

# EL VALOR DE ASUMIR Y EVITAR RIESGOS

## La ética de la gestión de riesgos y la industria financiera

Peter Koslowski

La gestión de riesgos ha sido la palabra clave de las últimas décadas en la industria financiera. Los agentes del mercado financiero afirmaban que la nueva gestión de riesgos era capaz de manejarlos hasta tal punto que no volvería a producirse ninguna crisis financiera. Sin embargo, dicha gestión de riesgos no ha cumplido sus promesas. Se han transferido pérdidas y riesgos enormes de los mercados financieros al contribuyente en los inmensos rescates bancarios de los últimos años (Koslowski 2011).

Una razón para la crisis de la gestión de riesgos es la opacidad en torno al valor de la asunción y la elusión de los riesgos. Ambos tienen valor pero no al mismo tiempo y no bajo las mismas circunstancias. Cuando alguien ha desarrollado una innovación tecnológica y asume los riesgos financieros y personales de introducirla en el mercado, elogiamos esa acción. Lamentaríamos que dicha innovación no hubiese sido introducida por reticencias ante los posibles riesgos. La buena disposición para asumir riesgos se considera deseable dentro del contexto de la innovación.

Si una persona tiene familia e hijos y evita asumir grandes riesgos, resulta deseable para su familia y para la sociedad. Del mismo modo, si una persona en esta situación asume grandes riesgos invirtiendo su dinero en acciones en el mercado bursátil, no se vería como algo deseable. En determinadas

circunstancias, la prudencia y el deseo de evitar riesgos se consideran convenientes y como una conducta adecuada.

De esta sencilla observación se desprende que la asunción y la elusión de riesgos no son los únicos factores de peso para guiar las acciones en los mercados financieros. La asunción y la elusión de riesgos son actitudes que las mismas personas pueden adoptar en diferentes fases de sus vidas. Una persona soltera podrá mostrar una actitud distinta ante el riesgo que si estuviese casada. Un joven podrá tomar una actitud diferente a la de un anciano.

## **Una razón para la crisis de la gestión de riesgos es la opacidad en torno al valor de la asunción y la elusión de los riesgos**

Asumir un riesgo normalmente implica una apuesta: que la alternativa arriesgada es mejor opción que la alternativa menos arriesgada. La primera suele aportar mayores beneficios a cambio de un riesgo más elevado. Apostar por la alternativa menos arriesgada conlleva un riesgo menor, así como un menor beneficio.

Durante el periodo que culminó en la crisis financiera, la apuesta financiera se incrementó hasta un nivel desconocido hasta la fecha. El incremento de dicha apuesta resultaba evidente en todos los mercados financieros. Era patente en el mercado de capitales, en el que la especulación sobre las ganancias de capital derivadas de las acciones se incrementó drásticamente. Resultaba igual de notorio en el mercado de crédito, en el que la política del dinero fácil catapultó los volúmenes de préstamos a cotas sorprendentes. Mientras tanto, la laxitud de los requisitos para los avales de los préstamos derivó en una mayor tolerancia de la incertidumbre especulativa respecto a los deudores, y las garantías crediticias de mala calidad fueron

compradas a los bancos por inversores especulativos en forma de productos estructurados. Por último, se hizo evidente en el mercado de los derivados, en el que se produjo algo parecido a una explosión de las apuestas sobre futuros y opciones<sup>1</sup>.

#### CAPITALISMO AMERICANO Y ECONOMÍA SOCIAL DE MERCADO EUROPEA: ACTITUDES DIFERENTES ANTE EL RIESGO

Detrás de la crisis del mercado financiero provocada por las apuestas radica la tendencia y la intención deliberada de la industria moderna de impulsar la capacidad de producción hasta el límite y alcanzar el máximo producto interior mediante la correcta asignación del capital. La industria financiera juega un papel importante a la hora de cumplir este objetivo en su calidad de intermediario financiero. A través de su papel determinante en el mercado de crédito y su función mediadora en los mercados de capitales y derivados, contribuye a una asignación de capital óptima y, en consecuencia, a la eficiencia de la economía en su conjunto.

Por su parte, los créditos de inversión generan nuevas oportunidades para el crecimiento económico. Por esta razón, se seguirá necesitando a la industria financiera en el futuro. No obstante, la crisis demuestra que un fallo de las instituciones financieras es un multiplicador tan negativo como positivo es su buen funcionamiento. Las crisis financieras, con su asignación de capital ineficaz, derivan en la contracción de la economía real. Por lo tanto, resulta necesario evitar cualquier fallo o disfunción del sector financiero. Incluso si el sector financiero no siempre alcanza la frontera de

<sup>1</sup> En la escala relativa a la comercialización de los instrumentos derivados, véase Posner (2009, 144): "En su punto álgido, el mercado de las permutas de incumplimiento crediticio [*credit default swap*, CDS] era mayor que todo el mercado de valores estadounidense (aunque esto puede llamar a engaño puesto que los intercambios se compensan en gran medida)". Según Luttermann (2008), se utilizaron más de 50 billones de dólares por permutas de incumplimiento crediticio [CDS] para apostar por derivados sintéticos y posiciones en corto.

posibilidades de producción en sus servicios financieros para la economía real, una asignación ligeramente escasa del capital es preferible para una crisis financiera completamente desarrollada derivada de la asignación arriesgada e indebida de capital mediante la concesión exagerada de créditos y el agotamiento total del capital propio de los bancos. Si los instrumentos menos creativos y puramente financieros implican la pérdida del 0,5% del crecimiento de la economía en su conjunto, esto sería mejor que una crisis del mercado financiero con una significativa destrucción del capital y pérdidas del crecimiento del -5% en la economía nacional.

