

**AHORRO, INTERMEDIACIÓN FINANCIERA E INVERSIÓN:
OBSERVACIONES DE ÉTICA ECONÓMICA**

Prof. Paul Dembinski
Observatoire de la Finance (Ginera)

Prof. Emilio Fontela
Universidad Antonio de Nebrija (Madrid)

1.- El sentido económico de la actividad financiera

La visión de la economía como un sistema integrado circular tiene una tradición histórica bien establecida, iniciada con el paralelismo con la circulación de la sangre deducido por Quesnay (médico de la corte del Rey Sol). La visión tradicional de la circulación se ha consolidado en el concepto de interdependencia de Walras, y, en principio, se observa tanto en términos reales (flujos de productos) como en su contrapartida en flujos monetarios.

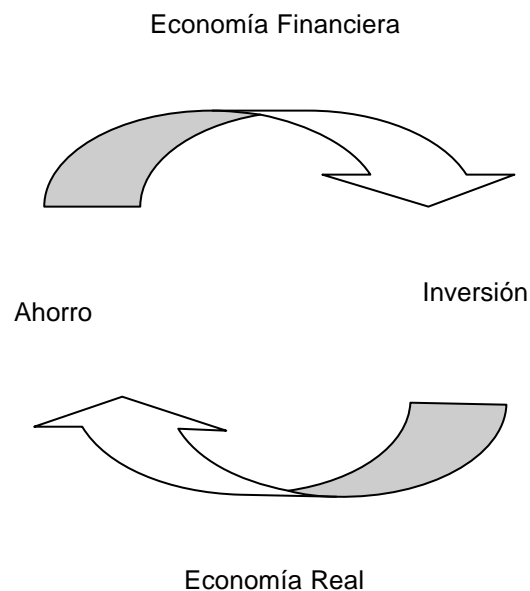
Con Keynes y la contabilidad nacional, la observación del sistema circular ha adquirido mayor precisión, y ha permitido la identificación de un nivel macroeconómico que condensa la circularidad entre grandes agregados: producciones, rentas, consumos, ahorros, inversiones, y de nuevo producciones. El sistema económico produce para consumir, y para seguir produciendo y consumiendo.

¿Cómo podríamos caracterizar el papel de la actividad financiera en relación con este circuito económico? ¿es algo más que la circulación monetaria que forzosamente acompaña los flujos reales? ¿cómo es posible justificar la

explosión de las actividades financieras observadas a finales del siglo XX, que parecen desvinculadas de la economía real?.

En el marco adoptado de la circularidad del sistema, el papel de las actividades financieras se establece con claridad: se trata de efectuar el necesario equilibrio macroeconómico entre el ahorro y la inversión.

La economía real extrae de las inversiones su capacidad para producir rentas, consumos y ahorros; la economía financiera aprovecha estos ahorros para permitir que se realicen nuevas las inversiones.



En el pasado, la distancia (territorial, cultural, conceptual) entre el ahorro y la inversión era muy limitada, y con frecuencia, por ejemplo en las empresas familiares, el ahorrador y el inversor eran una misma persona.

Las actividades de intermediación financiera, inicialmente reservadas a los bancos, crecieron a medida que aumentaron la complejidad de los sistemas productivos y que se introdujeron innovaciones institucionales como la Sociedad Anónima, las bolsas o los títulos de deuda pública.

La eliminación de barreras tecnológicas e institucionales que preservaban ciertas distancias entre el ahorro y la inversión en el plano internacional, explican el llamado fenómeno de la “globalización” financiera; en el siglo XXI, los recursos aportados por los ahorradores del mundo entero atraviesan un sistema de intermediación cada vez más complejo para alcanzar el destino final de satisfacer las necesidades de otros inversores planetarios.

