

Ética: una dieta para los mercados financieros altamente apalancados

**Ética en las Finanzas, Premio Robin Cosgrove
Edición global
Primer Premio**

“Los hombres a menudo, por debilidad de carácter, eligen el bien más cercano, aunque saben que es el de menor valor” - JS Mill, El utilitarismo

Jakub Kuriata
Analista de crédito de instituciones financieras en el grupo de gestión de riesgo, BNP Paribas (Londres). Polonia



Nos últimos anos, a ênfase nas discussões relativas à ética e finanças foi uma consequência natural do investimento altamente alavancado e os riscos excessivos por parte dos bancos, que estavam entre as causas da crise financeira de 2007 - 2009.

En años recientes, el énfasis puesto en las discusiones relacionadas con la ética y las finanzas ha sido una consecuencia natural de la alta inversión apalancada y la toma excesiva de riesgos por los bancos, lo que se cuenta entre las causas de la crisis financiera de 2007 a 2009. El sentimiento predominante era que el sistema financiero estaba al borde del colapso y los posteriores esfuerzos de los bancos centrales, los reguladores financieros, los gobiernos y otros actores del mercado han estado centrados en el diseño de un nuevo marco para aumentar la estabilidad de los mercados financieros. Como Lehman indicó en 1988, los mecanismos de intermediación financiera crean “la mayoría de las cuestiones filosóficas interesantes sobre el capitalismo corporativo” en gran parte porque las instituciones financieras acumulan y manejan fondos particularmente grandes y requieren la

participación de intermediarios cada vez más sofisticados. En este contexto no es de extrañar que, entre la gran variedad de temas sobre ética financiera, la cuestión más urgente a tratar es la dimensión ética del reciente fracaso de los mercados financieros y en qué medida las teorías éticas pueden ser pertinentes en el diseño de los mercados financieros del mañana.

Comentarios preliminares

Uno de los principales problemas en la discusión sobre los fracasos de las finanzas contemporáneas es que los participantes no hablan la misma lengua. Nielsen (2010) pone de relieve que muchos economistas modernos “han separado el estudio de la economía, las formas evolutivas del capitalismo, y los problemas estructurales relacionados con la ética, como las “prácticas monopólicas “de los juicios éticos sobre estos temas”. Se convirtió en una regla y no una

ÉTICA: UNA DIETA PARA LOS MERCADOS FINANCIEROS ALTAMENTE APALANCADOS

A questão mais urgente a ser abordada é a dimensão ética do fracasso recente dos mercados financeiros e em que medida as teorias éticas podem ser pertinentes em projectar os mercados financeiros de amanhã.

Nielsen (2010) destaca que muitos economistas modernos «separaram o estudo da economia, as formas evolutivas do capitalismo e as questões estruturalmente relacionadas com ética, tais como» práticas monopolistas» de juízos éticos sobre essas questões». Em que fundamentos, podemos basear o «julgamento ético» dos mercados financeiros?

Dois elementos essenciais da virtuosa ética aristotélica parecem carregar um denominador comum notável: a felicidade ou o florescimento humano (eudaemonia), como o objectivo final (telos) das acções humanas, e a definição da felicidade de acordo com certas virtudes.

excepción presentar los modelos económicos en forma de ecuaciones matemáticas elegantes sin mencionar los dilemas éticos, incluso en la lista de los temas omitidos. Al mismo tiempo, como Haakonsen (2002) lo expresó, en una brillante y concisa fórmula, “la filosofía moral moderna es sobre todo la búsqueda de una doctrina normativa universal”. Para un economista, poco familiarizado con la historia de las ideas, la pregunta “¿qué son las finanzas éticas?” está lejos de ser una pregunta trivial. ¿Por qué motivos podemos basar un “juicio ético” de los mercados financieros? ¿Deberíamos adoptar una perspectiva deontológica o teleológica? ¿Podemos ignorar el hecho de que la percepción de las finanzas fue variando a través de los siglos en gran parte debido a la fusión de las prácticas sociales y las creencias religiosas?

Una fórmula útil para superar este dilema es comenzar con supuestos subyacentes que serían lo suficientemente simples y aceptables para la mayor audiencia posible. Dos elementos esenciales de la ética virtuosa aristotélica parecen tener un denominador común digno de mención: la felicidad o el florecimiento humano (eudaemonia), como la meta final (telos) de las acciones humanas, y la definición de la felicidad de acuerdo con ciertas virtudes. Cabe subrayar que Aristóteles consideraba que las virtudes deben ser ejercidas. En este sentido, las virtudes se pueden comparar con las habilidades: no se pueden adquirir sólo después de una

clase o leyendo libros. Para convertirse en un hábil conductor hay que conducir un coche en la calle.

Aunque no está completamente libre de legítima crítica¹, esta doble perspectiva de telos / virtudes nos guiará a través del resto del texto.

Otra cuestión que debe abordarse es la naturaleza del sector financiero contemporáneo. De acuerdo con Biais, Rochet y Woolley (2009), el cambio tecnológico y la entrada de recursos y mano de obra calificada, junto con la liberalización del mercado, permitió la creación de nuevas técnicas (titulización/*securitisation*) y de nuevas estrategias (*hedge funds*, fondos de capital privado), que han transformado profundamente el sector financiero. Nielsen (2010) defiende la idea de que el alto nivel de apalancamiento es una característica importante del panorama financiero actual. Además, hay que pensar en el ritmo de la globalización del sector financiero, que coincide, o supera, el ritmo de la globalización del comercio. Sin duda ha contribuido a la difusión de los riesgos en todo el mundo, pero mientras que anteriormente el consenso fue que este proceso ayudaría a gestionar los riesgos y pérdidas, se ha comprobado que la

1. De acuerdo con Schopenhauer «Es un gran servicio de Kant a la ciencia moral que lo haya purificado de toda forma de eudaemonia. El intento hecho por los clásicos para demostrar que la virtud es igual a la felicidad, «era como tener dos figuras que no coinciden entre sí, sin importar la forma en que se puede colocar» («La Base de la Moralidad»).