Suponiendo que la frecuencia de las crisis financieras sea de una cada treinta años, con una pérdida del crecimiento del 0,5% anual durante dicho periodo, el cálculo parece nuevamente diferente. En este caso, sería mejor soportar una crisis financiera cada treinta años. Estaríamos hablando entonces de crisis financieras razonables, lo que resultaría mucho más lógico de tolerar que la realización de un esfuerzo anticipado para la asignación óptima del capital<sup>2</sup>. La elección entre la asignación de capital cargada de riesgo y las posibles crisis financieras ya no resulta tan clara, si una pérdida de crecimiento sustancial durante varios años causada por instrumentos de financiación menos creativos se contrapone al riesgo de una crisis poco frecuente y relativamente moderada. La frecuencia de las crisis financieras resulta de hecho crucial.

En referencia a la relación entre la eficiencia de la asignación del capital, la eficiencia de la industria financiera y el crecimiento de la economía real, se hace patente que la evaluación de riesgos para los instrumentos financieros es complicada y al plantear qué riesgos debería asumir el sistema financiero respecto a la elección de los instrumentos, el consenso es prácticamente imposible. La ética de las finanzas debe por consiguiente plantearse

<sup>2</sup> Thiel (1996) discute los enfoques que explican las crisis financieras desde la racionalidad de sus actores.

si rechazar estos instrumentos en su conjunto, así como si declararlos éticamente problemáticos. Incluso para la evaluación de los instrumentos financieros arriesgados, el hecho es que la ética no busca rebatir la realidad de la industria financiera con un principio abstracto. Más bien, al valorar el objetivo de la industria de las finanzas y las restricciones de los derechos humanos, se extrae una normatividad ética de su propia naturaleza. Desde el principio de idoneidad a efectos de una institución o el principio de obligación resultado de su naturaleza, las obligaciones consiguientes son normativas aunque quizá no resulten tan exhaustivas y estrictas como podían esperar que fueran aquellos que se vieron afectados por una crisis del mercado financiero. Desde el principio ético de la obligación podemos inferir que debemos rechazar los instrumentos meramente “inflados” que no aportan beneficios para el cliente o las soluciones superficiales que cosechan beneficios microeconómicos para las instituciones financieras pero que carecen de todo mérito macroeconómico.

### **Al valorar el objetivo de la industria de las finanzas y las restricciones de los derechos humanos, se extrae una normatividad ética de su propia naturaleza**

De acuerdo con este principio, determinadas formas de titulización resultan asimismo problemáticas desde un punto de vista ético. Por ejemplo, resulta contradictoria la siguiente afirmación de Posner: “Dejando de lado la opacidad para los inversores de los valores complejos, no hay nada inadecuado en la titulización de la deuda, es decir, en transformar una deuda en un valor” (Posner 2009, 54).

No se puede hacer caso omiso de la opacidad de los complejos instrumentos financieros titulizados. Constituye el problema ético y económico principal de la titulización. Desde el punto de vista de una teoría de economía

ética, resultaría indefendible crear instrumentos titulizados que no se entiendan y que, en consecuencia, causen graves daños. Sería como permitir los coches de carreras en las autopistas públicas; la mayoría de los conductores no podrían utilizarlos de forma segura aunque siempre habría unos pocos que sí fuesen capaces. Las condiciones para la titulación se deben modificar y volver más estrictas<sup>3</sup>. Por su parte, los bancos deben estar en disposición de explicar las ventajas económicas de la asignación de capital de bonos titulizados, tales como los CDO, que se generan y se venden exclusivamente con el fin de sortear los requisitos de capitalización de los bancos y, por lo tanto, incrementan el riesgo económico o sistémico, y desencadenan crisis.

Cuando se trata de los derivados, surge la misma pregunta que en el caso de la titulación. ¿Tiene la mayoría de los derivados algún beneficio funcional aparte de generar comisiones y primas para las instituciones financieras? Por motivos éticos no se debería permitir ni la inflación del número de contratos de derivados ni su disociación de la función de cobertura y arbitraje, lo que conlleva una especulación económicamente perjudicial. El objetivo de evitar la especulación excesiva exige de los contratos de derivados mayor responsabilidad y transparencia que las actuales. Desde el registro hasta el depósito del capital. Como principio general relativo a la especulación de los mercados financieros, se debería exigir, por razones éticas, que la especulación no aumentase de forma incontrolada ni supere el nivel necesario para garantizar la liquidez del mercado.

La manera más eficaz de salir de la crisis es inculcar a los actores de las instituciones financieras y los mercados financieros la idea de que la industria financiera es más que una zona de recreo para los genios financieros y los

<sup>3</sup> Esta demanda ha sido planteada asimismo por Sinn (2009, 314): “Por lo que la titulación multinivel debería estar prohibida [...] Una titulación multinivel, a menudo de seis y hasta veinticuatro niveles, resulta absurda y no cumple ninguna función económica. Explotar las normas permisivas y llenas de lagunas del sistema no es más que una artimaña”.

especuladores. En lugar de ello, la función de los bancos, el mercado de valores y los asesores financieros debería ser la prestación de servicios. Están al servicio de la economía real mejorando la asignación del capital, que a su vez resulta necesaria para la eficacia de la economía en su conjunto.

Parte de la mentalidad de servicio de la industria financiera es el respeto del deber fiduciario de los bancos frente al cliente. Este deber no solo constituye una obligación jurídica externa sino también un deber interno y ético o un compromiso. El conocimiento consciente de que la industria financiera cuenta asimismo con un compromiso ético, y no simplemente con deberes exigibles externamente, constituye una cuestión de vital importancia para superar las crisis del mercado financiero. La industria financiera debe entender que opera en un campo de sensibilidad ética extrema. Resulta indispensable el compromiso ético de asesores e instituciones financieras por el simple motivo de que el Estado no puede garantizar cada consulta realizada con un asesor financiero. Los bancos deben asumir que son proveedores de servicios financieros, que su función es servir al cliente y que, por lo tanto, no pueden vender impunemente algo a alguien o aconsejarle un movimiento que posteriormente lo abocará a una situación muy complicada. Tienen el deber de actuar por el mejor interés del cliente, una obligación de lealtad a él. La impresión que transmiten muchos intermediarios financieros es que si algo sale mal es resultado del riesgo general o de las vicisitudes del mercado, pero en ningún caso de su asesoramiento inadecuado.

