
¿Son las finanzas una «estructura de pecado»?

Is Finance a «Structure of Sin»?

RECIBIDO: 13 DE FEBRERO DE 2013 / ACEPTADO: 10 DE ABRIL DE 2013

Gregorio GUTIÁN

Facultad de Teología. Universidad de Navarra
Pamplona. España
gguitian@unav.es

Resumen: A la luz de las crisis financieras de las últimas décadas, examinamos si el sistema financiero puede ser considerado como una estructura de pecado. Primero, exponemos lo que la Doctrina Social de la Iglesia y otras instancias han dicho sobre nuestra pregunta. La segunda parte abre una reflexión ética sobre algunos puntos sensibles: instrumentos financieros que han jugado un papel relevante en las crisis recientes (derivados y «hedge funds») y operaciones financieras, propiedad y responsabilidad moral. Proponemos prestar atención a los instrumentos y estructuras de alto potencial de imprudencia (HIPI y HIPS) y finalmente ofrecemos una respuesta.

Palabras clave: Sistema financiero, Estructura de pecado, Doctrina Social de la Iglesia.

Abstract: In the light of the financial crises of the last decades, we examine whether the financial system can be considered as a «structure of sin». Firstly, we deal with Catholic Social Teaching and other authors' statements on our question. The second part opens up an ethical reflection on some sensitive points: financial instruments which have played an important role in recent crises (derivatives and hedge funds) and financial operations, property and moral responsibility. We propose to pay attention to High Imprudence Potential Instruments and Structures (HIPI and HIPS) and finally we offer a response.

Keywords: Financial System, Structure of Sin, Catholic Social Teaching.

INTRODUCCIÓN¹

De tanto en tanto reaparece la asociación entre el mundo de las finanzas y las estructuras de pecado². Este último concepto, que Juan Pablo II hizo famoso en «*Sollicitudo rei socialis*» (SRS), nos sitúa en un plano que trasciende al individuo y apunta a lo sistémico, institucional o social en términos amplios³. Se trata de la cristalización de los pecados personales en el tejido social; un modo de funcionamiento, una mecánica podría decirse, que perpetúa y extiende los efectos perniciosos de los errores personales. En palabras de Juan Pablo II, «la suma de factores negativos, que actúan contrariamente a una verdadera conciencia del bien común universal y de la exigencia de favorecerlo, parece crear, en las personas e instituciones, un obstáculo difícil de superar. (...) [Las estructuras de pecado] se fundan en el pecado personal y, por consiguiente, están unidas siempre a actos concretos de las personas, que las introducen, y hacen difícil su eliminación. Y así estas mismas estructuras se refuerzan, se difunden y son fuente de otros pecados, condicionando la conducta de los hombres (...) introduciendo en el mundo condicionamientos y obstáculos que van mucho más allá de las acciones y de la breve vida del individuo. Afectan asimismo al desarrollo de los pueblos, cuya aparente dilación o lenta marcha debe ser juzgada también bajo esta luz» (SRS 36 y 37).

Como decimos, esta idea reaparece en el contexto económico que atravesamos fatigosamente en estos años. Se impone una reflexión porque el papel que juega actualmente el sistema financiero es difícil de exagerar. En este trabajo volvemos sobre la cuestión de si el mundo financiero constituye una estructura de pecado a la vista de los acontecimientos de estos años. Nuestro

¹ Agradezco a los profesores Antonio Argandoña (IESE Business School), Antonio Moreno Ibáñez, Germán López Espinosa y Sergio Mayordomo (Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales de la Universidad de Navarra) sus observaciones y sugerencias que además han propiciado un interesante diálogo interdisciplinar. Mi agradecimiento también para los revisores por sus observaciones.

² Cfr. BICHOT, J., «*Sollicitudo rei socialis*: Finance et structures de péché», en DEMBINSKI, P. H. (ed.), *Pratiques financières, regards chrétiens*, Desclée de Brouwer, 2009, 59-87.

³ SRS 36 y 37; cfr. ILLANES, J. L., «Estructuras de pecado», en FERNÁNDEZ, F. (coord.), *Estudios sobre la Encíclica «Sollicitudo rei socialis»*, Madrid: Unión Editorial, 1990, 379-397; NEBEL, M., *La catégorie morale de péché structurel: essai de systématique*, Paris: Cerf, 2006. El concepto de «estructura de pecado» vino precedido por el de «pecado social», explicado en JUAN PABLO II, Ex. Ap. *Reconciliatio et poenitentia*, 16: «el fruto, la acumulación y la concentración de muchos pecados personales».

punto de partida son algunas de las crisis financieras más relevantes de las últimas décadas, descritas muy someramente por la limitación del espacio disponible. Desde ahí presentaremos, también resumidamente, la posición de la DSI en relación con las estructuras de pecado y el mundo financiero. La tercera parte presenta nuestro análisis de la situación seguido de una conclusión. Adelantamos que no pretendemos dejar cerrada la cuestión y extraer todas las consecuencias de tipo institucional o personal pertinentes, sino ofrecer elementos para una reflexión posterior⁴.

LAS CRISIS DE LAS ÚLTIMAS DÉCADAS

La enorme expansión de las finanzas tanto en número de operaciones como en volumen y circulación del capital se debe, entre otros factores⁵, a los avances tecnológicos aplicados al procesamiento y transmisión de la información, así como al desarrollo de la ingeniería financiera, plasmada en modelos de valoración de productos y riesgos financieros a partir de conocimientos de matemáticas y programación. El avance tecnológico es un ingrediente muy importante de la globalización que hoy contemplamos, pues ha permitido la inmediata interconexión de los distintos mercados financieros del mundo. Todo ello ha hecho del sistema financiero una pieza realmente clave en el funcionamiento de la economía mundial. Se dice así que lo característico del momento presente es la *financiarización* de la economía, o también, que el nuestro es un capitalismo financiero. En este contexto, tras una revisión bibliográfica hemos seleccionado algunos episodios financieros significativos que muestran la fuerza del sistema financiero y también la conexión entre el mundo de las finanzas y las crisis económicas de los últimos años⁶.

El 19 de octubre de 1987 una fuerte caída en el mercado de algunos países asiáticos distintos de Japón fue seguida por abruptas caídas en todo el mundo: primero en Europa, en Sudáfrica, después en Estados Unidos y México y

⁴ Aunque trataremos de explicar los conceptos financieros implicados en este estudio, es útil recurrir a: DEL POZO, J. R., *Diccionario de expresiones y términos económicos y financieros*, Madrid: Instituto de Estudios Económicos, 2005; o bien a un diccionario financiero «on-line».

⁵ Cfr. DEMBINSKY, P. H., *Finance servante ou finance trompeuse?*, Paris: Desclée de Brouwer, 2008, 23-48.

⁶ No obstante, la descripción que ofrecemos no pretende explicar definitivamente episodios tan complejos. Además, podrían enumerarse más casos como, por ejemplo, la crisis de la deuda externa de varios países.

después en Japón. Diecinueve de veintitrés grandes mercados internacionales sufrieron una caída superior al 20%⁷.

Una década más tarde, en 1997, estallaba la crisis asiática, escenificada particularmente en Tailandia, un país que –como otros emergentes del sudeste asiático– pasó de recibir enormes flujos de capital desde el exterior, a sufrir una fuga de capitales con consecuencias catastróficas para el valor de su moneda y su actividad económica. Indonesia, que se había orientado a la exportación y acostumbrado a importar productos necesarios para la vida cotidiana, vio como el 80% de la población caía por debajo del umbral de pobreza⁸. Por su parte, Rusia contempló cómo su sector de energía y metalurgia reducía considerablemente las ventas a esos países asiáticos, lo cual, junto a otros factores internos importantes, desencadenó al año siguiente la crisis financiera rusa, que a su vez afectó a otros países de su órbita y aun a otros, como Brasil, con escasa relación⁹. El episodio de 1997 añade un elemento distintivo res-

⁷ Esta crisis es conocida como «Black Monday». En Estados Unidos el mercado de opciones sobre futuros, que había experimentado una subida del 43% durante el año, cayó un 23% entre los días 19 y 20. Para más detalles, cfr. BATER, D. S., «The Crash of '87: Was It Expected? The Evidence from Options Markets», *The Journal of Finance* 46 (1991) 1009-1044; ROLL, R., «The International Crash of October 1987», *Financial Analysts Journal* 44 (1988) 19-35; WHITE, E. N., *Stock Market Crisis and Speculative Manias*, Cheltenham, UK-Brookfield US: Edward Elgar, 1996; KINDLEBERGER, Ch., *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises*, New York: Basic Books, 1989.

⁸ Según un informe de expertos que trabajaban para la Conferencia Episcopal Italiana, el estallido de la crisis en Tailandia se produjo tras el colapso del «Long Term Capital Fund», un Hedge Fund (*vid.* Apartado 4b) de considerables dimensiones. Las economías de estos países (Indonesia, Filipinas, Corea del Sur, Malasia y Tailandia) recibieron durante los noventa grandes cantidades de capitales extranjeros atraídos por la posibilidad de una industria de manufacturas con bajo coste laboral. Así, el capital privado neto recibido por estos cinco países pasó de 25 mil millones de dólares en 1992 a 106,4 mil millones en 1996. Con un sistema financiero y una estructura económica orientada al medio y largo plazo pero poco preparada para absorber adecuadamente una afluencia de capitales más bien cortoplacista, vieron cómo en 1997 los flujos de capital pasaron a 27,5 mil millones y en 1998 alcanzaba cotas negativas (-12,5 mil millones). Cfr. UFFICIO NAZIONALE DELLA CEI PER I PROBLEMI SOCIALI E IL LAVORO, *Finanza Internazionale e agire morale. Contributo alla riflessione*, Bologna: EDB, 2004.

⁹ Según Calvo, el mecanismo de transmisión fueron los balances de algunos intermediarios financieros, en particular los Hedge Funds que perdieron mucho dinero en Rusia y hubieron de hacer ajustes reduciendo sus inversiones en Brasil (cfr. CALVO, G., *Capital Market Contagion and Recession: An Explanation of the Russian Virus*, Maryland: University of Maryland, 1998; KAMINSKY, G. L. y REINHARD, C., «On Crisis, Contagion and Confusion», *Journal of International Economics* 51 [2000] 145-168). Posteriormente se ha identificado como elemento común para el contagio la presencia de un acreedor común fuertemente endeudado (apalancado) (cfr. KAMINSKY, G. L., REINHARD, C. M. y VEGH, C., «The Unholy Trinity of Financial Contagion», *Journal of Economic Perspectives* 17 [2003] 51-74). Cfr. también STEINHERR, A., *Derivatives: The Wild Beast of Finance*, Chichester EN: Wiley, 2000, 181.

pecto al de 1987: la crisis financiera de un país –como el caso de Indonesia– da paso a serios problemas humanos y sociales.

Entre 1995 y 2000 se formó la conocida burbuja de Internet («dot-com bubble»), al hilo del desembarco en bolsa de empresas relacionadas con el incipiente fenómeno de Internet. La estimación de ingentes posibilidades de negocio en torno a esta nueva herramienta provocó una espiral de incremento del valor de las acciones de esas compañías. Durante esos años los índices de los mercados financieros norteamericanos experimentaron incrementos asombrosos batiendo records¹⁰. A partir de marzo de 2000, y particularmente durante 2001, hubo una estrepitosa caída tras una estimación más cercana a la realidad de las posibilidades de esos negocios, así como de otros acontecimientos relacionados con los tipos de interés¹¹. Numerosas compañías cuya capitalización en bolsa era elevada no resistieron y desaparecieron¹².