As mudanças tecnológicas e o fluxo de recursos e pessoal qualificado, juntamente com a liberalização do mercado, permitiram a criação de novas técnicas (securitização) e novas estratégias (fundos de derivativos, fundos de equidade privada) que transformaram profundamente a indústria.

Defendo que a única abordagem realista para julgar os mercados financeiros é teleológica: os mercados financeiros contribuem para os aspectos positivos da vida, quando as suas funções apresentam um funcionamento correcto e eficaz.

Irei argumentar que todos os participantes do mercado se devem envolver num duplo processo de educação (devido às altas taxas de analfabetismo financeiro na sociedade) e de diálogo sobre a divisão da indústria financeira em contribuições para o bem comum.

globalización fue el nexo que transformó las turbulencias financieras locales en una turbulencia global.

Me parece conveniente tratar sobre la base de la ética en las finanzas, porque creemos que con demasiada frecuencia la opinión pública tiende a resolver los problemas a medida que salen a la luz, es decir, al centrarse en los escándalos relacionados con el fraude y el engaño, sin prestar demasiada atención a la naturaleza cada vez más compleja de los mercados financieros y su papel en la historia.

En el resto del presente trabajo, argumentaré que el único enfoque realista para juzgar a los mercados financieros es el teleológico: los mercados financieros contribuyen a los aspectos positivos de la vida cuando sus funciones son realizadas de manera correcta y eficiente. La ética puramente deontológica nunca se ha aplicado a las finanzas. Vivimos en un mundo de normas y cumplimiento. Por lo tanto, esbozaré un marco sencillo con el objetivo de mejorar el funcionamiento de los mercados financieros mediante el fomento de su estabilidad. Al mismo tiempo, el sólo tener que cumplir con las regulaciones no es suficiente para desarrollar un comportamiento virtuoso. Sostendré que todos los actores del mercado deberían participar en un proceso dual de educación (debido a las altas tasas de analfabetismo financiero en la sociedad) y debatir sobre la división del sector financiero y su contribución al bien común.

Soy consciente de que este análisis tendría que aplicarse principalmente a los países desarrollados, a pesar de que algunas conclusiones pueden igualmente ser relevantes para los países emergentes.

Incentivos contra motivación moral

La famosa respuesta de James Tobin es que la economía, en una palabra, trata de incentivos. Los economistas desarrollaron relativamente pronto la idea del *homo economicus* y trataron de entender lo que motiva este comportamiento y decisiones relacionadas con el trabajo, el consumo y el ocio. En la gran mayoría de los modelos económicos, se supone que los individuos buscan su propio interés y se comportan como si se tratara de maximizar una función de utilidad bajo ciertas restricciones existentes. Esto hace eco a una versión simplificada de la ética utilitaria, como la defendida por J.S. Mill. Hay, por supuesto, modelos destinados a comprender el comportamiento altruista, haciendo hincapié en los modelos de información imperfecta de los agentes económicos y una pléthora de otras desviaciones del tipo ideal de *homo economicus*. Ha habido incluso intentos de incluir la ética kantiana en el razonamiento econó-

ÉTICA: UNA DIETA PARA LOS MERCADOS FINANCIEROS ALTAMENTE APALANCADOS

Na grande maioria dos modelos económicos, assume-se que os indivíduos são auto-interessados e se comportam como se estivessem a maximizar uma certa função de utilidade sob determinadas restrições existentes.

No entanto, em geral, os modelos económicos ignoram a questão das motivações morais por detrás das decisões dos agentes.

Aristóteles e Kant, especialmente, afirmaram que a motivação moral deve inevitavelmente derivar de motivações intrínsecas de cada indivíduo. Por outro lado, Mill afirma duas opções, o indivíduo é motivado pela necessidade de satisfazer exigências externas ou obedece a motivações internas; ele, sem dúvida, atribui superioridade moral a este último.

As motivações morais no sistema ético são o equivalente aos incentivos na economia.

mico formal, pero sin gran impacto². Sin embargo, los modelos económicos pasan en general por alto la cuestión de las motivaciones que se esconden detrás de las decisiones morales de los agentes.

Las motivaciones morales de acuerdo con tres grandes corrientes de pensamiento sobre ética a saber la teoría aristotélica de la virtud, la deontología kantiana y el utilitarismo de John Stuart Mill, fueron investigados por Colle y Werhane (2008). Ellos encontraron que Aristóteles y especialmente Kant, afirmaron que la motivación moral inevitablemente ha de surgir de las motivaciones intrínsecas de cada individuo. Por otro lado, Mill ve dos opciones: el individuo está motivado por la necesidad de satisfacer los requerimientos externos o atiende a motivaciones internas. Mill asigna sin duda una superioridad moral a la segunda opción. Aristóteles, Kant y Mill están de acuerdo también en el hecho de que la vida humana tiene un objetivo (aunque difieren en cuanto a la definición de este objetivo), lo que implica que el ser humano debe usar la razón para ser capaz de entender

2. Laffont (1975) estableció una función de utilidad en la que un individuo maximiza su utilidad de acuerdo con los principios kantianos (actuar como si quisieras que tus acciones se convierten en una ley universal). White (2004) sostiene que el homo economicus puede seguir deberes imperfectos, pero en primer lugar, no trata de modelarlo y en segundo lugar, debilita sustancialmente la teoría kantiana de la ética.

este objetivo final.

Las motivaciones morales en el sistema ético son el equivalente de los incentivos en la economía y en ambos casos hay que suponer que los individuos están dotados de una cierta forma de razón. Si tratamos de aplicar esto a los mercados financieros, se debe inmediatamente observar que nos enfrentamos aquí a un acertijo intelectual. ¿Cómo se puede encontrar un equilibrio entre las autoridades que implementan un sistema de vigilancia y castigo con el fin de obtener el comportamiento “ético” de los participantes del mercado con la necesidad de una motivación moral intrínseca detrás de los actos humanos?

Es evidente que el cumplimiento de las normas y reglamentos no es suficiente para establecer si un acto es ético o no. En la perspectiva kantiana en particular, no sólo es insuficiente sino que es insignificante atenerse o no a la legislación vigente. Kant diría que un comerciante (o un banquero) aplica un tratamiento justo y equitativo a todos sus clientes, porque sabe que esto conducirá a un comportamiento óptimo y sería perjudicial para su negocio no actuar moralmente. Sólo la buena voluntad se puede discernir como algo bueno, sin restricciones.