Es necesario observar que estamos empleando el término de inversión **en su sentido económico** (o sea en relación con la compra de instalaciones y bienes de equipo destinados a la producción de bienes o servicios), y esto es causa de algunas confusiones. En efecto, en el mundo financiero, cuando se utiliza el término de inversión, también se hace referencia a una posible **compra de activos financieros** (por ejemplo: invertir en fondos, invertir en acciones). En el texto utilizaremos la “inversión económica” para referirnos al concepto de la economía real, e “inversión financiera” para referirnos a las operaciones de colocación del ahorro en activos financieros.

También es necesario que observemos al respecto que mientras el ahorro total del mundo es necesariamente igual a la inversión económica del mundo, la inversión financiera puede ser un múltiplo de este último agregado, ya que un ahorrador puede “invertir” en un instrumento financiero, que a su vez lo hace en otros, y en otros, en una cadena de inversiones financieras, hasta llegar al destino final de la inversión económica.

Como se supone que el sistema financiero evoluciona en un marco de mercados perfectos que garantizan la eficiencia, en principio la intermediación global asegura que cada ahorrador percibirá el retorno financiero que corresponde perfectamente al riesgo que asume, y que cada inversor obtendrá la financiación que necesita al coste más bajo. Es posible que el coste de intermediación que requiere esta asignación eficiente del ahorro a la inversión sea superior al coste de eventuales asignaciones menos eficientes (todo dependerá de la forma de la función de eficiencia y de si tiene un óptimo muy marcado, o si por el contrario es relativamente plana) pero esto no ha sido

objeto de preocupación ni en ámbitos académicos, ni obviamente en el mundo de las finanzas.

En todo caso, las producciones de las actividades financieras aumentan sin cesar, y aumenta el empleo y la innovación en este sector, que ofrece hoy una de las oportunidades de trabajo más interesantes (en términos de rentas) para los jóvenes universitarios. La “financiarización” de la economía es observable en todos los países; de la Revolución Industrial y su orientación prioritaria hacia la “economía real” estamos pasando a la Era de las Finanzas.

De todas las críticas a los efectos secundarios negativos de la era de las finanzas, es posible que la menos concreta y sólida resulte ser al final la más importante: el triunfo del sector financiero global está en cierta medida difundiendo los valores del corto plazo, el beneficio fácil y el juego especulativo, los cuales pueden perjudicar al espíritu de empresa que la humanidad necesita para llegar a niveles más altos de bienestar.

Entre el espíritu de empresa y el espíritu de especulación hay un equilibrio crítico que sólo pueden alterar las fuerzas del mercado (recompensando mejor a la empresa a expensas de la especulación, algo que se puede lograr también con los impuestos) o el cambio cultural.

El gravamen fiscal no es sólo un instrumento para financiar necesidades colectivas, o para la redistribución de rentas, sino que también es una forma de transmitir a los ciudadanos algunos valores colectivos: al igual que al adicción al tabaco o al alcohol, la actividad especuladora no se puede prohibir, pero cabe hacerla relativamente más cara. Como señalaba Keynes en su Teoría General cuando comparaba la especulación financiera con el juego, “generalmente se está de acuerdo en que los casinos, por el interés público, deberían ser inaccesibles y caros”.

Ahora bien, es probable que la reforma fiscal, por necesaria que sea, no sea suficiente para modificar radicalmente la escala de incentivos de la era de las

finanzas. Si la llevamos al límite, puede desanimar tanto al espíritu de especulación como al de empresa.

Por tanto, es el corazón del sistema de valores sociales, esto es, el sistema educativo, el que tendrá que apuntar a nuevas direcciones.

Los problemas educativos relacionados con el equilibrio entre el espíritu de especulación y el espíritu de empresa residen fundamentalmente en las universidades y en sus escuelas de economía y de administración de empresas, donde la progresiva evolución de las ciencias económicas hacia un cuerpo de doctrina riguroso y normalizado ha comportado la pérdida total de su nexo tradicional con las demás ciencias sociales. Los economistas unidimensionales, aparentemente dedicados al juego de la maximización, se sienten más atraídos cada día por el corto plazo, por el negocio financiero y, en último término, por la pura especulación.