Con los tipos de interés en unos niveles francamente bajos, se pusieron las bases para que el mercado inmobiliario e hipotecario norteamericano iniciara una espiral de crecimiento que llevaría a la crisis de las hipotecas *subprime* de 2007¹³. Cuando, después de sucesivos años de alzas, los precios de las viviendas comenzaron a bajar y el riesgo aparejado a las hipotecas laxamente concedidas dio la cara en un número suficiente de impagos, comenzó la crisis global que hoy conocemos. La extensión de la crisis se produjo por la confluencia de numerosos factores, pero entre ellos hay que destacar la gran difusión internacional de productos financieros muy opacos (cuyo sustrato eran, entre otros, las hipotecas que ahora comenzaban a fallar) y que sin embargo gozaban de la confianza de las entidades encargadas de calificar el riesgo a ellos asociado¹⁴. La incertidumbre creada por el desconocimiento del alcance real

¹⁰ Cfr. MARKHAM, J. H., *A Financial History of Modern U.S. Corporate Scandals*, Armonk, NY: M. E. Sharpe, 2006, 3ss.

¹¹ Entre otros, sucesivos aumentos de los tipos de interés por parte de la Reserva Federal, que luego fueron seguidos de sucesivas disminuciones a lo largo de 2001, al comprobar que la economía caminaba hacia la recesión. Cfr. *ibid.*, 35ss.

¹² *Ibid.*

¹³ Se han llamado *subprime* porque eran hipotecas concedidas a personas sin solvencia suficiente. Cfr. DE LA DEHESA, G., *La primera gran crisis financiera del siglo XXI*, Madrid: Alianza, 2009, 153ss.

¹⁴ Pueden verse los detalles de este proceso en HELLMIG, M., *Systemic risk in the financial sector: the subprime-mortgage financial crisis*, The Jelle Zijlstra Lecture, Free University of Amsterdam, 27 mayo 2008. Es interesante conocer la corrupción previa que afectaba a la valoración de las viviendas y a la emisión de las hipotecas *subprime*. Por una parte, comprador y vendedor se ponían de acuerdo para inflar la hipoteca que se pedía al banco, quedándose el comprador con la diferencia respecto al precio realmente pactado; por otra parte, había una colusión entre el tasador

del impacto de esos activos tóxicos en los balances de las entidades financieras generó a su vez una desconfianza entre los bancos que ha terminado estrangulando el crédito a las empresas¹⁵. En esta última crisis, que todavía perdura, se ha vuelto a percibir con fuerza el efecto de una debacle financiera sobre la actividad económica real, con unas cifras de desempleo y de retroceso de la actividad productiva más que notables¹⁶. Con todo, hay que advertir que en el caso español la crisis norteamericana actúa como detonante de un proceso que se venía gestando hacía tiempo¹⁷, pero de nuevo –y quizá como nunca– nos encontramos con una crisis de corte financiero que se ha traducido en problemas humanos y sociales serios, y además especialmente extendidos.

de la vivienda y el tomador de la hipoteca en la dirección de un precio creciente, sobre todo cuando sabían que la hipoteca iba a formar parte de algún producto financiero (titulizarse), porque además el banco se desprendía así del riesgo (cfr. BEN-DAVID, I., *Manipulation of collateral values by borrowers and intermediaries*, Discussion Paper, Graduate School of Business, University of Chicago, 2008). Además, «la mayor parte de los que realmente originaban las hipoteca *subprime* no eran los bancos, sino agentes y corredores, no regulados, que cobraban una comisión por cada hipoteca que colocaban y que tenían como único incentivo colocarlas a cualquier hogar como fuera, independientemente de su solvencia relativa, con lo que tomaban los datos que querían o no rellenaban correctamente los impresos que el banco les daba con los datos de su riesgo crediticio. (...) Los que tomaban la hipoteca, como les daban una hipoteca por el ciento por ciento del valor de la casa y dos años de carencia, ni siquiera leían la letra pequeña, ya que, de momento, les permitía vivir dos años gratis en la vivienda, sin pagar intereses y principal. (...) Mientras los precios de la vivienda seguían subiendo, las personas de bajos ingresos que tomaban las hipotecas vivían en la vivienda los dos años de gracia gratis y luego la vendían a un precio más elevado a otra persona y tomaban otra hipoteca sobre otra vivienda por el ciento por ciento de su valor, más gastos, y otros dos años de carencia. (...) Cuando los precios de la vivienda empezaron a caer, dejaban de pagar al banco devolviéndoles las llaves, ya que en Estados Unidos, al contrario que en Europa, la responsabilidad del tomador de la hipoteca es limitada ya que sólo responde con la vivienda» (DE LA DEHESA, G., *La primera gran crisis...*, 162-163).

¹⁵ Sobre la difusión de la crisis «subprime» norteamericana al resto de los mercados financieros en relación con el riesgo percibido, cfr. EICHENGREEN, B., MODY, A., NEDELJKOVIC, M. y SARNO, L., «How the Subprime Crisis Went Global: Evidence from Bank Credit Default Swap Spreads», *Journal of International Money and Finance* 31 (2012) 1299-1318; LONGSTAFFE, F. A., «The Subprime Credit Crisis and Contagion in Financial Markets», *Journal of Financial Economics* 97 (2010) 436-450.

¹⁶ Según datos aportados por diversas fuentes, la última crisis norteamericana se cobró 8 millones de empleos entre enero de 2007 y octubre de 2009; y según la Organización Mundial del Trabajo el crecimiento del empleo (tras su destrucción) en países avanzados afectados por la crisis no se verá hasta 2015, suponiendo que experimenten crecimiento económico (cfr. MCDANIEL, Ch. A., «Theology of the “Real Economy”: Christian Economic Ethics in an Age of “Financialization”», *Journal of Religion and Business Ethics* 2 [2/2011] 1-29, 9).

¹⁷ Cfr. DEJUÁN, O. y FEBRERO, E., «The Aftermath of a Long Decade of Real Nil Interest Rates (Spain 1996-2008)», en DEJUÁN, O., FEBRERO, E. y MARCUZZO, M. C. (eds.), *The First Great Recession of the 21st Century. Competing Explanations*, Cheltenham, UK-Northampton, MA (USA): Edward Elgar, 2011, 222-245.

En este contexto hay que hacer mención de un fenómeno que, a tenor de los datos, ha revolucionado las finanzas desde comienzos de los años 70 y ha estado presente en los episodios críticos que acabamos de describir: los derivados financieros¹⁸. En cuanto instrumentos pensados para la cobertura de riesgo de oscilaciones de tipos de interés, de cambio, etc., por parte de empresas, bancos y otros agentes, los derivados implican una contrapartida que esté dispuesta a asumir esos riesgos y que tenga, por tanto, las expectativas contrarias. Los derivados nacieron como un servicio de aseguración (como una póliza de seguro muy específica) y también como una nueva ventana para la especulación financiera¹⁹. Los derivados son como las dos caras de una moneda: son una «oportunidad para correr apuestas razonadas o para librarse de un riesgo indeseado a un coste extremadamente bajo en un mercado eficiente y líquido»²⁰.

Según los datos del Bank for International Settlements, a finales de 2011 el valor nocional del mercado de derivados financieros negociados en mercados OTC ascendía a 648 billones de dólares («trillions», en su escala)²¹.

¹⁸ Se trata de productos financieros cuyo valor depende del precio de un determinado activo llamado subyacente. Los más conocidos son las opciones (derecho de compra o venta futura a un determinado precio de, por ejemplo, una acción) y los futuros (obligación de compra o venta de un activo a un determinado precio en un momento futuro preciso). Junto a estos productos relativamente estandarizados, son multitud los contratos bilaterales de productos financieros derivados a medida, no estandarizados por tanto, que se negocian fuera de los mercados organizados, y a los que se llama *over the counter* (OTC). Estos últimos productos –suele hablarse de contratos FRA: «forward rate agreements»– son más complejos y han cobrado un protagonismo significativo. La fuerte expansión de los derivados financieros se debe a la inestabilidad (volatilidad) de los mercados financieros después del abandono del sistema de tipos de cambio fijos de las principales divisas mundiales, y de la suspensión de la convertibilidad del dólar-oro. Todo ello produjo inestabilidad en los tipos de cambio y de interés, naciendo así los derivados para protegerse de la incertidumbre de las fluctuaciones futuras. Ante una mayor inestabilidad hubo que buscar soluciones para disminuir los riesgos (cfr. MARTÍN, J. L. y TRUJILLO, A., *Manual de mercados financieros*, Madrid: Thomson, 2004, 216ss.).

¹⁹ Entendida aquí la especulación como la define E. Camino: «operación realizada preferentemente en un plazo breve de tiempo, mediante la que se busca obtener un beneficio a través de una prevista oscilación de los precios». CAMINO, E., *Ética de la especulación financiera*, Madrid: Unión Editorial, 2004, 67.

²⁰ STEINHERR, A., *Derivatives...*, 271 (la traducción es nuestra).

²¹ Cfr. BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS, *Statistical Release: OTC Derivatives Statistics at end-December 2011*, Basel: Bank for International Settlements, 2012, 1. El valor nocional de un derivado incluye el valor del activo financiero subyacente. No indica, sin embargo, los desembolsos realmente efectuados con esas operaciones, que son mucho menores (por ejemplo, en el caso de una opción puede ser solamente lo que se paga por el derecho a comprar o vender en el futuro). Existe otra medida más ajustada (el valor bruto de mercado) que los cifra en 27,3 billones. A efectos de valoración de la exposición a riesgos se dice que el valor nocional los sobreestima mientras que el valor bruto los subestima. Sobre los mercados OTC ver nota 18.

Quiere esto decir que el mercado de derivados ha crecido enormemente, impulsado constantemente por la innovación, creando nuevos y más sofisticados productos que pudieran tener aceptación²². En ese sentido, Dembinsky considera que la cobertura del riesgo financiero ha sido uno de los productos mejor vendidos en el último cuarto del siglo pasado²³. Como decía Emanuel Derman, físico que se dedicó durante años a la ingeniería financiera en Salomon Brothers y Goldman Sachs, «teníamos opciones para cada actitud»²⁴. De este modo, en 2000 Steinherr podía afirmar que los mercados no organizados (OTC) de derivados «son con mucho los mercados financieros más importantes, relegando los mercados de bonos y acciones a un papel secundario»²⁵.