Creemos que no se arriesga demasiado al afirmar que las autoridades financieras contemporáneas no se basarían nunca únicamente en la fe que los actores financieros seguirán el imperativo categórico de Kant o la ética virtuosa aristotélica.

Como é possível um equilíbrio entre as autoridades que aplicam um sistema de vigilância e a punição, a fim de obter um comportamento «ético» dos participantes no mercado com a necessidade de uma motivação intrínseca moral por detrás de actos humanos?

Claramente, o cumprimento das regras e regulamentos não é suficiente para estabelecer se um acto é ético ou não.

Multiplicando-se as restrições e aumentando a fiscalização, estamos a impedir o desenvolvimento de um carácter virtuoso, mas em contrapartida admitimos que uma supervisão potencialmente melhor pode levar-nos para mais perto do objectivo; o que se traduz num melhor funcionamento do mercado financeiro.

O que falta determinar é com que categorias devemos exactamente julgar os mercados financeiros?

Hoy en día, nadie pone en duda la idea de que los mercados son imperfectos y necesitan correcciones en determinadas áreas o circunstancias. Muchas personas están pidiendo más y/o mejores incentivos para los participantes del mercado. En realidad, diversas instituciones se encargan de regular y controlar los mercados financieros³. Al multiplicar las restricciones y al aumentar los órganos de control, se está obstaculizando el desarrollo del carácter virtuoso, pero en cambio se admite que una supervisión potencialmente mejor, puede acercarnos al objetivo, que es el mejor funcionamiento del mercado financiero. Este enfoque podría ser clasificado como teleológico, ya que favorece la evaluación de la conducta en relación con sus objetivos. Sin embargo, lo que queda por determinar es ¿a través de que categorías exactamente deberíamos juzgar a los mercados financieros? Esto requiere una breve investigación sobre las raíces y la historia del sector financiero.

Enfoque Teleológico ¿Cómo juzgar los mercados financieros?

Nunca se debe olvidar que, de acuerdo a la economía convencional, la función de los mercados financie-

3. Sin embargo, muchas personas se asustan ante la globalización de los mercados financieros, principalmente porque, como Paul Krugman lo dijo en una ocasión, «se resume lo que les disgusta en los mercados en general: el hecho de que nadie está a cargo».

ros es la asignación de los recursos disponibles para su uso más productivo. Otro papel, menos destacado, pero igualmente importante, es la de redistribuir y asignar los riesgos de aquellos que tienen aversión al riesgo a aquellos que pueden gestionarlos. Pero el cómo se ha interpretado este papel es cuestionable. Muchas personas afirman que la miseria humana y la degradación son causadas por las instituciones financieras y no por falta de ellas. La prohibición de la iglesia sobre la práctica del interés más allá del valor principal de un préstamo (la usura) es un síntoma de algunos prejuicios acerca de las finanzas. Curiosamente, la condena de un interés excesivo impulsada por los frailes dominicos y franciscanos en el siglo XIII comenzó con el período de fuerte aumento de las tasas de interés, debido a un aumento de la oferta de moneda. Esta última fue una consecuencia directa del descubrimiento de nuevas minas de plata en Alemania (Antigua y Abraham, 2007). Finalmente la prohibición nunca se aplicó con rigor, porque muchas excepciones fueron aprobadas. La inversión en alianzas y las primeras formas de empresas conjuntas y participación en los beneficios no fueron prohibidas.

Tampoco fueron cobradas multas por pagos tardíos de la deuda principal. Santo Tomás de Aquino ya tenía una vaga idea del riesgo de crédito cuando aceptó que podía haber una legítima y limitada compensación por la pérdida potencial de capital causada por el prestamista (Antigua

ÉTICA: UNA DIETA PARA LOS MERCADOS FINANCIEROS ALTAMENTE APALANCADOS

Nunca esquecer que, de acordo com a economia convencional, o papel dos mercados financeiros é alocar os recursos disponíveis para uma utilização mais produtiva. Um outro papel, menos enfatizado, mas igualmente importante, é redistribuir e alocar os riscos de quem tem aversão ao risco para aqueles que podem gerir os riscos.

Mais genericamente, a hostilidade para com os financiadores através dos séculos da nossa história esteve enraizada, como apresentou Ferguson (2009), «na ideia de que aqueles que vivem de emprestar dinheiro são um pouco parasitas em relação às actividades económicas «reais» da agricultura e produção».

Certamente que seria simplista assumir uma relação linear entre o ritmo da inovação financeira e o desenvolvimento; no entanto, a grande maioria dos economistas académicos concordam que há uma correlação estatisticamente signi-

y Abraham, 2007). Pero la idea de que, por ejemplo, un prestamista pudiese cobrar intereses al prestatario a causa del costo de oportunidad⁴ incurrido por renunciar a invertir en una sociedad, en tierra o en comercio, demostró ser demasiado controvertida para la mayoría de los teólogos del siglo XIII (Munro, 2002). Las consecuencias fueron devastadoras, especialmente para los pobres, quienes se vieron obligados a recurrir a prestamistas pequeños o no oficiales, “usureros” en la terminología actual, que cobraban intereses exorbitantes (tal vez una prima de riesgo por vivir bajo la constante amenaza del castigo de Dios).

Se puede concluir de esta breve descripción que los críticos de la usura podían aceptar la existencia de intermediarios financieros especializados, por tanto favorecieran las inversiones en proyectos empresariales y participación en los beneficios. De manera más general, la hostilidad hacia los intermediarios financieros a través de los siglos se ha basado, como demostrado por Ferguson (2009), “en la idea de que aquellos que viven de prestar dinero son en cierta medida parasitos en el seno de las actividades económicas “reales” de agricultura y de industria”. La “historia financiera del mundo” de Ferguson ofrece una descripción convincente de cómo la invención de los bancos contribuyeron al florecimiento cultural y económico del

4. Interesse - que era la raíz de la palabra «interés» y fue derivada del latín por los juristas en Bolonia

norte de Italia a finales de la Edad Media; cómo la invención de la bolsa de valores y la banca central fomentaron el aumento del potencial comercial y militar del Imperio Británico, y cómo, en general, los países que ahora están entre los más ricos en el “mundo occidental”, fueron los que desarrollaron la banca, los seguros y los sistemas de finanzas corporativas relativamente temprano. Ciertamente, sería simplista suponer una relación lineal entre el ritmo de la innovación financiera y el desarrollo, sin embargo, la gran mayoría de los economistas académicos coinciden en que existe una correlación estadísticamente significativa y positiva entre el desarrollo del sistema financiero y el ritmo del crecimiento de la economía (para una excelente revisión de este aspecto, ver Levine, 1997).