Lenta, pero seguramente, la disciplina de la ciencia económica, tanto en su vertiente macro como microeconómica, se orienta hacia la optimización a corto plazo. Después de todo, los mercados son mecanismos de corto plazo que evidentemente incorporan expectativas a largo plazo, pero sin visión normativa alguna. En bien pocas décadas, ¡cuánto nos hemos alejado de aquella ambiciosa definición que hiciera Keynes del economista, en el libro *Alfred Marshall: un recordatorio*: “El estudio de la economía no parece requerir dotes especiales de una categoría excepcionalmente elevada. Desde un punto de vista intelectual, no es un tema demasiado fácil comparado con las ramas superiores de la filosofía y de la ciencia pura. Así y todo, los buenos economistas o los simplemente competentes son pájaros de lo más raro. ¿Un tema fácil donde sólo muy pocos sobresalen? La paradoja acaso encuentre su explicación en el hecho de que el economista eminente ha de poseer una combinación de talentos excepcional. Ha de llegar muy arriba en varias direcciones y reunir unos talentos que no se dan fácilmente juntos. Debe ser matemático, historiador, hombre de estado y, en cierta medida, filósofo. Debe entender símbolos y hablar con palabras. Debe ver lo particular en términos de lo general, así como tocar lo abstracto y lo concreto en un solo vuelo de su

pensamiento. Ha de estudiar el presente a la luz del pasado con vistas al futuro. Ningún aspecto de la naturaleza humana o de sus instituciones ha de quedar enteramente ajeno a su mirada. Debe ser resolutivo a la vez que desinteresado; tan reservado e incorruptible como un artista, aunque a veces tan pegado al suelo como un político”!

A falta de estas características del “virtuoso”, no es nada sorprendente que la mayoría de los economistas recién formados, incluso aquellos que siguen cursos empresariales, se sientan atraídos por las finanzas y gradualmente por sus aspectos más especulativos. En realidad, los que idean nuevos instrumentos y productos financieros figuran hoy día entre los mejores cerebros del planeta. Para hacerles volver al mundo de la empresa, a la creación de productos y de empleos, a la generación de bienestar real y no ficticio, probablemente será imprescindible una profunda revisión de los planes de estudio universitarios, capaz de devolver la enseñanza de la economía y de las ciencias empresariales a las ambiciosas dimensiones esbozadas por Lord Keynes. Es cierto que conducir a las sociedades hacia criterios de sostenibilidad es una tarea multidisciplinar que ya no puede ser colonizada, ni mucho menos, por los economistas.

Por razones que ya hemos explicado, el de las finanzas es el primer sector económico que alcanza el nivel de globalización. Consecuencia de ello es que en muy pocos años su poder ha alcanzado tales proporciones que los Estados-nación se sienten cada vez más vulnerables.

En muchos aspectos, este enorme poder queda hoy franco de cualquier control democrático. El proceso ha sido tan rápido, ha generado tal cantidad de beneficios, que las actividades financieras viven un estado de euforia: todo lo que hacen siempre está bien; lo que piensan es siempre correcto. El sector financiero ha creado un modelo de política económica para que lo adopten los Estados-nación, tanto internamente como en sus relaciones internacionales. Las finanzas dicen cuál es el tipo de cambio “adecuado”, cual es el valor del índice de precios “adecuado” o el tipo de interés “adecuado”; saben como manejar los presupuestos públicos; dicen cuando “ya está bien” en Argentina o

en el Sudeste de Asia, en Rusia o en Italia; juzgan si la política de despidos es buena para el futuro de una empresa y valoran su política tecnológica. El sector financiero lo sabe mejor. Pasaron ya aquellos días en que oscuros administradores públicos o capitanes de la industria hechos a sí mismos creían saber cómo prever el futuro; hoy sólo lo saben los mercados financieros.

Es evidente que este inquieto estado paranoico del sector financiero se irá diluyendo poco a poco: crisis, quiebras y bancarrotas contribuirán a proporcionarle algo de la modestia que necesita. Nadie es realmente capaz de anticipar el futuro; ésta es la dura verdad de la condición humana.