Una particularidad importante de los derivados financieros es la posibilidad de controlar, con una determinada cantidad de capital, una cantidad mucho mayor del subyacente al que se refiere el derivado (a veces es un 1% del valor implicado en el contrato). De ese modo se pueden hacer operaciones sobre cifras enormes del activo de que se trate. Hay quien llega a decir que «el capital especulativo puede hacer apuestas tan grandes (por ejemplo sobre una moneda específica) que influye y a veces determina el resultado de la apuesta»²⁶. En ese sentido, la cuestión discutida es la influencia que tienen los mercados de derivados sobre los precios de los subyacentes a que se refieren. En cualquier caso, los derivados generan grandes movimientos de capitales, gracias también a las posibilidades informáticas al alcance, y por sus características propias, tienen gran impacto en la andadura de los mercados financieros: «la reciente historia financiera ha proporcionado una amplia evidencia de que el crecimiento de los mercados de derivados ha hecho que las crisis financieras sean considerablemente más virulentas, y que el rápido crecimiento y extensión del uso de derivados ha aumentado el riesgo de perturbaciones finan-

²² Puede verse un resumen significativo del tipo de productos que se crearon en la década de los noventa en MARKHAM, J. H., *A Financial History...*, 8-13.

²³ DEMBINSKY, P. H., *Finance servante...*, 88.

²⁴ DERMAN, E., *My Life as a Quant*, Hoboken, NJ: Wiley, 2004, 222 (la traducción es nuestra).

²⁵ STEINHERR, A., *Derivatives...*, 271. Mostraba también, en el año 2000, los temores que suscitan estos mercados: «the concentration of OTC derivatives on a dozen or so major dealers is a source of concern. This and other structural elements of the market –large amounts of inter-dealer positions, growing linkages between different financial markets– and an improving but still unsatisfactory world-wide system of supervision are sources of deep concern» (p. 168; cfr. también, p. 155).

²⁶ LI PUMA, E. y LEE, B., *Financial Derivatives and the Globalization of Risk*, Durham: Duke University Press, 2004, 25.

cieras»²⁷. Sin embargo, hay que advertir que es cosa distinta que los derivados sean la causa de esas crisis²⁸.

En todo este proceso hay que señalar otro elemento importante, aunque no podemos desarrollarlo aquí en detalle. Nos referimos a la intervención de los poderes públicos en el proceso de *financiarización* de la economía: a través de leyes en un sentido desregulador²⁹ (levantamiento de controles sobre actividades de la banca de inversión, liberalización de movimientos de capitales, eliminación de algunos coeficientes obligatorios, permitiendo la convergencia entre actividades de la banca tradicional y la banca de inversión y un largo etcétera); estableciendo reglas para los mercados, exigencias prudenciales flexibles para los intermediarios (por ejemplo, los distintos acuerdos de Basilea); permitiendo nuevos instrumentos, entidades, etc. También hay que destacar las intervenciones a través de políticas económicas³⁰, así como el papel de las entidades públicas en cuanto participantes en los mercados financieros (por ejemplo, los propios Estados que acuden a los mercados para emitir bonos, letras, etc., y así captar ahorros para financiar el elevado gasto que suponen todos los servicios que prestan). Este panorama muestra que a partir de los años 70 las finanzas han entrado en una nueva fase que, junto a una innegable aceleración de las economías, ha dado lugar a una situación más inestable, más sensible y globalizada por los procesos de integración e interconexión de mercados.

LA POSICIÓN DE LA DOCTRINA SOCIAL DE LA IGLESIA

A partir de los años a que nos venimos refiriendo –en concreto desde el abandono total del acuerdo de Breton-Woods y la consecuente asunción de un sistema de tipos de cambio flotantes–, ha sido sobre todo el Pontificio Consejo «Justicia y Paz» (PCJP), por sí mismo o auspiciando el trabajo de peritos,

²⁷ STEINHERR, A., *Derivatives...*, 177.

²⁸ Por ejemplo, el mismo Steinherr niega que la negociación con derivados fuera la causa de la crisis asiática y rusa de 1997-1998 (cfr. *ibíd.*).

²⁹ Cfr. VIVES, X., *La crisis financiera y la regulación*, Occasional Paper 179, Barcelona: IESE Business School, 2010, 1-3.

³⁰ Ya hemos visto algún ejemplo de intervención de bancos centrales en los tipos de interés. También hay episodios donde la política económica guarda estrecha relación con situaciones críticas, como en la crisis de México en 1994 (cfr. ROS, J., «From the Capital Surge to the Financial Crisis and Beyond: The Mexican Economy in the 1990s», en FRENCH-DAVIS, R., *Financial Crises in «Successful» Emerging Economies*, Washington: Brookings Institution Press, 2001, 107-140).

quien se ha ocupado expresa y exclusivamente de las finanzas en algunos documentos puntuales³¹. No obstante, hay también documentos magisteriales de alto rango que se han referido a las finanzas, aunque no exclusivamente³².

En 1987 irrumpe el tema de las estructuras de pecado de la mano de «Sollicitudo rei socialis» y el sistema financiero no es considerado explícitamente como tal. Cosa distinta es la referencia a «mecanismos perversos»³³, pues entre ellos sí se menciona expresamente un fenómeno financiero: la crisis de los países con elevada deuda internacional. Aquellos préstamos eran instrumentos positivos al servicio del desarrollo que, por una serie de cambios de circunstancias y factores, se convirtieron en un «mecanismo contraproducente» (SRS 19); a saber: un freno al desarrollo cuando no una acentuación del subdesarrollo. Comentando este documento, Illanes afirma que el hecho de que los efectos perversos puedan provenir de un cambio de circunstancias no significa que estemos ante una disminución o desaparición de la responsabilidad moral: «desde el momento mismo en que se perciba el carácter perverso de un mecanismo o estructura, el hombre está llamado a actuar de manera que contribuya a corregir esa situación y a provocar la aparición de otra nueva. Si así no lo hiciera, se haría responsable de la situación y el mecanismo perverso pasaría a ser, real y verdaderamente, estructura de pecado: el pecado no estuvo en la raíz de su génesis histórica, pero lo está en la de su supervivencia»³⁴.

Es también de interés el trabajo de De Salins y Villeroy de Galhau, que en 1994 se ocupan propiamente de los desarrollos explosivos de las finanzas internacionales³⁵. Este estudio, auspiciado y encabezado por el PCJP pero fir-

³¹ Cfr. PONTIFICIA COMISIÓN «IUSTIA ET PAX», *Al servicio de la comunidad humana: una consideración ética de la deuda internacional*, Ciudad del Vaticano: Tipografía Poliglota Vaticana, 1986; DE SALINS, A. y VILLEROY DE GALHAU, F., *Il moderno sviluppo delle attività finanziarie alla luce delle esigenze etiche del Cristianesimo*, Città del Vaticano: Libreria Editrice Vaticana, 1994; UFFICIO NAZIONALE DELLA CEI PER I PROBLEMI SOCIALI E IL LAVORO, *Finanza Internazionale e agire morale...*; PCJP, *A New International Financial Pact. Note on Financing and Development in View of the Conference Promoted by the United Nations General Assembly in Doha*, November 18, 2008, Vatican City: Vatican Press, 2009; PCJP, *Towards reforming the International financial and monetary systems in the context of global public authority*, Vatican City, 2011.

³² Cfr. *Sollicitudo rei socialis*, 16, 19 y 43; *Centesimus annus*, 35-36; *Catecismo de la Iglesia Católica* (CEC), 2438-2440; PCJP, *Compendio de la Doctrina Social de la Iglesia*, Madrid: BAC-Planeta, 2005, 368-369; *Caritas in veritate*, 21, 24-25, 36-37, 40, 45, 65, 68 y 71.

³³ Cfr. SRS 16, 17, 19, 35 y 40.

³⁴ ILLANES, J. L., *Estructuras de pecado...*, 392.

³⁵ DE SALINS, A. y VILLEROY DE GALHAU, F., *Il moderno sviluppo...* El contexto próximo del estudio, como explican los propios autores, es la crisis de octubre de 1987 y la crisis monetaria europea de 1993.

mado por los dos expertos franceses, se interesa ya por la relación entre la esfera financiera y la economía real, y se centra sobre todo en el problema de la especulación financiera; tema este que, al menos desde el punto de vista de la teología moral, es sin duda el que ha sido estudiado más a fondo porque tiene mucho que ver con los episodios a que nos hemos referido anteriormente³⁶. Precisemos antes de seguir que no se trata de un texto magisterial aunque guarda una estrecha relación con el dicasterio más directamente encargado de estos temas.

Los principios que iluminan este trabajo son el deber de solidaridad y el primado del trabajo sobre el capital. Este último tiene una implicación clara en el ámbito financiero: la DSI siempre ha considerado el capital (la propiedad de los medios de producción) como surgido del trabajo y finalizado hacia éste³⁷, es decir, al servicio de la creación de riqueza. En consecuencia, se entiende la promoción de la inversión productiva y el temor, que aparece ya expresamente en este estudio, de la progresiva separación entre las finanzas y la producción de bienes y servicios (economía real). A este propósito, el estudio reconoce que la evolución de la economía real se encuentra en la base del proceso de *financiarización* (p. 29), y también que, en un contexto de incertidumbre, «la esfera financiera ha proporcionado a los operadores económicos, y sobre todo a las empresas, los medios técnicos para hacer frente a esas incertezas» (*ibíd.*).

Entre esos medios técnicos están, sin duda, los derivados financieros, de forma que «sin estos nuevos productos y mercados, que [la esfera financiera] ha sabido crear con frecuencia con el apoyo de las autoridades públicas, no hay duda de que la esfera productiva habría sufrido todavía más». Por todo ello, los autores consideran que las finanzas juegan hoy «un papel fundamental que consiste en el acompañar y sostener su desarrollo industrial o comercial [de las

³⁶ Cfr. CAMINO, E., *Ética de la especulación...*, que incorpora bibliografía actualizada. En este trabajo no nos vamos a detener en la valoración moral de la especulación financiera, cuyo conocimiento damos por supuesto. Digamos simplemente que, desde el punto de vista moral, el objeto moral de la especulación puede describirse como se ha hecho en la nota 19. No se trata de una actividad intrínsecamente mala, sino que es ordenable al fin último del hombre. No obstante, para ello necesita de unas determinadas condiciones que hagan de ella un verdadero servicio. Cuando estas no se dan nos encontramos con la segunda acepción de la especulación –siempre desde una óptica moral–, que es el pecado de especulación tal y como viene descrito en el Catecismo de la Iglesia: variación artificial de precios para obtener un beneficio en detrimento ajeno (cfr. CEC 2409). La cuestión es saber en qué sentido se emplea el término especulación cuando aparece en los documentos de DSI.

³⁷ Cfr. GS 70; LE 14.

empresas]». En este punto los autores tienen en mente el servicio de protección ante riesgos que afectarían a sus resultados, pero también el servicio «al mantenimiento de la competitividad industrial» a través de los mecanismos de optimización en la gestión del endeudamiento o en la búsqueda de fondos propios suplementarios. Sin embargo, se pone ya de manifiesto un elemento que caracteriza a las finanzas modernas y que es importante de cara a su valoración moral: la distancia entre la idea teórica y lo que sucede en la realidad. Si por una parte las finanzas prestan un servicio de captación y gestión eficiente de recursos para la propia actividad empresarial y de cobertura de riesgos ante la incertidumbre, por otra parte, la realidad no es siempre así pues, entre otros factores, hay que contar con «el mimetismo de los operadores y la escasa transparencia del mercado» (p. 36).