Tendemos a olvidar todo esto durante los periodos de turbulencia financiera cuando, paradójicamente, creemos que las finanzas son una fuente de inestabilidad en lugar de estabilidad y que los productos financieros innovadores son armas de destrucción masiva. Hay algunas explicaciones fáciles de este fenómeno. La crisis financiera de 2007-2008 causó pérdidas masivas de empleos y el deterioro de la calidad de vida para muchas personas. Pero lo que también sabemos es que los mercados financieros siempre han conocido subidas y bajadas, al igual que las economías emergentes en todos los continentes. Crisis, impagos y recesiones ocurren de manera regular,

ficativa e positiva entre o desenvolvimento do sistema financeiro e o ritmo do crescimento económico.

Tendemos a esquecer tudo isso durante os períodos de turbulência financeira, quando, paradoxalmente, pensamos que as finanças são uma fonte de instabilidade em vez de estabilidade e os produtos financeiros inovadores são armas de destruição maciça.

Como J. Sachs argumenta no seu recente artigo «Necessidade versus ganância», a produção mundial cresceu de \$10 trilhões, em 1960, para \$70 trilhões hoje. Ajudou muitas pessoas a saírem da pobreza.

Os financeiros isolados não podem resolver todas as questões de desenvolvimento que a humanidade está a enfrentar. No entanto, podem garantir uma maior estabilidade económica e devem aumentar a sua consciência para os desafios éticos num mundo globalizado altamente

como lo muestra el influyente libro de Reinhart y Rogoff. Los bancos, las instituciones monetarias y los gobiernos tienden a creer que con políticas mejor informadas, con herramientas de gestión mejoradas, con el progreso técnico y muchos otros factores, van a ser capaces de evitar los errores del pasado. Es probable que las crisis, causadas por una explosión de la burbuja de activos, se repitan en el futuro porque, como lo subraya Robert J. Shiller, que escribió extensamente sobre la formación de burbujas de activos, dichas crisis son imposibles de predecir con exactitud.

Además, las dificultades económicas también se deben a otros factores, entre los que me gustaría mencionar uno: el ritmo de crecimiento sin precedentes de las poblaciones y economías. Como lo muestra J. Sachs en su reciente artículo “La necesidad frente a la codicia”, la producción mundial pasó de 10 billones de dólares en 1960 a 70 billones de dólares actuales. Ello ayudó a mucha gente a salir de la pobreza. Como consecuencia, los recursos del planeta y los productos básicos (siendo el ejemplo más claro) se están agotando a un ritmo alarmante. Sachs afirma que en los últimos años, la codicia, no sólo de los banqueros, sino también de los “países occidentales”, que consumen una fracción muy grande de los recursos del mundo para mantener estándares de vida muy altos, es la principal culpable. ¿Cuál es el papel de los mercados financieros en todo esto? Los financieros por sí solos no

pueden abordar todas las cuestiones de desarrollo que la humanidad enfrenta. Sin embargo, pueden asegurar mayor estabilidad económica y deberían aumentar su conocimiento de los desafíos éticos en un mundo altamente apalancado y globalizado. En última instancia, esto es por lo que deberían ser responsables.

Dieta para los mercados financieros

Usando nuestro doble marco aristotélico telos / virtudes, una dieta para los mercados financieros debe incluir cuatro elementos fundamentales:

- D**ebate;
- I**ncentivos;
- E**ducación;
- T**argeting (orientación).

Estructuras de incentivos adecuadas y correcta orientación de productos están diseñadas para frenar la excesiva toma de riesgos y por lo tanto alcanzar el objetivo de mejorar la estabilidad de los mercados financieros. Al mismo tiempo, creemos que el debate y la educación (de todos los participantes en el mercado) son necesarios para el desarrollo de un comportamiento virtuoso entre los participantes del mercado. Es preciso subrayar dos puntos antes de entrar en detalles: en primer lugar, prefiero la evolución a la revolución y creemos que los mercados financieros necesitan una terapia después de la conmoción de la crisis sub-prime en lugar de una terapia de choque. En segundo lugar, muchas

ÉTICA: UNA DIETA PARA LOS MERCADOS FINANCIEROS ALTAMENTE APALANCADOS

alavancado. Recorrendo à nossa moldura aristotélica dupla telos/virtudes, deverá existir o envolvimento de uma dieta para os mercados financeiros com quatro blocos de construção:

D ebate
I ncentivos
E ducação
T raçar objetivos

As adequadas estruturas de incentivos e o direcionamento correcto de produtos servem para reduzir o risco excessivo e, portanto, atingir a meta de maior estabilidade dos mercados financeiros.

Ao mesmo tempo, acreditamos que o debate e a educação (de todos os participantes do mercado) é necessário a fim de desenvolver um comportamento virtuoso entre os participantes do mercado.

O conjunto de recomendações, agora conhecido como Basileia III, representa um passo na direção certa, em particular nas áreas de necesidades de liquidez. No entanto, no que diz respeito à regulação da adequação de capital, as

de estas recetas ya están siendo discutidas e incluso implementadas por las autoridades (en particular con respecto a los incentivos) y en esos casos nuestras propuestas tienen la intención de concentrarse en áreas claves y sugerir mejoras que se consideren necesarias.

Incentivos

Empezaré con la discusión de algunas mejoras necesarias del marco normativo. En esta sección, se puede cubrir una amplia gama de temas que no podemos enumerar en este formato restrictivo. Nos gustaría centrarnos en algunos incentivos correspondientes a los principales problemas estructurales identificados anteriormente: el nivel muy alto de apalancamiento y la excesiva toma de riesgos.

