improbable*. Nueva York, Random House.
- TAYLOR, J. B. (2009a): *The financial crisis and the policy responses. An empirical analysis of what went wrong*. Cambridge, National Bureau of Economic Research, NBER Working Paper No. 14631.
- TAYLOR, J. B. (2009b): *Getting Off Track. How Government Actions and Interventions Caused, Prolonged, and Worsened the Financial Crisis*. Stanford, Hoover Institution Press.
- TERMES, R. (1995): "Ethics in financial institutions"; en ARGANDOÑA, A., dir.: *The Ethical Dimension of Financial Institutions and Markets*. Berlín, Springer Verlag; pp. 118-135.
- TORRES, M. (2009): "Getting business off steroids"; en FRIEDLAND, J., dir.: *Doing Well and Good: The Human Face of New Capitalism*. Charlotte, Information Age Publishing.