En el reverso de la cobertura de riesgos se encuentra la especulación, cuya oportunidad de ganancia se encuentra precisamente en la volatilidad de los mercados. Quizá por ese motivo el estudio pone en guardia contra la «sorda y tenaz resistencia de la esfera financiera a todo proyecto que (...) pudiera reducir la volatilidad de los mercados». Pero además, la especulación tiene el potencial de disolver la finalidad de la economía convirtiendo la sed de ganancia en el único móvil significativo, conformando actitudes humanas absolutizadas y criterios de decisión auto-referenciales, que llegan a formar a menudo –lo dicen expresamente– «la perfecta ilustración de una “estructura de pecado”» (p. 37)³⁸. Y por último, también el estudio señala que la especulación tiene el potencial de desestabilización del sistema económico en su conjunto. Por todo ello, los autores califican la especulación como «parte de aquellas peligrosas “tierras desconocidas” en las que el individuo y la empresa no deben aventurarse si no se han prefijado límites bien claros»: el límite de la sed desorbitada de beneficios, para el individuo; la desvirtuación del objetivo social, para la empresa, y la negligencia en asegurarse de que la especulación no se traduzca en un comportamiento desviado del mercado, para las autoridades responsables.

³⁸ Los autores citan unas palabras de George Soros en «The Guardian», en el contexto de la crisis que sufrió la libra esterlina en septiembre de 1992. La cita no está en relación directa con la referencia a las estructuras de pecado, sino en el párrafo anterior: «Soy consciente de que las actividades especulativas tienen aspectos negativos, pero nunca pienso en ellos, ni puedo pensar en ellos: si me abstuviera de hacer algunas operaciones por escrúpulos morales, no sería un especulador. No tengo el mínimo remordimiento por haber ganado dinero en el período de devaluación de la esterlina. No he especulado contra la esterlina para ayudar a Inglaterra o para perjudicar a ese país, lo he hecho sólo para ganar» (*ibid.*, 37; tomado de SOROS, G., «The Guardian», 19 de diciembre de 1992. La traducción es nuestra).

En definitiva, la conexión entre el sistema financiero y las estructuras de pecado aparece en boca de autores particulares en un documento auspiciado por el PCJP y en el contexto de la desvirtuación, por parte de ciertas actitudes especuladoras en sentido negativo, de la finalidad de la economía y de las finanzas. Cuando la esfera financiera se convierte en un fin en sí misma, guiada por criterios autorreferenciales y entre los que destacan la absolutización de la sed de ganancia y de poder y la idolatría del dinero, tenemos una estructura de pecado.

Años más tarde, en 2004, el *Compendio* presenta en dos densos números su visión acerca de las finanzas contemporáneas. Por una parte, reconoce que sin la evolución experimentada por los mercados financieros no hubiera sido posible el crecimiento económico del que somos testigos; pero por otra, también señala una serie de factores de preocupación: el aumento del riesgo de crisis financieras –fenómeno de sobra ilustrado por la historia posterior– y el hecho de que el volumen de las transacciones financieras haya superado enormemente el volumen de transacciones de la economía real. Este último punto lleva al *Compendio* a conectar de nuevo con el temor de unas finanzas autorreferenciales y también la constatación de una configuración asimétrica de las finanzas en el mundo. Se distinguen claramente los países que han caminado por la senda de la innovación y desregulación y aquellos que han quedado al margen de las ventajas de esos procesos, mientras que han sufrido los eventuales efectos negativos en sus economías a causa de la inestabilidad financiera de los países más avanzados. Por todo ello, la petición conclusiva del *Compendio* es la urgente «identificación de soluciones institucionales capaces de favorecer eficazmente la estabilidad del sistema, sin restarle potencialidades y eficiencia» (CDSI 369).

La única referencia del *Compendio* a las estructuras de pecado y a elementos semejantes en relación con las finanzas es una cita textual de SRS. De hecho, todas las menciones de las estructuras de pecado citan siempre esta encíclica. En el terreno económico la temática aparece en el contexto de la pobreza y el subdesarrollo. Lo que se da aquí es la asociación del concepto de *mecanismo perverso* con desarrollos particulares de las finanzas: «“mecanismos económicos, financieros y sociales” y de “estructuras de pecado” que impiden el pleno desarrollo de los hombres y de los pueblos» (CDSI 446). Hay, por último, una referencia al ámbito político de la que nos interesa el fondo: «una atención inadecuada a la dimensión moral conduce a la deshumanización de la vida asociada y de las instituciones sociales y políticas, consolidando las “estructuras de pecado”» (*ibid.*, 566).

Finalmente, en «Caritas in veritate», que es el referente autorizado más reciente, encontramos una llamada de atención sobre los efectos perniciosos sobre la economía real y la sostenibilidad a medio y largo plazo «de una actividad financiera mal utilizada y en buena parte especulativa» (CV 21)³⁹. Se trata de una desviación que transforma medios de por sí buenos en perniciosos (cfr. *ibíd.*, 36) y que requiere un marco normativo adecuado para atajarla (cfr. *ibíd.*, 65).

* * *

A la luz de los pronunciamientos anteriores, pero teniendo en cuenta el diverso valor de los documentos, que en el caso del estudio de 1994 no es magisterial, podemos esbozar una línea de pensamiento en la DSI y su entorno más próximo: se habla claramente de *mecanismos contraproducentes* en relación con la crisis de la deuda externa de los años 80. Propiamente, la referencia a las estructuras de pecado se concentra en una serie de actitudes absolutizadas (la sed de ganancias y de poder) que, al menos en lo que toca a la primera de ellas, constituye también una seria amenaza para el mundo de las finanzas. Entiéndase, no obstante, que cuando se habla de sed de ganancias hay que pensar en hacer de los beneficios o ganancias el único fin que cuenta en la práctica profesional. No es un rechazo de la búsqueda de beneficios, sin los cuales no habría empresa que pudiera subsistir, sino de hacer de ellos el único objetivo⁴⁰.

Sobre esa base es innegable que en los documentos más recientes del magisterio –pienso en concreto en CV 21– la referencia a la especulación relacionada con los perjuicios financieros ocasionados en los últimos años no es vista con buenos ojos y arroja su sombra sobre el desarrollo actual de la esfera financiera. Medios de por sí buenos empleados perversamente crean mecanismos contraproducentes que de no corregirse cristalizan. Nos parece que es así como habría que entender la posición de De Salins y Villeroy de Galhau: hay un desarrollo de las finanzas ligado a ciertos movimientos especulativos perjudiciales que, espoleado por un afán exclusivo de ganancias y en la medi-

³⁹ Cfr. CV 40. También cabe incluir ahí las referencias a las «escandalosas especulaciones» (CV 65) y los «prodigios» de las finanzas encaminados a sostener un crecimiento antinatural y consumista (CV 68).

⁴⁰ Cfr. JUAN PABLO II, Enc. *Centesimus annus*, 36.

da en que se perpetúa, conforma una estructura de pecado. No obstante, es necesario advertir que el concepto de especulación necesita ser perfilado cuidadosamente, como señalamos más arriba, porque no todo lo que con frecuencia es denominado especulación es inmoral⁴¹.

En la visión que ofrece la DSI las actitudes desviadas no cuestionan la legitimidad de las finanzas ni de la actividad económica en sí misma. Es preciso perfilar más los factores de las perversiones. Obviamente, al final encontraremos conductas personales porque en última instancia las instituciones proceden de las personas, pero aquí nos fijaremos en los aspectos estructurales o institucionales. De esto nos ocupamos a continuación.

UNA REFLEXIÓN SOBRE EL MUNDO FINANCIERO

Desde un punto de vista moral, a los mercados financieros, como al resto de los mercados, se les pide el respeto de unos determinados bienes humanos al servicio de los cuales han sido constituidos. En particular, y entre otros, se les pide que respeten la justicia en los precios. Por otro lado, las finanzas, además de la función tradicional de dar soporte a las actividades productivas canalizando hacia ellas el ahorro –función que la DSI considera como más importante y que suele denominar como servicio a la economía real– prestan también un servicio de cobertura de riesgo. La economía, y en ella sobre todo las finanzas, es el reino de la estimación del futuro. La iniciativa empresarial se basa siempre en la estimación de la existencia de un negocio e implica un riesgo al ponerlo en marcha. En finanzas ocurre igual. La actividad tradicional de la banca (recibir ahorros y conceder créditos) supone ya una estimación sobre el futuro y asumir un riesgo. Por eso en economía y en finanzas se trabaja ordinariamente con estadísticas, estimaciones, modelos, etc., que por definición son limitados. Todo esto hace que la relación del mundo de las finanzas con la realidad (y por tanto con la verdad) sea peculiar.

Los mercados financieros reflejan (o tratan de reflejar) la estimación de la verdad acerca del valor de un título. Por ejemplo, el valor de una acción depende de las expectativas de cada inversor acerca de los retornos futuros que proporcionarán las acciones de una compañía⁴². Se trata del valor en el mo-

⁴¹ Cfr. el ya referido trabajo de CAMINO, E., *Ética de la especulación financiera...*

⁴² Cfr. FERNÁNDEZ, P., *201 errores en la valoración de empresas: diagnóstico para conocerlos y prevenirlos*, Barcelona: Deusto, 2008, 187.

mento presente de los flujos esperados en el futuro, lo cual supone ya una estimación del riesgo asociado a esas acciones y la elección de un criterio para valorar en el presente los flujos futuros. Cosa distinta es que el precio que marca el mercado para esa acción consiga reflejar fielmente ese valor. Comentando las notables desviaciones entre las estimaciones sobre dividendos y beneficios por acción realizadas por unos analistas respecto a lo que realmente sucedió al cabo del tiempo, Fernández afirma: «la moraleja (...) no es que las opiniones de los analistas no sirvan para nada. Las conclusiones son dos: es difícil realizar predicciones acertadas, y los analistas no siempre tienen razón»⁴³. El problema se encuentra en la especulación en el sentido negativo, es decir, en cuanto variación artificial de los precios que crea burbujas perjudiciales en las que se pierde el sentido de la realidad de lo que se valora (la subjetividad se desorbita). Allí lo que cuenta son las expectativas de subida o bajada de precios, aunque se sea consciente de que hay una sobrevaloración o infravaloración del objeto de la compraventa. Sólo importa cuándo estallará la burbuja para no salir uno perjudicado. En ese proceso hay un problema de veracidad.

Por otra parte, en un sistema financiero cada vez más sofisticado como el actual hay también un problema de opacidad: los productos son tan complejos que aunque se pueda disponer de información, ésta es de tal naturaleza y magnitud que es difícil asimilarla. Sólo un personal muy especializado es capaz de comprenderla –y a veces ni siquiera–, y sin embargo esos productos están muy extendidos y no todo el que los comercializa los entiende. En un terreno así es difícil una estimación realista del valor de los productos financieros. A la vez, la interconexión ha configurado el sistema de tal modo que el comportamiento de pocos, o incluso de un solo agente, puede convertirse en una palanca de desestabilización mundial. En este sentido, «la globalización del mercado financiero conduce potencialmente a una mayor diversificación, pero también a más posibilidades de contagios con efectos dominó entre entidades y contagios por problemas de información»⁴⁴. Así las cosas, una consideración moral de las finanzas en su dimensión estructural debe tomar nota de esta nueva realidad y lleva a poner el acento en un valor que nos parece crucial: la prudencia en su dimensión social. La prudencia implica circunspección, memo-

⁴³ IDEM, *Métodos de valoración de empresas*, Documento de investigación 771, Barcelona: IESE Business School-Universidad de Navarra, 2008, 25.