El conjunto de recomendaciones, ahora conocido como Basilea III, representa un paso en la dirección correcta, en particular en las áreas de requisitos de liquidez. Sin embargo, con respecto a la regulación de adecuación de capital, las recomendaciones están a mitad de camino y no tienen en cuenta una serie de cuestiones fundamentales que han contribuido a la reciente crisis.

En primer lugar, el desarrollo de los derivados de crédito utilizados por los bancos para “efectivamente” transferir riesgos crediticios a terceros lo que les permitió reducir sus requerimientos de capital. En el documento de la conferencia del Banco de Pagos Internacionales (BIS - Bank for International Settlements),

Duffie (2008) sostiene que los bancos que transfieren el riesgo crediticio tienen menos incentivos para controlar la solvencia del prestatario. Esto permite mantener porciones más grandes de activos ilíquidos y / o de activos muy riesgosos. El resultado de estas prácticas fue “el monto total del riesgo crediticio en el sistema financiero a niveles de ineficiencia”. En segundo lugar, la calibración del riesgo deja de lado los riesgos sistémicos a los que las instituciones financieras están expuestas. El efecto domino de la quiebra de un banco importante en el mercado fue bien documentado durante la reciente crisis. En tercer lugar, nuestras medidas de riesgo crediticio y de mercado son imperfectas a pesar de las evidentes mejoras y son señaladas como una declaración de hecho en lugar de una crítica. La medición de los riesgos derivados fue inadecuada, por ejemplo, a partir de las correlaciones de riesgo crediticio en valores respaldados por hipotecas. Estos dos últimos argumentos son avanzados en un artículo muy interesante de Hellwig (2010). Dado lo anterior, existen dudas legítimas que los nuevos requisitos de capital contribuirán a reducir el apalancamiento.

La solución a esto sería la introducción de medidas de apalancamiento crudas y sin calibrar, además de las actuales medidas de adecuación de capital. A pesar de que Basilea III iniciará ratios de apalancamiento de 2013 (como un experimento), estos parecen ser demasiado prudentes. Una evaluación cuidadosa del

recomendações estão a meio caminho, pois ainda não conseguem resolver uma série de questões críticas que contribuíram para a crise recente.

A solução para isso seria a introdução de medidas não-calibradas e brutas de alavancagem, além das actuais medidas de adequação de capital.

Há que ter em mente que os enormes e complexos regulamentos, como o Basileia III, certamente terão um impacto económico sobre a mediação financeira e desempenham um papel chave no desenvolvimento da economia.

A preocupação com a remuneração dos executivos é legítima; ainda assim, o que precisa de ser abordado é se os pacotes de compensação oferecidos aos banqueiros (executivos, em particular) lhes proporcionam uma óptima estrutura de incentivos do ponto de vista risco-estabilidade.

impacto económico de estas medidas debe realizarse en primer lugar, pero la equidad / activos ratios de 8-10% sería mucho más eficiente en la prevención de insolvencias bancarias y los rescates costosos.

Hay que tener en cuenta que las grandes y complejas regulaciones, como Basilea III, tienen sin duda un impacto económico en la intermediación financiera y desempeñan un papel clave en el desarrollo de la economía (véase el estudio de Basilea III preparados por la BIS). La reducción de la capacidad de préstamo de los bancos y / o el aumentado de los costos de los préstamos se traducirá muy probable en una desaceleración económica. Los críticos de Basilea III, como Hellwig, sostienen que la reducción de apalancamiento, la restricción de los aleas morales (*moral hazard*) y la reducción de los riesgos sistémicos en el sistema financiero, se traducirá en menores primas de riesgo siendo solicitadas por inversores de capital. Por lo tanto, de hecho, el aumento del costo de los préstamos será mucho menor y los beneficios en términos de la estabilidad del sistema serán significativos. Esta disyuntiva, si la hay, debe ser una cuestión de opción política.

Además de la regulación de capital, la atención de la opinión pública se ha concentrado en los niveles de compensación de los ejecutivos y altos financieros de manera más general en todos los ámbitos del sector. El argumento generalmente expuesto es que es injusto que los banqueros reciben grandes fracciones de los be-

neficios cuando la economía va bien, pero cuando la economía va mal, los costos del rescate de una institución financiera deben ser sufragados por los contribuyentes (que por cierto agrava el problema del aleas moral). La preocupación en cuanto a la remuneración de los ejecutivos es legítima pero el problema que debe abordarse es si los paquetes de compensación ofrecidos a los banqueros (los ejecutivos en particular) les proporcionan una estructura de incentivos óptima desde una perspectiva de estabilidad del riesgo. Esta es una visión poco ortodoxa. Cai, Cherry y Milbourn (2010) explican que, desde una perspectiva clásica, la adecuación del sistema de remuneración de ejecutivos es “alineal los incentivos de gestión con los de los accionistas”.

Hay pocas probabilidades para retornar a la gestión bancaria familiar al estilo Medici. El problema de principal-agente en el caso del sector financiera se ve reforzado por una serie de factores tales como una influencia cada vez mayor, sistemas de protección de depósitos, garantías explícitas o implícitas del Estado o acceso a líneas de liquidez de emergencia del Banco Central. Kandel (2009) sostiene que los salarios de los ejecutivos podrían reducirse sustancialmente sin afectar la estructura de incentivos. Algunos economistas, por ejemplo, Gehrig, Lutje y Menkhoff (2009) defienden la hipótesis de que la relación entre el tamaño de la variable, basado en el desempeño de remuneración de los

O problema principal da agência no caso da indústria financeira é ampliado por um número de factores, como uma alavanca cada vez mais elevada, esquemas de protecção dos depósitos, garantias explícitas ou implícitas do Estado ou acesso a janelas de liquidez de emergência pelo Banco Central.

O que as autoridades públicas poderiam propor é a introdução de critérios de estabilidade financeira para calcular a parte variável da remuneração dos executivos. Poderia ser recomendado (mas não imposto!).