Al contrario que los médicos, los proveedores de servicios financieros carecen de seguro contra la mala praxis pero, en ocasiones, el asesoramiento financiero prestado es de hecho similar a una mala praxis. Los proveedores de servicios financieros no asumen el papel de garante, como hacen los médicos, que conlleva un deber de especial cuidado hacia el paciente y presenta un respaldo legal mucho mayor que las garantías de otras profesiones.

Los médicos conocen su código deontológico y saben que si el paciente se siente peor después del tratamiento, algo no va bien. Los intermediarios financieros prefieren trasladar la culpa al mercado, considerando que es este el que se ha puesto en contra del cliente. Esta actitud revela que sigue sin existir un sólido código ético profesional entre los intermediarios financieros.

La crisis financiera, al igual que las crisis históricas de gran envergadura, no tiene una única causa sino varias. No todas resultan relevantes en términos de ética comercial; es decir, condicionadas por los defectos en la ética comercial y corporativa. No obstante, ciertos fenómenos relacionados con la crisis fueron provocados por una falta de motivación ética y de deseo de actuar éticamente por parte de los actores financieros, o bien por los fallos en la ética institucional de las instancias financieras.

**Se debería exigir, por razones éticas, que la especulación no aumentase de forma incontrolada ni supere el nivel necesario para garantizar la liquidez del mercado**

Las causas no son atribuibles exclusivamente al fracaso de la banca puesto que todo el mundo, desde los políticos hasta los clientes de los bancos, pedía a gritos una política de dinero fácil y de acceso generalizado al crédito barato, y sacó buen partido de ella. En este sentido, todo el mundo jugó su papel en la expansión y el sobredimensionamiento del sector financiero.

No sería de recibo culpar únicamente a la economía de mercado y a sus componentes específicos, los bancos y la industria financiera. El sector financiero cometió grandes errores pero la concesión indebida de créditos de bajo coste no solo fue provocada por este. Esta política ensanchó en un principio el horizonte de todas las personas: inversiones de gran enverga-



dura por parte de grandes empresas, construcción de viviendas por los ricos y los no tan ricos, y no menos importante, el aumento del techo de gasto del Estado más allá de las restricciones de un presupuesto equilibrado mediante los préstamos públicos obtenidos en el mercado financiero.

Se trataba de un desiderátum de política social el que incluso los más desfavorecidos estuviesen en situación de obtener préstamos por encima de su capacidad de pago para comprar sus casas. La financiación hipotecaria de viviendas a precios más reducidos, especialmente en Estados Unidos, no fue inventada por los banqueros sino por los políticos. Tampoco es justo afirmar que simplificar el acceso a las hipotecas sea malo *per se*. Por el contrario, esta reducción del coste de las hipotecas fue un elemento presente en las demandas de la reforma social del siglo XIX, llevada a cabo mediante la introducción de cooperativas de crédito.

La política del dinero barato también ayudó a la financiación de las cargas extraordinarias de Alemania, como su unificación, así como a las cargas extraordinarias estadounidenses, como la guerra de Iraq. Nadie quiso imponer austeridad al consumidor alemán y estadounidense para cubrir el incremento del gasto público, tal y como hubiese sido necesario para financiar dichas cargas mediante impuestos. Los políticos eligieron la financiación con créditos y préstamos públicos, lo que contribuyó al sobreesfuerzo del mercado de crédito. Los préstamos públicos en Alemania siguieron una tendencia desafortunada, casi cuadruplicándose en la década posterior a la reunificación<sup>4</sup>. Una tasa de crecimiento tan elevada desencadenó una explosión en el sector financiero.

En consecuencia, la envergadura de la crisis actual no se puede achacar únicamente a la codicia de los actores de las instituciones financieras. Fue

<sup>4</sup> Fuente: Bund der Steuerzahler, de acuerdo con la Statistisches Bundesamt (1950-2007) y los cálculos propios del Bund der Steuerzahler (2008-2009).

también una consecuencia de la fiscalidad estatal y del Estado de bienestar, que fue adquiriendo progresivamente mayores compromisos. Del mismo modo, en particular debido a la competencia internacional de los paraísos fiscales, el Estado no podía aumentar la presión fiscal y, por lo tanto, tuvo que recurrir al préstamo público y echar mano del mercado para conseguir créditos.

Tras la quiebra de importantes bancos tradicionales, todas las voces reclaman un mayor control. No obstante, resulta necesario adoptar una línea moderada entre ambos extremos, a saber, el capitalismo completamente liberalizado, por un lado, y el control del sector financiero por parte del Estado, por otro, junto con una tercera vía de compromiso ético propio y de autocontrol dentro del ámbito de un sistema de mercado basado en el modelo de economía social de mercado.

En los años transcurridos de 1997 a 2007, la autolimitación y el autocontrol en el sector financiero fueron conceptos que se perdieron de vista y se dejaron de tener en cuenta, sustituidos por la idea del mercado eficiente, con una competencia externa que convirtió en algo superfluo la limitación voluntaria de los actores del mercado. El control mediante mercados eficientes fue asimismo la base del Consenso de Washington que se consideró aplicable a todos los países y al mercado financiero mundial. A diferencia del Consenso de Washington, el consenso de la originalmente teoría de la economía social de mercado de Alemania, introducida en la Constitución de la Unión Europea por el Tratado de Lisboa<sup>5</sup>, rechaza dicho dogma de la infalibilidad del mercado y mantiene que resulta totalmente inaceptable desde el punto de vista racional.