⁴⁴ VIVES, X., *La crisis financiera y la regulación...*, 5.

ria, providencia, y una serie de aptitudes necesarias en un entorno de incertidumbre y riesgo que, como demuestra la historia reciente, es capaz de hacer desaparecer la estabilidad económica mundial. Como no podemos tener certeza de lo que sucederá en el futuro y el sistema tiene potencia suficiente para desplazar mundialmente los efectos, entonces la prudencia institucional viene exigida por el gran bien humano que está en juego⁴⁵.

Nos parece que en el sistema financiero actual, la veracidad (o transparencia) y la prudencia son dos valores fundamentales que deben ser buscados también en el plano institucional. En buena medida, de ello depende la justicia de un sistema financiero como el nuestro. Con estas premisas hacemos ahora algunas observaciones sobre ciertos elementos financieros más específicos que son relevantes para responder a nuestra pregunta.

a) *Derivados financieros*

Considerados en sí mismos, los derivados financieros no son instrumentos perversos. Entre otros beneficios permiten a las empresas asegurarse frente a las oscilaciones de los precios de los activos, etc., implicados en su actividad (por ejemplo, una empresa que quiera asegurar un precio futuro para el petróleo que usa). Requieren, no obstante, una contrapartida que esté dispuesta a asumir ese riesgo, abriéndose así el campo al trabajo de los especuladores en su sentido no necesariamente negativo.

Lo característico de los derivados es que su coste es pequeño y no exigen grandes desembolsos iniciales, algo que los hace más accesibles. Sin embargo, el crecimiento exponencial del mercado de derivados ha sido también testigo de la intensificación de la especulación y del afán por diversificar el riesgo, diseñando productos cada vez más sofisticados y complejos sobre los que poder hacer estimaciones, donde la contrapartida de la apuesta de un especulador es otro especulador con una previsión opuesta, y donde una operación «tradicional» (por ejemplo la concesión de una hipoteca) viene acompañada por numerosas operaciones con derivados⁴⁶. En la última crisis, cuyos efectos per-

⁴⁵ Estas consideraciones no están lejos de lo que afirmaba el PCJP: «the market's good functioning calls for an important role of the State and, where appropriate, of the international community to establish the rules of *transparency* and *prudence* and make them respected» (PCJP, *A New International Financial Pact...*, 17-18). La cursiva es nuestra.

⁴⁶ Cfr. DEMBINSKY, P. H., *Finance servante...*, 104. La distinción entre empresas que se aseguran respecto a posibles oscilaciones y especuladores es más compleja desde el momento en que las pro-

duran todavía, hemos podido comprobar los efectos negativos de un mal uso de los derivados. En este sentido, son significativas estas palabras de Vives referidas a la crisis de 2007, en la que los productos derivados de las hipotecas basura se convirtieron en protagonistas letales que combinaban una notable falta de transparencia con un mecanismo de expansión global: «desempeña un papel fundamental la opacidad de los nuevos instrumentos financieros derivados, que conduce a la subestimación del enorme riesgo sistémico acumulado en el sistema»⁴⁷.

De este modo, en la práctica «los derivados no proporcionan simplemente medios para intercambiar el riesgo financiero sino que de hecho también pueden crear riesgos e incertidumbres futuras que pueden ser –en ciertos casos– éticamente inaceptables»⁴⁸. Los episodios de crisis han hecho que los derivados sean percibidos como un arma de doble filo⁴⁹, pues engranados en un mecanismo de expansión, han llegado a incidir negativamente en los dos puntos neurálgicos a los que antes nos referíamos: el oscurecimiento de la información y la imprudencia con efectos potencialmente globales. De hecho el mismo Buffet ha llegado a considerarlos como «armas financieras de destrucción masiva»⁵⁰.

Se entiende entonces que todo depende del uso que se haga de los derivados. En la crisis de 2007 nos encontramos ante un ejemplo de mecanismo perverso. Sin embargo, el mecanismo no era estrictamente financiero, sino que también estaba amparado por un soporte legal (todo el contexto jurídico constituido por la ley hipotecaria norteamericana, las reglas de control para este tipo de productos financieros, etc.) que permitía los asombrosos comportamientos individuales y colectivos señalados en la nota 14. Todo esto, unido al sistema de retribución de los agentes implicados, a los criterios empleados por las agencias de calificación y otros factores, crearon en esa ocasión una auténtica estructura hecha de una cadena compleja y opaca de comportamientos injustos e imprudentes.

pías instituciones financieras también son empresas que utilizan los derivados para protegerse de los riesgos de las operaciones de especulación que ellas mismas llevan a cabo. Por eso una determinada operación puede dar lugar a numerosas operaciones con derivados.

⁴⁷ VIVES, X., *La crisis financiera y la regulación...*, 5.

⁴⁸ SIMONE, H., «Financial Derivatives and Responsibility. How to Deal Ethically with Financial Risk», *Finance & Bien Commun* 39 (2011) 45-56, 48 (la traducción es nuestra).

⁴⁹ Cfr. STOUT, L. A., «Insurance or Gambling?», *Brookings Review* 14 (1996) 38-41.

⁵⁰ BUFFET, W., *Letter to the Shareholders of Berkshire Hathaway Inc.*, 2002, 15: «financial weapons of mass destruction» (<http://www.berkshirehathaway.com/letters/2002pdf.pdf>).

A la vista de los acontecimientos podemos decir esto, pero para una consideración general de los derivados financieros en relación con las estructuras de pecado debemos ocuparnos antes de otro elemento sin el cual una parte considerable de la evolución experimentada por los derivados no habría sido posible: los Hedge Funds.

b) *Los Hedge Funds o fondos de cobertura (HF)*

No corresponde aquí explicar detalladamente la figura de los fondos de cobertura⁵¹, sino sólo hacer referencia a algunas características que permitan situarnos para nuestro propósito. Se trata de un fondo de inversión diseñado para inversores especiales, es decir, con un patrimonio elevado (la aportación mínima es de cincuenta mil euros) y que por tanto se supone que pueden permitirse un mayor riesgo o están menos necesitados de protección. Por esa razón los HF no deben cumplir tantos requisitos de información orientados a la protección del inversor como en el caso de los fondos normales. En su planteamiento inicial, los HF no tienen obligación legal de desvelar la composición de sus carteras ni sus resultados.

El modo de invertir esas participaciones es variado y se basa fundamentalmente en la compra-venta de títulos que estiman sobrevalorados o infravalorados y en un uso intenso de los derivados financieros. Para conseguir mayores rentabilidades, realizan operaciones por un valor muy superior al capital aportado por los inversores, para lo que necesitan fondos o activos prestados de entidades financieras (apalancamiento). Por otra parte, siguen múltiples estrategias de inversión. A veces se fijan en determinados acontecimientos económicos (event-driven), por ejemplo, situaciones delicadas como procesos de fusión, quiebra o reorganización, tratando de obtener beneficios por operaciones de compra-venta de las acciones de la compañía antes y después de esos procesos.

Los HF se hicieron famosos por obtener rentabilidades bastante superiores a los fondos convencionales. Por distintos motivos la industria de HF creció notablemente: en 1990 había unos 530 fondos y en 2006 cerca de

⁵¹ Para una aproximación a este instrumento es clarificador: NOGUER, M., *El enigmático mundo de los Hedge Funds: beneficios y riesgos*, Documentos de economía «La Caixa» 9, Barcelona: Servicio de Estudios «La Caixa», 2008 (<http://www.lacaixa.comunicacions.com/se/pbde.php?idioma=esp&llibre=09>). Contiene un útil glosario.

10.000. El patrimonio gestionado pasó de treinta mil millones de dólares en 1990 a 1,8 billones en 2007⁵². Sin embargo, a mitad de esa carrera hay un acontecimiento determinante: el descalabro de un importante HF norteamericano (Long Term Capital Management), que ocasionó la intervención de la Reserva Federal para evitar un contagio al sistema financiero. El fondo tenía gran fama por la acreditación de sus socios, muy conocidos en el mundo financiero⁵³, y por lo espectacular de su rentabilidad; pero para ello hubo de incurrir en un apalancamiento desmesurado y en arriesgadas operaciones con derivados relacionados con el mercado asiático. Por desgracia, no fue capaz de superar la embestida de la crisis asiática del 97 con su corolario ruso, y un año más tarde acabó necesitando una enorme inyección de capital a instancias de la Reserva Federal⁵⁴. Como puede intuirse, los HF pueden apalancarse gracias a los bancos de inversión, pero por ese mismo motivo estos bancos quedan expuestos a los riesgos de las operaciones de los HF (riesgo de contrapartida); y esto puede actuar como mecanismo de transmisión al resto del sistema financiero, por ejemplo si un HF de entidad tiene problemas de solvencia, que es lo que ocurrió.

En la crisis de 2007 este mecanismo volvió a activarse. Como ha hecho ver Lysandrou⁵⁵, los mayores demandantes de CDO (los ahora famosos derivados financieros cuyos subyacentes eran hipotecas, en numerosos casos «basura») fueron los HF, que además de obtener rentabilidad de estos productos los utilizaban para sus operaciones de apalancamiento, entregándolos a los bancos de inversión como garantía por los préstamos que recibían para esas operaciones⁵⁶. Cuando estalló la crisis los propios bancos de inversión tenían en su poder gran cantidad de estos títulos por este canal (aunque también los poseían por otros).

El notable incremento del número de HF está relacionado con el hecho de conseguir rentabilidades superiores. Si hay beneficios abundantes, todos

⁵² NOGUER, M., *El enigmático...*, 8-9.

⁵³ Entre ellos estaban, por ejemplo, dos premios Nobel: Myron Scholes, creador junto con Fisher Black del conocido y empleadísimo modelo Black-Scholes de valoración de opciones; y Robert Merton, también premio Nobel, quien mejoró este mismo modelo. Era socio también John Meriwether, que había sido jefe de la mesa de bonos de Solomon Brothers.

⁵⁴ Cfr. STEINHERR, A., *Derivatives...*, 87-89.

⁵⁵ Cfr. LYSANDROU, Ph., «The primacy of hedge funds in the subprime crisis», *Journal of Post Keynesian Economics* 34 (2012) 225-253.

⁵⁶ En ese momento el primer tramo de los CDO (senior) tenía una calificación AAA y se aceptaban como garantía.

quieren conseguirlos y se produce un fenómeno de «democratización» que corre el riesgo de desvirtuar el instrumento. En este caso, formar parte de un HF exige poseer un patrimonio elevado. Para soslayar ese «problema» se crearon fondos de fondos de cobertura (FHF), que son como los fondos de inversión habituales (y por tanto con aportaciones menores) que se dedican a comprar participaciones sólo en HF. Entre 2001 y 2004 el 60% del crecimiento del volumen del patrimonio gestionado por la industria de HF provino de FHF⁵⁷.