A fim de executar correctamente um dos principais papéis dos mercados financeiros, ou seja, a redistribuição dos riscos, os participantes do mercado devem distribuir produtos que sejam adequados à alfabetização financeira do cliente.

administradores de fondos de inversión y su voluntad de tomar riesgo es insignificante. Sin embargo, hubo un consenso general de que los paquetes de remuneración animan la maximización del beneficio a más corto plazo, por ejemplo, aumentando el apalancamiento, la participación agresiva en el negocio o perdiendo el control sobre los estándares de origen del crédito.

Pero la cuestión clave es la siguiente - si los administradores maximizan la utilidad de los accionistas, no tienen necesariamente en cuenta los intereses de los depositantes, deudores y otras partes interesadas, por no hablar de los temas de la estabilidad general del mercado. No es evidente que el público en general tenga la facultad para imponer a las instituciones financieras la aplicación de estructuras de compensación que promuevan la estabilidad del sistema en general. La estabilidad financiera es muy conveniente para la sociedad en su conjunto pero los medios para lograr este objetivo deben ser debatidos.

Lo que las autoridades públicas podrían proponer es la introducción de criterios de estabilidad financiera para el cálculo de la parte variable de la remuneración de los ejecutivos. Podría ser recomendable (¡pero no impuesta!). Son los bancos quienes deben establecer internamente y de antemano los umbrales de apalancamiento, ratios estables de financiamiento, los niveles de riesgo crediticio y ajustar la compensación según si los objetivos se cumplen o no.

Targeting (orientación)

Con el fin de cumplir correctamente una de las principales funciones de los mercados financieros, es decir, la redistribución de riesgos, los participantes del mercado deben proponer productos que estén adecuados a la educación financiera de los clientes (este punto será abordado en el capítulo siguiente). El alcance de aplicación de principios adecuados es muy amplio, por ejemplo, ofrecer cuentas de corretaje a clientes minoristas o conceder préstamos denominados en moneda extranjera a clientes que tienen ingresos en moneda nacional significa exponerlos a riesgos que no necesariamente pueden ser capaces de asumir. Este es otro ámbito de la regulación financiera que ha sido objeto de un cuidadoso examen, y progresos significativos se han hecho. Desde una perspectiva europea, la directiva sobre los Mercados de Instrumentos Financieros (*MiFID/Markets in Financial Instruments Directive*) es uno de los mejores ejemplos de esto. Uno de sus principales objetivos es mejorar la clasificación de los clientes de acuerdo a su capacidad para entender los productos financieros. Tres categorías se aplican: los clientes minoristas, los clientes profesionales y las contrapartes. Esta última categoría comprende otras instituciones financieras.

Centrémonos en las dos primeras que deben ser mucho más adversos al riesgo. La definición de cliente profesional es que debe tener “expe-

Este é outro campo de regulação financeira que tem sido sujeito a um exame cuidadoso, tendo-se assistido a um progresso significativo. Numa perspectiva europeia, os Mercados na Directiva dos Instrumentos Financeiros (DMIF) é um dos melhores exemplos disso mesmo.

Foi a falta de clientes na área do retalho ou os bancos, quando em alguns países foram concedidos, em massa, empréstimos hipotecários que as pessoas não podiam pagar (sub-prime)? A pergunta é retórica, dada a enorme assimetria de conhecimentos e experiências entre os bancos e os mutuários de baixa rendimento.

A linha entre o comportamento antiético e as más decisões de negócios é, muitas vezes, muito tênue, mas neste caso a estrutura de incentivos foi claramente insuficiente.

riencia, conocimiento y experiencia para hacer que sus propias decisiones de inversión y para valorar correctamente los riesgos inherentes a estas". Los demás clientes son clientes minoristas, para quienes asumimos tienen un conocimiento insuficiente para tomar decisiones de inversión. Ellos disfrutaban, al menos en teoría, del más alto grado de protección regulativa. Sin embargo, la incapacidad alarmante de los bancos para evaluar los riesgos crediticios tuvo un impacto directo sobre los clientes que compran incluso productos bancarios básicos al por menor. ¿Fue culpa de los clientes minoristas o de los bancos, cuando en algunos países concedieron masivamente créditos hipotecarios a personas que no podían asumirlos (*subprime*)? La pregunta es retórica, dada la enorme asimetría de conocimientos y experiencias entre los bancos y los prestatarios de bajos ingresos. Otro ejemplo es la oferta de productos con riesgos de divisas incorporados como los préstamos denominados en moneda extranjera a personas que no pueden cubrir el riesgo (que no tienen acceso al mercado de derivados).

El mismo análisis podría aplicarse en cierta medida a los clientes profesionales. Como cuestión de hecho, la distinción entre clientes profesionales y particulares es a menudo borrosa. Los clientes profesionales pueden ser, por ejemplo, las medianas o grandes empresas que son clientes de los bancos. Dichas empresas se suponen que son administradas por

gestores con conocimientos financieros que son capaces de identificar y abordar los riesgos potenciales, pero la realidad es algo diferente. En 2008/2009, cuando los mercados estaban con nerviosismo vendiendo activos en los mercados emergentes, empujando sus monedas hacia abajo, a veces dramáticamente, uno de los temas clave en Polonia fue las opciones sobre divisas. Al parecer, las empresas polacas habían entrado en las opciones sobre divisas con los bancos sin necesariamente tener ningún tipo de operaciones subyacentes de alto riesgo y apostar en contra, aparte de la apreciación de la moneda polaca. En muchos casos, el propósito de esto era puramente especulativo y expuso a las empresas a grandes pérdidas.

La línea de defensa de los bancos fue que se trataba de clientes profesionales. Sin embargo, en una serie de testimonios a la prensa, tantos empleados de bancos y clientes confirmaron que las empresas que compraron los productos no tenían suficientemente conciencia de los riesgos que estaban tomando. La línea entre el comportamiento poco ético y la carente decisión empresarial es a menudo muy delgada pero en este caso la estructura de incentivos era claramente insuficiente. Los empleados bancarios tenían fuertes incentivos para vender porque su salario final dependía del volumen de productos vendidos, por lo que hicieron hincapié sólo en los beneficios potenciales.