<sup>5</sup> El artículo 3, 1 de la versión consolidada del Tratado de la Unión Europea de 1 de diciembre de 2009 declara: "La Unión Europea establecerá un mercado interior. Obrará en pro del desarrollo sostenible de Europa basado en el crecimiento económico equilibrado y la estabilidad de precios, una economía social de mercado altamente competitiva, dirigida a alcanzar el pleno empleo y el progreso social, así como un alto nivel de protección y mejora de la calidad del medio ambiente. Promoverá el progreso científico y técnico", <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2008:115:0013:0045:EN:PDF>.

La economía social de mercado no defiende la tesis de que los mercados produzcan de forma infalible información correcta, sino más bien que producen la mejor información posible, a pesar de sus incorrecciones o imperfecciones ocasionales. La economía social de mercado se hace cargo de los límites de la racionalidad humana. En la economía social de mercado, el atributo “social” no debería por tanto entenderse como “redistribución”, “compensación” o “equilibrio”, sino más bien, como “poseedor de una influencia atenuante sobre las inestabilidades”<sup>6</sup>.

Los efectos de las limitaciones de la racionalidad humana en el mercado, junto con el egoísmo exagerado, provocan inestabilidades, tal y como muestra la crisis financiera actual. La atenuación de estas inestabilidades es el objetivo de la economía social de mercado. Al ser conscientes de que las inestabilidades del mercado requerirán ser mitigadas una y otra vez, la economía social de mercado se situará por delante, a nivel intelectual, de la fe ciega en la armonía de un capitalismo basado en la creación de valor para los accionistas, y es por lo tanto superior en comparación con la teoría y la práctica de la economía de mercado. No obstante, los riesgos no solo son inherentes al sistema angloamericano. También forman parte de los sistemas europeos continentales, aunque un sistema sea en ocasiones el reflejo especular del otro. El capitalismo angloamericano se ve amenazado por la crisis de las pensiones debido a la debilidad del mercado de capitales,

<sup>6</sup> Hauser (2006). En su charla en esa misma conferencia, el autor del presente documento vio el futuro de la economía social de mercado de Alemania desde un punto de vista muy negativo, puesto que el término “social” en la “economía social de mercado” se está alejando cada vez más del sentido de “atenuar las inestabilidades” para acercarse al de “redistribución” y “negociación corporativa entre las partes y asociaciones principales”, un modo exacerbado por los problemas demográficos y de pensiones de Alemania. Como impacto de la crisis en el mercado financiero, los problemas de las pensiones del “capitalismo de los fondos de pensiones” estadounidense, lejos de disminuir, se ha hecho aún más presente en la actualidad a causa de la crisis financiera que los males del plan de seguros de pensiones con régimen de reparto; aunque esto no es más que un parco alivio para el sistema de pensiones alemán. La crisis del mercado financiero obligará a la economía social de mercado a volver al significado original del término “social” como “atenuante de las inestabilidades”, recuperando así su vitalidad y atractivo. Véase la teoría de la economía social de mercado, Koslowski (1998).

mientras que el sistema de pensiones de la economía social de mercado europea se ve amenazada por el problema demográfico.

Otro aspecto de la teoría de la economía social de mercado es la idea de que las inestabilidades del mercado están relacionadas con los problemas que tienen las personas a la hora de medir el riesgo de forma adecuada. La gente puede asumir riesgos excesivos en el mercado. Por consiguiente, la economía social de mercado confiere un gran valor al estricto cumplimiento de los requisitos de capitalización de los bancos, que se han visto debilitados desde 1980.

La economía social de mercado es asimismo consciente de que las personas en el mercado pueden ser demasiado reacias a las inseguridades y no asumen grandes riesgos, lo que tampoco resulta positivo. Por ello, no sería correcto recurrir al atributo “social” para reforzar las demandas de la industria financiera alemana con el fin de adoptar una estrategia indebidamente contraria al riesgo, en contraposición a la estrategia de alto riesgo de la industria angloamericana, puesto que esto no resultaría social en absoluto: una estrategia del sistema financiero de este calibre podría derrochar considerablemente el potencial de crecimiento macroeconómico lo que conllevaría que la economía en su conjunto no se viese beneficiada<sup>7</sup>. La subida en el coste de financiación en Alemania afectaría al crecimiento económico potencial y relegaría a este y a otros países europeos

<sup>7</sup> Se aplica lo mismo *mutatis mutandis* a la regulación. Si esto genera mayores costes que beneficios, se deberá trasladar hasta la mesa de disección de la crítica, de acuerdo con Siebert (2008, 11). Lepore (2009, 34-41): señala en su ensayo sobre la historia del tratamiento de los deudores y la bancarrota en Estados Unidos que Estados Unidos tiene una relación diferente, más indulgente y, por lo tanto, más dispuesta a asumir riesgos con la deuda y la bancarrota que Europa: “Sin embargo, los norteamericanos prefieren perdonar las deudas de todo el mundo, porque clasificar a los deudores en dos sistemas (bancarrota para los comerciantes y agentes sin escrúpulos, prisión del deudor para los inútiles) resulta, en última instancia, antidemocrático. Los estadounidenses lucharon por proporcionar la misma condonación de deuda para todo el mundo porque creen en la igualdad, y debido a que la protección ante una bancarrota hace que asumir riesgos resulte menos arriesgado. Tocqueville escribió que los estadouniden-

continentales a la cola de otros países de la comunidad internacional de Estados.