Para Donaldson, la clave de los problemas éticos de los HF está en la poca transparencia y en los potenciales daños al sistema⁵⁸. Sin embargo, respecto al último punto y en relación con las reciente crisis, considera que fueron los bancos y no los HF los que tenían más activos tóxicos (sin embargo, Lysandrou ha explicado por qué los bancos tenían más) y que los derivados que poseían contribuyeron a limitar a muchos las pérdidas ocasionadas por los productos tóxicos, de manera que en conjunto «los hedge funds con frecuencia ejercen la función vital de expandir liquidez en el mercado y dispersar el riesgo más ampliamente»⁵⁹. Sin embargo, notemos lo que ha sucedido. Un producto diseñado para pocos no necesitados de gran protección y con unas características premeditadas de poca transparencia, que es su principal ventaja competitiva, prolifera espectacularmente y además se abre, a través de los FHF, a inversores que no entran en el paradigma de esos pocos. Esta misma extensión ¿no debería replantear si es prudente mantener esas características pensadas para una minoría?

Debe considerarse, además, la secuencia HF-apalancamiento-bancos de inversión u otros intermediarios-sistema financiero. En principio, no necesariamente los posibles problemas de un HF afectan al sistema financiero, y de hecho cada año caen varios HF sin dejar rastro⁶⁰. Pero basta la evidencia empírica del caso de LCTM (sin tener que recurrir al papel de los HF en la reciente crisis) para tomar nota del peligro real. Por otra parte, se ha advertido del mimetismo («herding») que se da entre los HF⁶¹. No es raro que unos HF traten de dilucidar e imitar las estrategias de los HF que les parecen de referencia para no quedarse atrás en caso de ganancias, con lo que aumenta el pe-

⁵⁷ Cfr. NOGUER, M., *El enigmático...*, 9.

⁵⁸ Cfr. DONALDSON, Th., «Hedge Fund Ethics», *Business Ethics Quarterly* 18 (2008) 405-416.

⁵⁹ *Ibid.*, 410.

⁶⁰ Según la autoridad norteamericana, unos 20 de media de cada año. Cfr. NOGUER, M., *El enigmático...*, 22.

⁶¹ *Ibid.*, 22.

so de quienes siguen la misma pauta en el mercado, y por tanto se exponen a los mismos riesgos, con un mayor potencial desestabilizador en caso de fracaso. Por si no fuera poco, el atractivo de los HF ha traído consigo la realidad de que «otras instituciones han adoptado estrategias similares a las de los HF y se posicionan de forma simultánea en los mercados financieros»⁶².

La combinación de poca transparencia con niveles considerables de apalancamiento requiere un esfuerzo mayor por parte de los bancos de inversión u otras instituciones que lo hacen posible para medir adecuadamente (y valorar) los riesgos a que se exponen. Pero aquí entra en juego otro factor y es que «aunque los bancos de inversión intentan evaluar y controlar constantemente su exposición a riesgos de crédito asociados a HF, el intenso uso de derivados por parte de estos últimos dificulta la obtención de información y la evaluación de dichos riesgos»⁶³. Tenemos, por tanto, una dificultad añadida para el crucial trabajo de estimación y valoración del riesgo real asumido.

Los HF han sido también un importante catalizador de la innovación financiera, especialmente en el terreno de la titulación de activos y creación de derivados⁶⁴. La promoción de la innovación financiera, junto con la liquidez que proporcionan, la dispersión del riesgo y la información que recopilan y supuestamente trasladan al mercado con sus posiciones, son los principales beneficios que suele decirse aportan los HF al sistema financiero. Sin embargo, los episodios mencionados nos dicen que la innovación financiera requiere un prudente discernimiento por parte de sus creadores y de quienes tienen a su cargo el bien común. Por otra parte, desde el punto de vista de la moralidad personal la poca transparencia de los HF levanta cuestionamientos al inversor, que puede no tener forma de saber ni dónde ni con qué criterio se invierten sus ahorros: ¿es eso un uso responsable de las riquezas que se poseen?

A la vista del conjunto, los HF, en la medida en que no han ajustado sus características iniciales a la evolución que han experimentado (que es más que notable en términos de patrimonio y capacidad de incidir en el sistema), son también un arma de doble filo. En la crisis de 2007 han actuado como perversos mecanismos de imprudencia. De hecho estos acontecimientos han generado un fuerte debate sobre la necesidad de regularlos mejor y en 2010 se han dado pasos en esa línea, tanto en Estados Unidos como en Europa, exigiéndoles más infor-

⁶² *Ibíd.*

⁶³ *Ibíd.*, 23.

⁶⁴ Cfr. *ibíd.*, 20.

mación en función de su tamaño⁶⁵. No se ha hecho nada, en cambio, en cuanto a las restricciones sobre el tipo de instrumentos financieros que emplean y prácticas que llevan a cabo en el despliegue de sus estrategias. Donaldson opina que la regulación no es la solución (como no lo ha sido –dice– la regulación contra el soborno o la piratería informática⁶⁶), sino que ésta viene por la adopción de principios éticos a través de códigos de buenas prácticas o instrumentos similares. Por su parte, en 2006 Bernanke estimaba que aunque se exigiera mayor información a los HF no habría posibilidad práctica de usarla⁶⁷, ya sólo porque los HF funcionan con estrategias muy cortoplacistas y cambian de posición rápidamente.

Dejando aparte la moralidad del objeto de las inversiones, no me parece que la idea inicial de los HF sea intrínsecamente perversa. El riesgo no es malo. Sin arriesgarse no habría empresas ni tampoco rentabilidad, que es una aspiración legítima. Además, hay instituciones especializadas que asumen y gestionan riesgos al servicio de los inversores. Sin embargo, la globalización con todas sus implicaciones nos ha situado en unas coordenadas diferentes en las que los riesgos asumidos por instituciones particulares son capaces de acarrear daños a todo el sistema, y eso cambia la perspectiva. Es lícito plantear un instrumento de inversión más arriesgado como los HF, que van destinados a un público especial, menos numeroso, etc. Sin embargo, habida cuenta de sus características específicas y de su evolución, de los acontecimientos recientes y en cuanto se han convertido en una pieza estable del sistema financiero que anuda en sí el uso intenso de derivados financieros y de las técnicas de apalancamiento, son también armas de doble filo que ocasionalmente han contribuido a generar perversos mecanismos de imprudencia y opacidad. La generalización de la opacidad desvirtúa las mismas bases y aspiraciones del mercado financiero y dificulta la estimación del riesgo y una conformación realista del valor de las inversiones y productos; y por otra parte, la flexibilidad de que gozan los HF por su marco legal abre la puerta a comportamientos imprudentes que, sin embargo, amenazan la estabilidad del sistema financiero y de tantas personas, como demuestra la historia. Un instrumento así requiere una atención y cuidado especiales pues historias como las de LCTM dan cuenta de su potencial destructor.

⁶⁵ Cfr. LYSANDROU, Ph., «The primacy of hedge funds...», 251-252.

⁶⁶ Cfr. DONALDSON, Th., «Hedge fund ethics», 412. Es curioso que sólo haga comparaciones con prácticas de dudosa moralidad, como si fueran las que más se ajustan a los HF.

⁶⁷ Cfr. BERNANKE, B. S., *Hedge Funds and Systemic Risk*, Federal Reserve Bank of Atlanta's 2006 Financial Markets Conference. Sea Island, Georgia: Federal Reserve Board, 2006 (<http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20060516a.htm>).

c) *Finanzas, sociedades anónimas y responsabilidad moral*

Pasemos ahora a un nivel más profundo del sustrato de las modernas inversiones financieras: la relación entre las inversiones financieras y la propiedad. Nos situamos en el marco legal que da soporte a la actividad financiera, y por tanto, en un elemento de tipo estructural. Abordamos este punto desde una perspectiva moral.

La aparición de las sociedades anónimas por acciones, con responsabilidad limitada al capital aportado, ha revolucionado la economía haciendo posible acometer empresas humanas más grandes y un desarrollo económico innegable⁶⁸. A su vez, la concesión de personalidad jurídica a esos constructos les permite llevar a cabo acciones en nombre propio, acciones que sin embargo proceden de las personas que constituyen en última instancia la empresa. En ese esquema, el Consejo de Administración juega un papel principal pues son ellos quienes toman las decisiones más importantes. Y por su parte, ese Consejo es nombrado por los accionistas de la empresa.

La personalidad jurídica de las empresas junto con la separación entre propiedad y gestión plantea cuestiones interesantes. La técnica jurídica y de organización permite esas descomposiciones pero, ¿qué ocurre en el plano moral? Ahí no cabe la desaparición de la dimensión moral de las operaciones de la empresa, ni la adjudicación de la responsabilidad moral a la empresa en cuanto tal: en sentido propio son responsables desde el punto de vista moral sólo las personas⁶⁹. En la teología moral fundamental se distingue, sin embargo, los distintos modos de incidencia de la responsabilidad moral, y entre ellos, por las características de las sociedades anónimas que reúnen a muchos para una acción común, cobra especial importancia la cooperación (al bien o al mal, que en el caso de esta última puede en casos particulares ser lícita de acuerdo con el principio de las acciones de doble efecto). En todo caso, las acciones humanas de participación tienen también una dimensión moral, mayor o menor según los casos. Esto se aplica al Consejo de Administración, a los trabajadores de la compañía, a los clientes y también a los propietarios (donde entran los inversores).

Por eso la decisión de inversión (refirámonos ahora a la compra de acciones) es una decisión moral⁷⁰. Se invierte en una sociedad anónima, pero se in-

⁶⁸ Cfr. MICKLETHWAIT, J. y WOOLDRIDGE, A., *The Company. A short History of a Revolutionary Idea*, New York: Modern Library, 2003.

⁶⁹ Cfr. SARMIENTO, A., «El pecado social», *Scripta Theologica* 19 (1987) 869-881.

⁷⁰ Cfr. CA 36.

vierte en una realidad más profunda y compleja: una «comunidad de hombres que, de diversas maneras, buscan la satisfacción de sus necesidades fundamentales y constituyen un grupo particular al servicio de la sociedad entera» (CA 35). Al invertir se pasa a ser propietario y se participa así de la actividad de la compañía. La propiedad supone también responsabilidad moral. La moderna empresa ha dado lugar a miles y miles de propietarios de una minúscula parte de una misma compañía, limitando la responsabilidad legal y también la moral, pues el titular de una acción no puede ser responsable moralmente de todo lo que sucede en una empresa. Parece que las grandes sociedades anónimas fragmentan entre muchos la responsabilidad moral del propietario llegando a asemejarse aquello, por usar una imagen, al cálculo diferencial. Por otra parte, la proliferación de los fondos de inversión colectiva en sus distintas modalidades han generado un paso más en la despersonalización desde el punto de vista jurídico: el inversor compra una participación en el capital de un fondo que a su vez comprará títulos de una determinada compañía por un tiempo concreto. Pero además, para permitir una mayor movilidad y rapidez en las operaciones, lo cual es uno de los ingredientes de la globalización financiera, la compraventa de acciones se realiza por meras anotaciones en cuenta, de manera que el volumen de acciones negociadas a lo largo de un año es enorme.