Un enfoque alternativo es modifi-

ÉTICA: UNA DIETA PARA LOS MERCADOS FINANCIEROS ALTAMENTE APALANCADOS

Não existem soluções fáceis para este problema, mas as instituições financeiras devem ser encorajadas a tomar uma abordagem mais conservadora na avaliação da capacidade do cliente para gerir riscos. De uma perspectiva de regulação, os incentivos podem vir de entidades de serviços financeiros.

O debate sobre as questões éticas em finanças deve ocorrer no âmbito das instituições financeiras, mas também na esfera pública, e envolver todos os tipos de actores sociais. Um dos efeitos latentes de um debate desta natureza será uma maior consciência das questões éticas no seio da sociedade.

Um dos principais obstáculos é a alfabetização financeira relativamente baixa da sociedade.

Neste contexto, a tomada de decisões informadas é muito difícil. Para abordar esta questão, proponho o seguinte. Os fundamentos das finanças e da economia devem ser introduzidos nas escolas secundárias numa fase relativamente pre-

car la estructura de incentivos con el fin de promover una mejor selección de productos financieros. No hay soluciones fáciles para este problema, pero las instituciones financieras deberían ser alentadas a adoptar un enfoque más conservador al evaluar la capacidad del cliente para gestionar los riesgos. Desde un punto de vista normativo, los incentivos podrían provenir de las autoridades de los servicios financieros. Un buen ejemplo fue la reacción de la Autoridad Financiera Polaca (KNF) a la práctica generalizada de los préstamos en moneda extranjera a clientes minoristas. De acuerdo con “la Recomendación T” los bancos deben realizar pruebas de estrés de la capacidad del prestatario para pagar su deuda bajo el escenario de un cambio de tasa de interés y la depreciación del tipo de cambio. También recomienda un límite de gastos de amortización de la deuda en relación con los ingresos netos mensuales. A pesar que las pruebas de estrés son imperfectas, la aplicación de estas medidas es una manera relativamente fácil de mejorar la orientación adecuada de los productos financieros.

Debate / Educación

Estos dos elementos se presentan juntos, porque hay algunas sinergias evidentes que deben lograrse entre los dos. El debate sobre las cuestiones éticas en las finanzas debe tener lugar dentro de las instituciones financieras, pero también en la esfera pública y contar con la participación de todo tipo de actores sociales. Uno

de los efectos latentes de este debate será una mayor conciencia de los problemas éticos en la sociedad.

Casi cada uno de nosotros es cliente de entidades financieras y dependemos de ellas para satisfacer nuestras necesidades básicas. Como se hizo eco de R. Hinde (2007), cuando los mecanismos de competencia en el mercado funcionan correctamente, “las exigencias éticas de la opinión pública pueden afectar lo que la empresa hace”.

Naturalmente, el cuanto las empresas cambian su comportamiento depende en gran medida de cuántos clientes son conscientes de las cuestiones éticas, y si deciden tomar acción directa. Algunos críticos también dirían que esto es la inscripción de necesidad ética en la lógica de la competencia en el mercado. Sin embargo, creo que este es un paso necesario para desarrollar un comportamiento virtuoso, lo que en el futuro será más el fruto de estímulos morales intrínsecos que de restricciones regulativas y de mercado.

Una de las principales limitaciones es la relativamente baja educación financiera de la sociedad. Lusardi (2008) realizó un estudio de caso muy convincente sobre el actual nivel de analfabetismo, destacando que la ignorancia de los conceptos financieros básicos puede estar vinculada al bajo nivel de ahorro (incluidos los ahorros de pensiones), las decisiones inadecuadas de endeudamiento y la falta de participación en formas más sofisticadas de inversión. En este contexto, la toma de decisiones in-

coce e como disciplina obrigatória.

Ao mesmo tempo, as instituições financeiras também devem estar envolvidas na educação dos seus colaboradores que não deve ser limitada aos serviços básicos de e-learning com o departamento de Conformidade.

Um dia do ano deve ser designado como um «Dia da Ética nas Finanças». Os colaboradores devem formar grupos de trabalho e efectuar pesquisas sobre temas seleccionados da área da ética, que deve envolver a leitura de textos clássicos e a análise de práticas de mercado, que devem ser exibidas no «Dia da Ética nas Finanças».

formada es muy difícil. Para abordar esta cuestión, propongo que fundamentos de finanzas y de economía sean introducidos en las escuelas secundarias en una etapa relativamente temprana como materias obligatorias. El objetivo de esta medida sería proporcionar a todos los estudiantes un conocimiento básico de los productos financieros con los que tendrían más probabilidades de encontrarse en la edad adulta (cuentas de ahorro, préstamos hipotecarios, planes de pensiones, seguros, etc).

Al mismo tiempo, las instituciones financieras también deberían participar en la educación de sus empleados, la cual no debería ser limitada a programas de aprendizaje electrónico con el departamento de cumplimiento. Un día del año debería ser proclamado como “Día de la Ética en las Finanzas”. La característica principal del “Día de la Ética en las Finanzas” sería que debe ser preparado de antemano. Los empleados deberían formar grupos de trabajo y realizar investigaciones sobre determinados temas en ética, que deberían incluir la lectura de textos clásicos y el análisis de las prácticas del mercado, y que deberían ser exhibidos en el “Día de la Ética en las Finanzas”. Otras herramientas podrían ser desarrolladas internamente por

las empresas dando una gran flexibilidad para adaptar el ejercicio a sus características internas específicas.