## **La envergadura de la crisis actual no se puede achacar solo a la codicia de los actores de las instituciones financieras. Es también una consecuencia de la fiscalidad estatal y del Estado de bienestar**

Una gran diferencia entre Estados Unidos y Europa reside en la mentalidad: los americanos que llegaron como emigrantes procedentes de Europa asumían riesgos; los europeos que se quedaron en Europa evitaron hacerlo. Una diferencia todavía mayor entre Estados Unidos y Alemania radica en el mayor realismo y en una cierta cautela presente en el modelo de economía social de mercado, que se basa en parte en las experiencias de graves crisis en el sistema económico alemán ocurridas en 1923, 1929 y 1945 para llegar a una evaluación más realista de la economía de mercado que la perspectiva histórica de los vencedores del capitalismo norteamericano. La economía de mercado es el mejor de todos los sistemas económicos posibles, pero no es infalible. Siendo conscientes de la falibilidad de los humanos y de las instituciones humanas, requiere su marco regulador. Concretamente Alemania, por su historia, las atrocidades de la regresión al nazismo,

ses “convierten la temeridad comercial en una virtud”. Nos gusta el riesgo. “De ahí surge la extraña indulgencia que se pone de relieve en las bancarrotas”. Nuestra voluntad de perdonar y olvidar la deuda se encuentra detrás de una gran parte de nuestra prosperidad [...]. Algunos estadounidenses quieren que los comerciantes paguen los riesgos que todos tomamos, como si estos hubiesen *pecado* pero simplemente estábamos *invirtiendo*”. Puesto que los colonizadores americanos del siglo XVIII estaban profundamente en deuda con los comerciantes de Londres, Lepores opina que la Declaración de Independencia de Estados Unidos es un indulto afortunado: “Los sembradores de Virginia, al igual que Jefferson y Washington tenían grandes deudas con los comerciantes londinenses [...]. Declarar la independencia era una forma de cancelar dichas deudas. Algunos historiadores han afirmado que la Revolución Norteamericana fue en sí misma una forma de condonación de las deudas” (*ibid.*, 36).

dos guerras mundiales y dos derrumbes del mercado bursátil, y la Europa continental en general, son más pesimistas y cautos que Estados Unidos y Gran Bretaña.

En la década de los veinte, solo se produjo un derrumbe que golpeó a todos los países occidentales y fue el crac de 1929, mientras que solo Alemania se vio afectada anteriormente por el derrumbe del mercado de valores y la drástica caída de su divisa en 1923, consecuencia en gran medida de las reparaciones tras la guerra recogidas en el Tratado de Versalles<sup>8</sup>. La divisa alemana cayó en 400.000 millones (!) de *Reichsmark* respecto al dólar, y Alemania sola vio cómo su moneda se derrumbaba de nuevo tras la Segunda Guerra Mundial. Por ello, resulta comprensible que la población de Alemania esté más preocupada por la crisis actual y confiera un valor mayor a la estabilidad monetaria –incluida la fase actual de la gestión de la crisis– que los responsables de la política monetaria norteamericana.

Concretamente, en comparación con el derrumbe de la divisa de 1923, nos podemos permitir ver la crisis financiera actual de 2007-2008 (y siguientes) con mayor ecuanimidad. En comparación con las proporciones de la crisis financiera histórica de Alemania, el calibre de la crisis actual es significativamente más modesto.

La economía social de mercado considera el requisito de capital mínimo para las instituciones financieras no solo desde la perspectiva de los bancos sino desde el sistema financiero en su conjunto. En el pasado, esto a menudo ha estado reñido con los intereses de las *Mittelstand* de Alemania, sus pequeñas y medianas empresas, puesto que les gusta obtener préstamos con el menor coste posible. En efecto, en junio de 2009 el portavoz de los empresarios alemanes exigía una reactivación del mercado de bonos

<sup>8</sup> Sin olvidar que, en parte, fueron también una reacción a los pagos de reparación franceses, aunque sustancialmente inferior, tras la guerra franco-prusiana de 1870-1871.

titulizados con el fin de reducir los costes de sus préstamos empresariales. Todas las críticas a los préstamos titulizados, especialmente a las obligaciones de deuda garantizadas [CDO] sostenían que estaban provocando un coste en los créditos más elevado para las empresas<sup>9</sup>.

Se deberán sopesar los riesgos de forma que se encuentre un equilibrio adecuado entre el interés empresarial en la financiación asequible y el interés público en la estabilidad del sector financiero, mediante una capitalización suficiente de los bancos. El recurso del dinero fácil, incluso en pleno azote de la crisis, muestra lo difícil que resulta definir y mantener una disciplina financiera y un grado correcto en la asunción de riesgos por parte del sistema financiero.

CIUDADANOS DISPUESTOS A ASUMIR O A EVITAR RIESGOS Y SUS RESPECTIVOS DERECHOS

¿Existe una especulación y asunción de riesgos innecesaria en el mercado de los derivados? La especulación constituye fundamentalmente una apuesta sobre los futuros cambios de precios. La especulación en el campo de los derivados constituye una apuesta exponencial. No solo representa una apuesta sobre el futuro, sobre los valores futuros de un factor concreto, sino también una apuesta sobre el efecto que un valor determinado de dicho factor tendrá sobre el futuro valor de otro factor en un momento venidero determinado. Resulta obvio que las ganancias derivadas de la apuesta, si esta tenía éxito, serían mayores para la apuesta de derivados que para una simple apuesta sobre el valor futuro de las acciones o los activos. El requisito

<sup>9</sup> “Der Staat soll den Verbriefungsmarkt ankurbeln. Sorge vor Kreditklemme im Mittelstand/ Banken brauchen Instrumente zum Risikotransfer” [El estado debería reactivar el mercado de títulos/ Temores de un derrumbe crediticio en las pequeñas y medianas empresas/ Los bancos necesitan instrumentos de transferencia del riesgo], *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 18 de junio de 2009, 138: 22.

previo para una apuesta es encontrar a alguien que haga una apuesta en contra. Alguien que quiera la protección de un *swap* de los tipos de interés porque espera que los tipos de interés futuros aumenten, debe encontrar a otra parte para dicho *swap* que presente la apuesta contraria, que los tipos de interés bajarán. Dado que ambas partes tienen expectativas futuras opuestas pero complementarias, no hay nada que impida su apuesta. En el caso de los derivados, al contrario de lo que sucede con otras apuestas, parte de la participación en la misma se paga como comisión.