La estrategia de inversión de agentes o instituciones como los HF lleva a comprar y vender en muy corto período de tiempo. No se trata propiamente de una inversión estable en una empresa. De Salins y Villeroy de Galhau señalan que las finanzas modernas requieren una consideración distinta de la propiedad: esos bienes valen sólo por el uso que se hace de ellos⁷¹. Hay que reconocer que una parte importante de las operaciones que se hacen sobre acciones no tienen más interés para quien las adquiere que la variación favorable de su precio en un período corto. Sin embargo es preciso hacer una observación: una cosa es lo que ciertos inversores quieran hacer y otra lo que de hecho hacen. Aunque sólo quieran y busquen el beneficio derivado de la variación del precio de una acción, no pueden hacer desaparecer la realidad de que se convierten en copropietarios, y no de una cantidad que varía en un período de tiempo, sino de una concreta comunidad de personas que constituye

⁷¹ DE SALINS, A. y VILLEROY DE GALHAU, F., *Il moderno sviluppo...*, 35: «non si possono considerare esattamente allo stesso modo i beni materiali, generalmente duraturi, e i servizi, beni immateriali, e in modo particolare i servizi finanziari il cui supporto è esso stesso un bene immateriale, il denaro. La proprietà di quest'ultimo tipo di beni vale solo per il consumo che se ne fa, consumo il più delle volte istantaneo».

un grupo al servicio de la sociedad entera (cfr. CA 35). La dimensión moral permanece, tanto en lo que se refiere a la empresa cuyos títulos han comprado⁷² como por el uso que personalmente hagan de la riqueza que poseen atendiendo al principio del destino universal de los bienes⁷³.

Por añadidura, este estilo financiero corre el peligro de mirar exclusivamente el aspecto numérico, económico o financiero de realidades que son más profundas, como es el caso de las empresas. Bichot considera esta actitud como una de las estructuras de pecado de las finanzas actuales⁷⁴. Pero el servicio que prestan las empresas financieras a sus clientes es el de rentabilizar sus ahorros. Tienen, por tanto, como objeto el dinero y eso entraña un cierto riesgo moral⁷⁵: si sólo consideran la maximización del rendimiento, terminarán desentendiéndose de los aspectos morales de los medios empleados. Es el riesgo del economicismo (cfr. GS 63) y de la despersonalización que corren quienes trabajan en este sector. Quizá el ejemplo más paradigmático de este modo de proceder es la progresiva extensión de las *algorithmic trading machines*, que son programas que deciden y ejecutan automáticamente órdenes de compra o venta a partir de algoritmos y sin intervención humana. Se calcula que alrededor del 80% de las operaciones sobre acciones en el ámbito norteamericano siguen este sistema⁷⁶. Más allá de otros factores, ¿pueden entrar aquí consideraciones de tipo moral acerca de la inversión? De no recibir una orientación adecuada, nos encontramos ante un mecanismo inquietante: un modo de operar que prescindiría totalmente de la dimensión ética de las operaciones.

A un estilo de inversión semejante se le podría llamar *cruzar el río*: al inversor lo que le interesa es pasar al otro lado del río (obtener la máxima rentabilidad) y para eso se sirve de distintas piedras (acciones de diferentes compañías), cada una de las cuales es solamente un apoyo momentáneo que se abandona para seguir adelante, hasta cruzar al otro lado sin mojarse. Lo que interesa son los

⁷² Este estado de cosas hace pensar que para operaciones estrictamente especulativas sería más congruente que las acciones no tuvieran derecho a voto (no interesa), e incluso, si pudiera ser posible, que no fueran títulos de propiedad.

⁷³ Cfr. CDSI 328-329.

⁷⁴ Cfr. BICHOT, J., «Sollicitudo rei socialis: Finance et structures de péché...», 14.

⁷⁵ Cfr. KOSLOWSKI, P., «The shareholder value principle and the purpose of the firm», en CORTRIGHT, S. A. y NAUGHTON, M. J. (eds.), *Rethinking the Purpose of Business*, Notre Dame: University of Notre Dame Press, Ind., 2002, 102-127, 109ss.

⁷⁶ Cfr. CAUWELS, P. y SORNETTE, D., *The Illusion of the Perpetual Money Machine*, Research Paper Series N° 12-40, Notenstein Academy White Paper Series, Swiss Finance Institute, 2012, 21 (http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2191509). Este estudio también hace referencia al *High Frequency Trading*, un tipo particular de operaciones guiadas por algoritmos.

puntos secos de apoyo. Pero no se puede eliminar el hecho de que las empresas no son piedras. Así, por poner un ejemplo, las estrategias event-driven realizadas por los HF sobre empresas en procesos de quiebra, fusión, etc., suscitan algunas cuestiones: ¿influyen esas operaciones en la situación de la empresa? ¿Se toma en consideración si esas operaciones pueden afectar y de qué manera a las personas que forman parte de aquellas empresas? Especialmente en momentos delicados de la vida de una empresa, la dimensión humana no se debería ignorar.

Con todo, lo que queremos apuntar es que el proceso de despersonalización que caracteriza a la empresa moderna y a las finanzas globalizadas nos expone al espejismo subjetivo de la desaparición de la responsabilidad moral de las operaciones de inversión y especulación (además de que amplíe el potencial de comportamientos imprudentes amparados en el anonimato). Así sucede también en el ámbito de la economía real con la deslocalización de la producción a empresas a países en vías de desarrollo. Legalmente una empresa matriz puede llegar a desentenderse de las eventuales malas prácticas de una empresa subcontratada; pero quien ha tomado la decisión no puede desentenderse de la responsabilidad moral por el mero hecho de haber subcontratado.

Estos modos de operar, que suponen un alejamiento progresivo del inversor particular respecto al objeto último de la inversión y estrategias de *cruzar el río* por parte de los agentes especuladores, no hacen desaparecer la responsabilidad moral por el uso que se hace de los capitales disponibles. En el primer caso –para los inversores particulares, empresas, etc., que acuden a instrumentos o entidades intermedias– lo que sí hacen es desplazar el foco de verificación de la calidad ética de las inversiones a los criterios de inversión y a la calidad de los gestores, pero no anulan la responsabilidad; y para el segundo caso, reclama que los profesionales de las finanzas vayan más allá de la racionalidad maximizadora de la rentabilidad, lo cual repercute también en la cualidad del servicio que prestan los intermediarios financieros institucionales, porque a la larga imponen un modo de hacer quienes trabajan en su seno⁷⁷.

A la vista del conjunto, nuestra opinión es la siguiente: instrumentos como los HF y los derivados financieros no son en sí mismos estructuras de pecado. No se trata de instrumentos intrínsecamente perversos pero llevan fácilmente a comportamientos imprudentes debido a los niveles de opacidad y

⁷⁷ Si el único criterio que cuenta para construir los rankings de los diferentes instrumentos de inversión es el de la rentabilidad, ¿qué margen queda a las instituciones financieras y a quienes trabajan en ellas para orientar sus estrategias hacia un desarrollo integral?

riesgo sistémico que implican. Son instrumentos que por su propio diseño y condiciones requieren un elevado grado de prudencia institucional pues, como demuestra la historia, si falta ésta son capaces de acarrear importantes daños al sistema financiero en su conjunto⁷⁸. Un instrumento así requiere una especial atención y consideración del bien común tanto en su diseño como en su empleo. Por tanto, desde el punto de vista ético es insuficiente usar estos instrumentos a gran escala considerando únicamente los intereses de la propia institución. Para señalar su marcada ambigüedad, los denominamos *instrumentos de alto potencial de imprudencia* (HIPI, abreviado en inglés).

Pero es necesario dar un paso más porque los HIPI no funcionan aisladamente. En los procesos críticos de los últimos años hemos visto una interacción estable y extendida entre estos *instrumentos* (por ejemplo, bajo formas institucionales como los HF o de productos financieros como los derivados), un marco legal liberalizado y un conjunto de estrategias (de inversión, comerciales, de remuneración e incentivos de los gestores y agentes implicados) y de control y gestión del riesgo (agencias de calificación crediticia) que han llevado fácilmente a actuar de manera institucional y personalmente imprudente, lesionando seriamente el bien común a escala global y llegando a comprometer la función primaria del sistema financiero. La interacción estable de estos elementos crea una *estructura de alto potencial de imprudencia* (HIPS), tanto porque es difícil conocer la dirección que toma y el estado en que se encuentra el sistema en su conjunto como porque es fácil pasar por alto la dimensión ética de las operaciones: en la crisis de 2007 esta estructura ha pasado de la potencia al acto, convirtiéndose en un mecanismo cristalizado de opacidad y de imprudencia, y en ese sentido, en una estructura de pecado⁷⁹.

CONCLUSIÓN E IMPLICACIONES

No responde a la verdad decir que las finanzas en su conjunto son una estructura de pecado, es decir, que la totalidad del sistema financiero es un me-

⁷⁸ Otros vehículos de inversión merecen atención en esta misma línea, como por ejemplo los *Exchange Traded Funds* (ETF). Cfr. CAUWELS, P. y SORNETTE, D., *The Illusion of the Perpetual Money Machine...*, 20-21. Asimismo, teniendo en cuenta el papel que han jugado en los acontecimientos recientes, pueden considerarse así las Agencias de Calificación (cfr. OUROUSOFF, A., *Wall Street at War: the Secret Struggle for the Global Economy*, Cambridge: Polity, 2010).

⁷⁹ Eso no quita que la imprudencia se haya desatado por raíces más profundas como el afán exclusivo o desmedido de ganancias y de poder.

canismo moralmente perverso y cristalizado, que lleva al pecado. Hay, sin embargo, una ambigüedad clara en los niveles más sofisticados del mundo financiero: todo depende del uso que se haga de sus posibilidades. A la vista de la evolución que han experimentado las finanzas (que muchos llaman *financiación*) y de los efectos que tiene en la marcha del mundo, vemos lo siguiente: a medida que aumenta la sofisticación y complejidad, nos encontramos con modos de funcionamiento que, por un lado, corren un riesgo elevado de atender exclusivamente a aspectos cuantitativos y al olvido práctico de la dimensión moral de las operaciones. A la vez, la complejidad de los productos y procesos es muy marcada de forma que resulta difícil a una gran parte de los agentes del sistema conocer las virtualidades y los riesgos reales de los procesos en curso (problema de transparencia). Por otra parte, las crisis bursátiles de las últimas décadas reflejan los efectos de la globalización financiera y muestran las posibilidades reales de incidir en todo el sistema financiero (relevancia del riesgo sistémico). Esta combinación de elementos genera una especial ambigüedad y nos lleva a modificar la cuestión de las estructuras de pecado en finanzas dándole un matiz: nos encontramos ante *instrumentos de alto potencial de imprudencia* (aquí nos hemos ocupado sobre todo de los derivados financieros y de los HF, pero se pueden individuar otros como los *Exchange Traded Funds*), que entrelazados con un determinado marco legal de tipo liberalizado, con unas técnicas que favorecen la despersonalización (por ejemplo la titulización o el *algorithmic trading*), así como con ciertas estrategias de inversión, de remuneración, de comercialización, etc., conforman en los niveles más sofisticados de las finanzas una *estructura de alto potencial de imprudencia* (HIPS) y una palanca con efectos mundiales.