Administrativamente, el “Día de la Ética en las Finanzas” podría ser coordinado por los bancos centrales o por las autoridades financieras. No se debería ser impuesto a las instituciones financieras, sino más bien recomendado como una buena práctica. Además, los bancos centrales podrían hacer presión sobre otros bancos mediante la organización de una serie de seminarios, clases en escuelas o campañas publicitarias. Una parte integral del “Día de la Ética en las finanzas” debería ser una debate en forma de “mesa redonda” organizado, por ejemplo, por las empresas nacionales de radiodifusión y bien publicitado entre el público, donde los diferentes interlocutores sociales podrán debatir sobre temas éticos. El objetivo principal de la mesa redonda sería de promover la discusión en un intento de construir un lenguaje común con respecto a dichas cuestiones. Uno de los temas principales debería ser la responsabilidad del sector financiero en la promoción de un crecimiento económico sostenible. •

Bibliografia

- Biais Bruno, Rochet Jean-Charles and Woolley Paul. 2009. "The Lifecycle of the Financial Sector and Other Speculative Industries" IDEI Working Paper, April 2009.
- Cai Jian, Cherny Kent, Milbourn Todd. 2010. "Compensation and Risk Incentives in Banking and Finance", Economic Commentary No 2010-13, The Federal Reserve Bank of Cleveland.
- de Colle Simone and Werhane Patricia H. 2008. "Moral Motivation Across Ethical Theories: What Can We Learn for Designing Corporate Ethics Programs?", *Journal of Business Ethics* Volume 81, Number 4, 751-764.
- Duffie Darrel. 2008. "Innovations in credit risk transfer: implications for financial stability", BIS Working Papers No 255, July 2008.
- Ferguson Niall. „The Ascent of Money. A Financial History Of The World”, Penguin Books, 2009.
- Financial Services Authority, background information on MiFID <http://www.fsa.gov.uk/pages/About/What/International/mifid/index.shtml>
- Gehrig Thomas P., Lutje Torben, Menkhoff Lukas. 2009. „Bonus Payments and Fund Managers' Behavior: Transatlantic Evidence“, *CESifo Economic Studies*, Vol. 55, 3-4/2009, 569–594.
- Grosh Paul and Vardy Peter. „The puzzle of ethics”, second edition. London: Fount, 1999.
- Hellwig Martin. 2010. „Capital Regulation after the Crisis: Business as usual?”, Preprints of the Max Planck Institute for Research on Collective Goods, Bonn 2010/31.
- Hinde Robert A. „Bending the Rules”, Oxford University Press, 2007.
- Kandel Eugene. 2009. "In Search of Reasonable Executive Compensation", *CESifo Economic Studies*, Vol. 55, 3-4/2009, 405–433.
- Kant Immanuel. „Les fondements de la metaphysique des moeurs”, *Le Livre de Poche, Les Classiques de la Philosophie*, 2009.
- Komisja Nadzoru Finansowego. Rekomendacja T, http://www.knf.gov.pl/Images/Rekomendacja%20T_tcm75-18474.pdf
- Krugman Paul. "We are not the World", *New York Times*, 13th of February 1997.
- Kraskowski Leszek. 2009. "Wciskali toksyczne opcje, zarabiali krocie", *Dziennik* 19th of February 2009, <http://wiadomosci.dziennik.pl/polityka/artykuly/139163,wciskali-toksyczne-opcje-zarabiali-krocie.html>
- Lehman Craig. 1988. "Moral and Conceptual Issues in Investment and Finance: An Overview", *Journal of Business Ethics* 7 (1988) 3-8.
- Levine Ross. 1997. "Financial Development and Economic

Growth: Views and Agenda,” *Journal of Economic Literature*, vol. 35(2), pages 688-726.

Lusardi Annamaria. 2008. „Financial literacy: an Essential tool for informed consumer choice?”, NBER Working Paper No. 14084.

Munro John. 2001. “The Late-Medieval Origins of the Modern Financial Revolution: Overcoming Impediments from Church and State”, Working Paper No. 2-2001, Department of Economics, University of Toronto.

Mews Constant J., Abraham Ibrahim. 2007. “Usury and Just Compensation: Religious and Financial Ethics in Historical Perspective”, *Journal of Business Ethics* (2007) 72, 1–15.

Nielsen Richard P. 2010. “High-Leverage Finance Capitalism, the Economic Crisis, Structurally Related Ethics Issues and Potential Reforms”, *Business Ethics Quarterly* 20 (2), 299-330.

Sachs Jeffrey. 2011. “Need Versus Greed”, found at www.project-syndicate.org

Schopenhauer Arthur. 2005. „The Basis of Morality”, second edition. Dover Publications Inc.

Turner Adair. 2010. „Rules to keep bankers honest”, *FT Comments & Opinions*, 7th of December 2009.

White Mark D. 2004. „Can Homo Economicus Follow Kant’s Categorical Imperative”, *Journal of Socio-Economics* 33 (2004), 89-106.

Resumen del texto de Jakub Kuriata

Ética: una dieta para los mercados financieros altamente apalancados

ciación de derivados, podrían plantear problemas éticos puesto que los derivados han estado involucrados en la crisis financiera de 2007-2009, así como en otras desastrosas debacles financieras. En segundo lugar, identificaré tres pautas que son necesarias cuando se trata con la gestión de riesgos financieros, especialmente con el negocio de derivados. Integrar estas pautas en la teoría y en la práctica ayudaría a los actores del mercado a entender que el riesgo financiero es parte de un marco necesario para la promoción de la ética y la integridad en las finanzas.

Los instrumentos derivados no se limitan a proporcionar un medio para el intercambio de riesgo financiero, pero de hecho, pueden también crear riesgos y futuras incertidumbres que podrían ser - en algunos casos - éticamente inaceptables. En primer lugar, mostraré que, desde una perspectiva social, la transformación y la dispersión del riesgo, causadas por la nego-

Ética: uma Dieta para Mercados Financeiros Altamente Alavancados

poníveis para uma utilização mais produtiva e redistribuir e alocar riscos, e através deste canal contribuir positivamente para o crescimento económico. Neste contexto, defendemos que devemos ter uma abordagem consequencialista. Devemos julgar os mercados financeiros pela sua capacidade de contribuir para o florescimento humano (eudaemonia aristotélica) no exercício das suas funções de forma eficiente. Para atingir este objetivo, os mercados financeiros exigem um tratamento multi-dimensional designado de DIETA: Debate / Incentivos / Educação / Traçar objectivos. Debate / Educação é promover o comportamento virtuoso entre os participantes do mercado; “Incentivos” para conter o risco excessivo e “Traçar objectivos” para alocar adequadamente o risco e os recursos.

A questão mais urgente a ser abordada hoje é a dimensão ética do fracasso recente dos mercados financeiros. O sector financeiro é caracterizado por um investimento altamente alavancado, risco excessivo, mudanças tecnológicas e globalização rápida. Segundo a teoria económica padrão, o papel dos mercados financeiros é alocar os recursos dis-