Cualquiera puede utilizar una apuesta para cubrirse frente a algo con alguien, si ambos tienen expectativas opuestas pero complementarias sobre el futuro. Es teóricamente posible que la mitad de la población apueste la mitad del producto nacional bruto (PNB) a  $A_x$ , donde  $x=1\dots n$ , y la otra mitad de la población a  $\text{no } A_x$ ,  $x=1\dots n$ . No obstante, el efecto de valor añadido macroeconómico de esta apuesta total es cero, debido a que desde una perspectiva macroeconómica, se trata del juego de la suma cero. La mitad de la población gana lo que la otra mitad pierde. Además, dado que se deben calcular también los costes de la apuesta, es decir, las tasas y comisiones cobradas en los mercados financieros, el beneficio total obtenido, a pesar de los ingresos generados en las tasas de la apuesta, es en realidad negativo porque se eliminan las actividades productivas.

Por supuesto, este ejemplo es ficticio puesto que ninguna economía se puede preocupar de apostar dejando de lado el resto de actividades. Sin embargo, la cuestión que se plantea es la siguiente: ¿qué grado de apuesta puede afrontar realmente una economía, incluso si esta resulta útil para protegerse de las fluctuaciones de los precios? En una economía libre, nadie se encuentra en disposición de determinar qué parte del PNB debería ser. Pero son los actores del mercado financiero quienes deben formular esta pregunta. ¿Es el mercado de los derivados un lugar de creación de valor real a efectos de cobertura o simplemente una mera casa de apuestas? ¿Qué ocurre con los costes de oportunidad de la especulación con los



derivados? ¿Se podrían emplear el tiempo y el esfuerzo intelectual de manera más productiva que en la especulación?

El mercado de los derivados ha despegado en la última década. Las estadísticas sobre los derivados dan fe de las proporciones de estas apuestas:

De acuerdo con un cálculo aproximativo, los volúmenes de los contratos de derivados a nivel mundial ascienden a 1,6 billones (1.600 millones de millones) de dólares estadounidenses (Bogs 2007, 9).

En 2004, la mayor economía del mundo, Estados Unidos, registró un PNB de 12,96956 billones de dólares; el de Alemania ascendió en 2005 a 2,85233 billones de dólares (fuente: Banco Mundial, mediante el método Atlas). Si proyectásemos este volumen de derivados únicamente sobre Estados Unidos implicaría unas apuestas totales de 123.360 millones de dólares por cada 1.000 millones de dólares del PNB estadounidense y una apuesta de 123 dólares por cada dólar de ingresos. Si suponemos un ingreso medio nacional estadounidense de 24.000 dólares anuales, las apuestas por valor de 2.952.000 dólares dependerían del ingreso anual medio de cada ciudadano estadounidense. Luttermann (2008, 20) calcula que existen derivados por valor de 600.000 millones de dólares en el mercado mundial. De acuerdo con las estimaciones significativamente más conservadoras de la International Swaps and Derivatives Association, el volumen total de contratos de derivados emitido en 2007 se incrementó de 327,4 a 454,5 billones de dólares<sup>10</sup>. Los derivados de tipos de interés, tales como los canjes de tipo de interés (*swaps*), representaron con diferencia el mayor volumen de contratos. De acuerdo con la International Swaps and Derivatives Association, el volumen de derivados de tipos de interés se incrementó en 2007 de 285,7 a 382,3 billones de dólares.

<sup>10</sup> "Finanzmärkte: Derivatemarkt wächst stark," FAZNET, 16 de abril de 2008, <http://www.faz.net/s>.

Si el volumen calculado por la International Swaps and Derivatives Association se proyecta mediante el mismo procedimiento como la primera estimación más elevada, seguirá habiendo apuestas por un valor aproximado de 838.552 dólares dependiendo del ingreso anual medio de cada ciudadano estadounidense. Por supuesto, estas apuestas no se realizan únicamente en Estados Unidos. La previsión para el mundo real es complicada. No obstante, los volúmenes de apuestas de derivados son asombrosos, como también los volúmenes de los costes de las apuestas. Resulta igualmente evidente que el volumen apostado en el campo de los derivados supera con diferencia al volumen de derivados necesarios para cubrir las necesidades de cobertura y su objetivo es la pura especulación.

Existe una fundada sospecha de que los bancos están realizando demasiadas apuestas en forma de opciones o productos estructurados. Una apuesta puede ser razonable para cubrir un riesgo determinado, pero no cientos de apuestas para cubrir el mismo riesgo. Una apuesta 1:1000 sobre el mismo suceso no resulta un método efectivo de cobertura. La única necesidad que cubre es el deseo de los jugadores del mercado de realizar apuestas. Hacer apuestas a tal escala es comparable a la planificación fiscal. Cuando, en una fiscalidad dada, las personas dedican más tiempo a evadir impuestos que a actividades productivas, existe un problema: lo que resulta razonable para la economía privada de una persona no lo es para la economía en su conjunto. Al igual que en el caso de las apuestas de derivados, sería más conveniente emplear la cantidad de energía y esfuerzo utilizada en la evasión de impuestos para usos más productivos.

Las apuestas financieras se diferencian de los juegos de azar únicamente en que se puede demostrar que ofrecen cierta funcionalidad económica, o una contribución a la creación de valor, como por ejemplo la cobertura, la liquidez del mercado o el arbitraje. Pero incluso si dicha funcionalidad está presente, en sí misma no resulta suficiente para determinar qué volumen de apuestas financieras sería necesario y si generarían valor. Incluso si se

demuestra que las apuestas financieras son útiles para los mercados financieros, se realizarían más de la cuenta para este fin y un exceso de apuestas no solo podría resultar inadecuado y no funcional, sino incluso perjudicial. La ampliación de las apuestas financieras a una escala disfuncional promueve las apuestas financieras del tipo salas de juego y transforma los mercados financieros de estas apuestas en espacios para los juegos de azar. Un número excesivo de apuestas financieras genera un exceso de liquidez en los mercados, que sirve únicamente para los fines de dichos juegos de azar e incrementa las fluctuaciones de los precios.