El objeto de estas denominaciones es subrayar e invitar a pensar la peculiar dimensión moral de las finanzas actuales. Es clave una visión prudencial atenta al bien común en los puntos neurálgicos del sistema asociados a esta estructura: en el proceso de innovación financiera (productos, vehículos de inversión, estrategias), en la legislación, en el sistema de garantía de veracidad de la información (el trabajo de las agencias de calificación, los instrumentos de medición de riesgos), en los puntos que se estimen más relacionados con el riesgo sistémico; y de manera particular, en los criterios de selección y remuneración de los cargos institucionales y de los gestores de los *instrumentos de alto potencial de imprudencia* (HIPI). En efecto, en vista de que las técnicas y estrategias modernas llevan fácilmente al olvido de la dimensión ética de las operaciones financieras, deberían estudiarse no sólo los criterios e incentivos de remunera-

ción de los gestores, sino ante todo las cualidades que se les exigen más allá de su historial de rentabilidades obtenidas: convendría considerar también la trayectoria de integridad en el ejercicio de la profesión de las personas elegidas para gobernar y gestionar los instrumentos y los puntos neurálgicos. Por ir hasta el final, en este cambio de mentalidad escuelas de negocios e instituciones de referencia juegan un papel importante: pueden ser raíces de la recta ordenación de las actividades financieras o cómplices del problema.

El modo en que se ponga en práctica ese ejercicio de prudencia (por regulación externa o autoregulación) es cosa que debe juzgarse con criterios de justicia, eficacia y realismo, pero en todo caso, en un sistema financiero donde las operaciones de tipo especulativo han cobrado un peso más que notable, y donde se suceden episodios críticos con repercusiones cada vez más sonadas en la economía real, en el ámbito social y en múltiples países a la vez, debemos ser conscientes de una nueva dimensión de la responsabilidad: la globalización financiera ha ampliado enormemente las posibilidades económicas, pero también la responsabilidad moral y ya no es admisible quedarse con las primeras e ignorar la segunda. El tan manejado concepto de riesgo sistémico tiene su correlato en el ámbito de la responsabilidad moral. Podría decirse, por emplear una imagen familiar al mundo financiero, que asistimos a un *apalancamiento moral*: relativamente pocos tienen una parte de responsabilidad moral (para bien o para mal) en la situación de muchos del mundo.

Las centrales de energía atómica –como la de Fukushima– son capaces de suministrar grandes cantidades de energía y cumplir así un servicio a la comunidad; pero tienen también un alto potencial de daño a la humanidad y a su entorno natural. Por ese motivo se pone mucho cuidado tanto en su diseño como en su mantenimiento. No es otra cosa lo que la prudencia requiere en los puntos neurálgicos del sistema financiero actual. Las modernas técnicas e instrumentos de inversión, las innovaciones financieras, los puntos sensibles para lograr la veracidad de la información y el marco legal de los mercados financieros, requieren una visión más profunda, mucho más allá de las posibilidades de rentabilidad que generan. En última instancia, el gran reto al que nos enfrentamos es reconocer y asumir de verdad que las finanzas tienen una dimensión moral que es realmente crucial no sólo para la propia economía, sino también para la humanidad presente y en buena medida futura.

Bibliografía

- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS, *Statistical Release: OTC Derivatives Statistics at end-December 2011*, Basel: Bank for International Settlements, 2012.
- BATER, D. S., «The Crash of '87: Was It Expected? The Evidence from Options Markets», *The Journal of Finance* 46 (1991) 1009-1044.
- BEN-DAVID, I., *Manipulation of collateral values by borrowers and intermediaries*, Discussion Paper, Graduate School of Business, University of Chicago, 2008.
- BENEDICTO XVI, Carta Encíclica *Caritas in veritate*, AAS 101 (2009) 642-709.
- BERNANKE, B. S., *Hedge Funds and Systemic Risk*, Federal Reserve Bank of Atlanta's 2006 Financial Markets Conference. Sea Island, Georgia: Federal Reserve Board, 2006.
- BICHOT, J., «Sollicitudo rei socialis: Finance et structures de péché», en DEMBINSKI, P. H. (ed.), *Pratiques financières, regards chrétiens*, Desclée de Brouwer, 2009, 59-87.
- BUFFET, W., *Letter to the Shareholders of Berkshire Hathaway Inc.*, 2002.
- CALVO, G., *Capital Market Contagion and Recession: An Explanation of the Russian Virus*, Maryland: University of Maryland, 1998.
- CAMINO, E., *Ética de la especulación financiera*, Madrid: Unión Editorial, 2004.
- CAUWELS, P. y SORNETTE, D., *The Illusion of the Perpetual Money Machine*, Research Paper Series N° 12-40, Notenstein Academy White Paper Series, Swiss Finance Institute, 2012.
- DEJUÁN, O. y FEBRERO, E., «The Aftermath of a Long Decade or Real Nil Interest Rates (Spain 1996-2008)», en DEJUÁN, O., FEBRERO, E. y MARCUZZO, M. C. (eds.), *The First Great Recession of the 21st Century. Competing Explanations*, Cheltenham, UK-Northampton, MA (USA): Edward Elgar, 2011, 222-245.
- DE LA DEHESA, G., *La primera gran crisis financiera del siglo XXI*, Madrid: Alianza, 2009.
- DEL POZO, J. R., *Diccionario de expresiones y términos económicos y financieros*, Madrid: Instituto de Estudios Económicos, 2005.
- DE SALINS, A. y VILLEROY DE GALHAU, F., *Il moderno sviluppo delle attività finanziarie alla luce delle esigenze etiche del Cristianesimo*, Città del Vaticano: Libreria Editrice Vaticana, 1994.
- DEMBINSKY, P. H., *Finance servante ou finance trompeuse?*, Paris: Desclée de Brouwer, 2008.

- DERMAN, E., *My Life as a Quant*, Hoboken, NJ: Wiley, 2004.
- DONALDSON, Th., «Hedge Fund Ethics», *Business Ethics Quarterly* 18 (2008) 405-416.
- EICHENGREEN, B., MODY, A., NEDELJKOVIC, M. y SARNO, L., «How the Subprime Crisis Went Global: Evidence from Bank Credit Default Swap Spreads», *Journal of International Monetary and Finance* 31 (2012) 1299-1318.
- FERNÁNDEZ, P., *201 errores en la valoración de empresas: diagnóstico para conocerlos y prevenirlos*, Barcelona: Deusto, 2008.
- FERNÁNDEZ, P., *Métodos de valoración de empresas*, Documento de investigación 771, Barcelona: IESE Business School-Universidad de Navarra, 2008.
- HELLWIG, M., *Systemic risk in the financial sector: the subprime-mortgage financial crisis*, The Jelle Zijlstra Lecture, Free University of Amsterdam, 27 mayo 2008.
- ILLANES, J. L., «Estructuras de pecado», en FERNÁNDEZ, F. (coord.), *Estudios sobre la Encíclica «Sollicitudo rei socialis»*, Madrid: Unión Editorial, 1990, 379-397.
- JUAN PABLO II, Carta Encíclica *Sollicitudo rei socialis*, *AAS* 80 (1988) 513-586.
- JUAN PABLO II, Carta Encíclica *Centesimus annus*, *AAS* 83 (1991) 793-867.
- JUAN PABLO II, Exhortación Apostólica *Reconciliatio et poenitentia*, *AAS* 77 (1985) 185-275.
- KAMINSKY, G. L. y REINHARD, C., «On Crisis, Contagion and Confusion», *Journal of International Economics* 51 (2000) 145-168.
- KAMINSKY, G. L., REINHARD, C. M. y VEGH, C., «The Unholy Trinity of Financial Contagion», *Journal of Economic Perspectives* 17 (2003) 51-74.
- KINDLEBERGER, Ch., *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises*, New York: Basic Books, 1989.
- KOSLOWSKI, P., «The shareholder value principle and the purpose of the firm», en CORTRIGHT, S. A. y NAUGHTON, M. J. (eds.), *Rethinking the Purpose of Business*, Notre Dame: University of Notre Dame Press, Ind., 2002, 102-127.
- LiPUMA, E. y LEE, B., *Financial Derivatives and the Globalization of Risk*, Durham: Duke University Press, 2004.
- LONGSTAFF, F. A., «The Subprime Credit Crisis and Contagion in Financial Markets», *Journal of Financial Economics* 97 (2010) 436-450.
- LYSANDROU, Ph., «The primacy of hedge funds in the subprime crisis», *Journal of Post Keynesian Economics* 34 (2012) 225-253.

- MARKHAM, J. H., *A Financial History of Modern U.S. Corporate Scandals*, Armonk, NY: M. E. Sharpe, 2006.
- MARTÍN, J. L. y TRUJILLO, A., *Manual de mercados financieros*, Madrid: Thomson, 2004.
- MCDANIEL, Ch. A., «Theology of the “Real Economy”: Christian Economic Ethics in an Age of “Financialization”», *Journal of Religion and Business Ethics* 2 (2/2011) 1-29.
- MICKLETHWAIT, J. y WOOLDRIDGE, A., *The Company. A short History of a Revolutionary Idea*, New York: Modern Library, 2003.
- NEBEL, M., *La catégorie morale de péché structurel: essai de systématique*, Paris: Cerf, 2006.
- NOGUER, M., *El enigmático mundo de los Hedge Funds: beneficios y riesgos*, Documentos de economía «La Caixa» 9, Barcelona: Servicio de Estudios «La Caixa», 2008.
- OUROUSOFF, A., *Wall Street at War: the Secret Struggle for the Global Economy*, Cambridge: Polity, 2010.
- PONTIFICAL COUNCIL JUSTICE AND PEACE, *A New International Financial Pact. Note on Financing and Development in View of the Conference Promoted by the United Nations General Assembly in Doha, November 18, 2008*, Vatican City: Vatican Press, 2009.
- PONTIFICAL COUNCIL JUSTICE AND PEACE, *Towards reforming the International financial and monetary systems in the context of global public authority*, Vatican City: Vatican Press, 2011.
- PONTIFICIA COMISIÓN «IUSTIA ET PAX», *Al servicio de la comunidad humana: una consideración ética de la deuda internacional*, Ciudad del Vaticano: Tipografía Políglota Vaticana, 1986.
- PONTIFICIO CONSEJO JUSTICIA Y PAZ, *Compendio de la Doctrina Social de la Iglesia*, Madrid: BAC-Planeta, 2005.
- ROLL, R., «The International Crash of October 1987», *Financial Analysts Journal* 44 (1988) 19-35.
- ROS, J., «From the Capital Surge to the Financial Crisis and Beyond: The Mexican Economy in the 1990s», en FRENCH-DAVIS, R., *Financial Crises in «Successful» Emerging Economies*, Washington: Brookings Institution Press, 2001, 107-140.
- SARMIENTO, A., «El pecado social», *Scripta Theologica* 19 (1987) 869-881.
- SIMONE, H., «Financial Derivatives and Responsibility. How to Deal Ethically with Financial Risk», *Finance & Bien Commun* 39 (2011) 45-56.

- STEINHERR, A., *Derivatives: The Wild Beast of Finance*, Chichester EN: Wiley, 2000.
- STOUT, L. A., «Insurance or Gambling?», *Brookings Review* 14 (1996) 38-41.
- UFFICIO NAZIONALE DELLA CEI PER I PROBLEMI SOCIALI E IL LAVORO, *Finanza Internazionale e agire morale. Contributo alla riflessione*, Bologna: EDB, 2004.
- VIVES, X., *La crisis financiera y la regulación*, Occasional Paper 179, Barcelona: IESE Business School, 2010.
- WHITE, E. N., *Stock Market Crisis and Speculative Manias*, Cheltenham, UK-Brookfield US: Edward Elgar, 1996.