## **Los bancos están realizando demasiadas apuestas en forma de opciones o productos estructurados**

Por lo tanto, la regla para las opciones es: si las opciones deben cumplir su función de cobertura y arbitraje, para poder hacerlo será necesario un cierto grado de especulación con el fin de garantizar la liquidez del mercado para dichas opciones. Si la especulación con opciones supera significativamente el importe necesario a tal efecto, el elemento de “juego de azar” en la especulación con los derivados podría llevar las de ganar. Este riesgo se produce cuando no existe obligación alguna de registrar las opciones ni ningún requisito de depósito en efectivo.

Fundamentalmente, en el mercado de los derivados una apuesta o contrato de opción se puede acordar sobre cualquier cosa y quedar garantizado a través del vendedor de opciones. Tal y como sucede con otras opciones, el grado de actividad de la apuesta y la estabilidad del mercado para los derivados en relación con la función económica de estos juega un papel fundamental. Si las apuestas que no generan valor alguno suprimen otras actividades económicas que sí lo generan, existe un problema económico incluso cuando la apuesta no provoque un daño directo. El problema causado por una actividad de apuestas excesiva es el coste de oportunidad de dicha

actividad: en otras palabras, las actividades que generan valor podrían tomar su lugar. La actividad de apuestas de derivados que no genera valor alguno impide otras actividades económicas que sí lo hacen.

Algunos tienen que especular y asumir riesgos como requisito previo para que otros puedan meramente calcular e invertir también evitando los riesgos. Tanto la especulación profesional como la *amateur* que aumentó drásticamente en el inicio de la crisis del mercado financiero, permite que otros, aquellos que prefieren no especular, limiten sus riesgos mediante la “cobertura”. Cuando la especulación se lleva hasta el límite, hay una parte de la misma que deja de servir a los fines no especulativos, tales como la cobertura y la liquidez de los mercados financieros, y que consiste en beneficio propio. El principio que establece que “todo lo que merece la pena hacerse, merece la pena hacerse en exceso” no puede ni debe regir la especulación financiera.

Este juicio es demasiado cauteloso. Cuando las apuestas que ascienden a muchas veces el producto nacional bruto se realizan en forma de derivados, se corre el riesgo de olvidar el elemento constructivo y funcional de la especulación de los derivados y de cruzar la línea roja de las apuestas de azar. Aunque esto no convierte a los derivados en armas de destrucción masiva, tal y como Warren Buffett afirmó (Berkshire Hathaway Inc. 2002, 13 y 15)<sup>11</sup>, puesto que no existe ninguna intención de hacer daño; siguen siendo apuestas financieras que, para la mayoría, cruzaron la línea y se convirtieron en apuestas de azar y que, por lo tanto, causaron un daño macroeconómico debido a sus costes de oportunidad.

¿Cómo ha sido posible que tantas apuestas de derivados se realizasen en volúmenes tan sumamente elevados? Para el inversor, la naturaleza alta-

<sup>11</sup> “Los vemos [los derivados] como bombas de relojería.” “No obstante, en nuestra opinión, los derivados son armas financieras de destrucción masiva que conllevan daños que, aunque ahora son latentes, tienen un potencial letal.”

mente apalancada del comercio de los derivados hace que resulte sencillo acceder al mercado de los derivados pero difícil salir de él cuando las apuestas de opciones elevadas no funcionan. Para citar a Buffett (*ibid.*, 15), las opciones son como el infierno: “resulta fácil entrar y casi imposible salir”. En cierto sentido esto se puede aplicar a todas las apuestas.

## DEUDA Y CULPA, BANCARROTA E INFIERNO

El infierno es la imaginación del fracaso completo e irreversible de la existencia humana. En los negocios, equivale a la bancarrota. En la religión y en los negocios, se deben evitar el infierno y la bancarrota. La culpabilidad, la deuda y el perdón son conceptos posvitales del cristianismo. De acuerdo con Margaret Atwood, “toda la teología del cristianismo reside en la noción de las deudas espirituales y lo que se debe hacer para pagarlas, y cómo evitar hacerlo logrando que sea otro quien las pague en tu lugar”<sup>12</sup>. Un pasaje incluido en los escritos de Agustín de Hipona (*Confesiones* V, 9, 17) declara que Dios no solo concede la remisión de las deudas sino que se convierte a sí mismo en deudor. Nietzsche toma esta idea: en el cristianismo, el acreedor se sacrifica por el deudor, “Dios se sacrifica por la deuda del Hombre, nadie aparte de Dios lo hace, Dios como el único capaz de redimir al hombre de lo que el propio hombre ha convertido en irreparable, el acreedor sacrificándose por su deudor, por amor (¿lo creería?), ¡por amor a su deudor!...” (*Genealogie der Moral*, 2. Abhandlung, § 21, KSA 5, 331)<sup>13</sup>. Fenómenos tales como la condonación económica de una deuda, la remisión de los

<sup>12</sup> Citado por Paumgarten (2009, 49). Paumgarten hace referencia a Atwood (2008). El autor ha mostrado esta relación entre las obligaciones y la condonación de las deudas en referencia a la “teoría de la satisfacción correspondiente a la redención”. Véase Koslowski (2005, 421-436), Koslowski y Hermann (2009), y Koslowski (2010). Paumgarten (*ibid.*, 57) concluye su artículo con la siguiente afirmación: “El capitalismo sin bancarrota es como el cristianismo sin infierno”.

<sup>13</sup> San Agustín y Nietzsche citados por Waldenfels (2005, 301); cita del Segundo ensayo de Nietzsche (Nietzsche, 1994-2007, 63).

pagos a una fecha posterior y los rituales de condonación de deudas, según Waldenfels, constituyen el “cerco extraordinario” que rodea a la normalidad (Nietzsche, 1994-2007, 303). En este sentido, el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF) constituido para estabilizar el euro es el cerco extraordinario que rodea a una moneda por lo demás normal<sup>14</sup>.

El infierno y la bancarrota comparten la característica de que esperamos que no sucedan sin que nunca podamos estar seguros. Deseamos que la economía de mercado fuese una orden sin bancarrota y el cristianismo una religión con un infierno vacío. Algunos teólogos afirman que el infierno existe pero que nadie está en él. Desde luego, no existen economistas que nieguen la existencia de la bancarrota y afirmen que nadie está en ella. De nuevo, el infierno y la bancarrota tienen la función de indicar a la persona que es aconsejable reflexionar sobre el riesgo y no arriesgar en exceso pero tampoco no arriesgar, puesto que no hacerlo puede dar como resultado pérdidas irreversibles.

<sup>14</sup> El Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF) fue creado por los Estados Miembros de la zona euro tras la decisión tomada el 9 de mayo de 2010 en el marco del Consejo Ecofin.

## BIBLIOGRAFÍA

- Atwood, Margaret. 2008. *Payback. Debt as Metaphor and the Shadow Side of Wealth*, London: Bloomsbury. Existe traducción española: 2011. *Pagar (con la misma moneda)*. Barcelona: Bruguera.
- Berkshire Hathaway Inc. 2002. *2002 Annual Report: Chairman's Letter*, <http://www.berkshirehathaway.com/2002ar/2002ar.pdf>: 13 y 15.
- Bogs, Steffen. 2007. "Warten auf Domino. Derivate sind der Renner im globalen Casino. Gehandelte Volumina werden auf 1600 Billionen US-Dollar geschätzt. Ein kräftiger Schubs könnte genügen", *Junge Welt*, 12 de julio, 9. Online at: <http://www.neo-liberalismus.de/forum/messages/5110.html>.
- Hauser, Siegfried. 2006. "Die ökonomische und soziale Dimension der Sozialen Marktwirtschaft - Komplementarität versus Konflikt", en: "Die Perspektiven der Sozialen Marktwirtschaft", Wirtschaftspolitische Gesellschaft von 1947 (WIPOG), Wiesbaden. 6 de abril.
- Koslowski, Peter (ed.). 1998. *The Social Market Economy. Theory and Ethics of the Economic Order*. Berlín, Heidelberg, Nueva York, Tokio: Springer.
- Koslowski, Peter. 2005. "Schuldverhältnisse", en: Marco M. Olivetti (ed.), *Le don et la dette*. Padua: CEDAM e Biblioteca dell'Archivio di filosofia, 421-436.
- Koslowski, Peter (ed.). 2010. *Endangst und Erlösung 2. Rechtfertigung, Vergeltung, Vergeltung in Philosophie und Theologie*. Múnich: W. Fink.
- Koslowski, Peter. 2011. *The Ethics of Banking. Conclusions from the Financial Crisis*. Heidelberg, Nueva York, Tokio: Springer Publishers.
- Koslowski, Peter, and Friedrich Hermann (eds.). 2009. *Endangst und Erlösung 1. Untergang, ewiges Leben und Vollendung der Geschichte in Philosophie und Theologie*. Múnich: W. Fink.
- Lepore, Jill. 2009. "I.O.U. How we used to treat debtors", *The New Yorker*, April 13: 34-41.
- Luttermann, Claus. 2008. "Der Wahrheitsstandard einer Weltfinanzordnung", *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 10 de noviembre, 263: 20.
- Nietzsche, Friedrich. 1994-2007. *On the genealogy of morality*. Cambridge: Cambridge University Press, 63.
- Paumgarten, Nick. 2009. "The Death of Kings. Notes from a Meltdown", *The New Yorker*, 18 de mayo, 40-57.
- Posner, Richard A. 2009. *A Failure of Capitalism. The Crisis of '08 and the Descent into Depression*. Cambridge, MA: Harvard University Press.
- Siebert, Horst. 2008. "Ein Regelwerk für die Finanzmärkte" [A regulatory code for the financial markets], *Frankfurter Allgemeine Zeitung* 250, 25 de octubre: 11.
- Sinn, Hans-Werner. 2009. *Kasino-Kapitalismus. Wie es zur Finanzkrise kam, und was jetzt zu tun ist*. Berlín (ECON) 1. Aufl., 2. Aufl.: 314.
- Thiel, Michael. 1996. *Eine Theorie der rationalen Finanzkrise*. Fráncfort: Peter Lang.
- Treaty on European Union. 2009. Online: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2008:115:0013:0045:EN:PDF>.
- Waldenfels, Bernhard. 2005. "Geschenkte und geschuldete Aufmerksamkeit", en: Marco M. Olivetti (ed.), *Le don et la dette*. Padua: CEDAM e Biblioteca dell'Archivio di filosofia, 301.





**>> El riesgo no es un fenómeno homogéneo. A veces, asumir riesgos es positivo, como lo es a veces evitarlos. Este trabajo investiga las condiciones bajo las cuales se considera positiva una u otra opción. Se comparan las diferentes actitudes ante el riesgo del capitalismo financiero norteamericano y la economía social de mercado europea. Se examinan los derechos de quienes asumen riesgos y los de quienes los evitan. Quienes asumen riesgos no deben transferir la carga de su especulación financiera a los sectores de la población que tienen aversión al riesgo y no lo aprueban. Bajo esta perspectiva resulta problemático el rescate de instituciones financieras por los contribuyentes.**

**PETER KOSLOWSKI**

*VU University Amsterdam*