También es verdad, sin embargo, que el futuro está en nuestras manos y, particularmente ahora, cuando estamos pasando de las economías nacionales a una economía global, de una era de la industria a una era posindustrial, es preciso actuar para enmarcar adecuadamente la transitoria era de las finanzas.

En estos momentos es indispensable una reflexión ética sobre las finanzas

2.- Financiación y ética económica

El anterior análisis económico ha puesto en evidencia que, desde un punto de vista conceptual, en el fenómeno de la financiarización intervienen tres grandes categorías de agentes:

- los ahorradores, que son las familias, empresas y administraciones que consiguen ingresos superiores a sus gastos, y disponen de una capacidad de financiación que les permite transferir bienestar hacia el futuro;
- los agentes financieros, que se caracterizan por su mayor o menor proximidad de los ahorradores y de los inversores económicos, y que están posicionados en la cadena financiera: muy cerca de los ahorradores se encuentran, por ejemplo, los fondos de pensiones y los aseguradores que se financian con mecanismos automáticos de recolección de ahorros; muy

cerca de los inversores económicos se encuentran las empresas de capital riesgo o las holding; entre ambos extremos evolucionan banqueros, brokers, gestores de carteras y de fondos, y un complejo mundo de asesorías y consultorías que intervienen en múltiples etapas del proceso de financiarización.

- los inversores económicos, se identifican con las empresas y las administraciones que con o sin ánimo de lucro, desarrollan la capacidad productiva de bienes y servicios privados y públicos que se inscriben en la economía real. Obviamente también se consideran entre los inversores, los propios agentes financieros en sus decisiones de creación de capacidad productiva de sus servicios.

La misma persona o entidad puede ser conjuntamente un ahorrador, un intermediario y un inversor pero es evidente que sus fines serán diferentes al asumir cada una de estas funciones.

En la práctica, estas tres grandes categorías de agentes asumen responsabilidades, ya que las decisiones que toman finalmente establecen los niveles y estructuras de la inversión. Y por tanto, las producciones, rentas y empleos futuros, o sea, los niveles de bienestar.

En las economías contemporáneas, que no se conciben sin una gran libertad individual y de empresa, el sistema financiero que orienta el ahorro hacia la inversión es en definitiva el que establece los límites reales de esta libertad: no se fabricarán armas de destrucción masiva si el sistema financiero no tolera que el ahorro disponible financie su producción.

La moral y la ética confieren sentido a esta responsabilidad de los agentes financieros: es sabido, por ejemplo, la importancia que tuvo el protestantismo para la valoración del ahorro y la justificación de la intermediación financiera; y Adam Smith se preocupó de los sentimientos morales y de la simpatía antes de abordar el funcionamiento de la economía y la mano invisible.

La tradición occidental dominante sitúa la responsabilidad de la acción financiera en el ámbito individual, en el sentimiento de justicia interior. Pero si éste no es suficientemente sólido, es oportuno apoyarlo con prácticas o con reglas sociales.

Progresivamente la idea de la existencia de esta responsabilidad financiera se está plasmando en conceptos como el de Inversión Socialmente Responsable (Social Responsible Investment, SRI), entendido esencialmente como Inversión “financiera” socialmente responsable.

Como siempre cuando se aborda un tema de responsabilidad es necesario contemplarla en sus diferentes dimensiones:

- ¿quién es responsable? ¿las instituciones, las personas?
- ¿ante quién? ¿ante los accionistas, los stake holders?
- ¿y qué relación induce esta responsabilidad? ¿una finalidad interna o una presión exterior?

Las respuestas evocan una infinidad de soluciones y una multiplicidad de posiciones éticas.

La noción de SRI se refiere a una entidad que considera que el acto de invertir (en términos económicos o financieros) no es neutral desde un punto de vista ético, pero esto no implica que los criterios finalmente adoptados correspondan a una misma posición ética.

Según Bonvin y Denibinski (2002) en esta noción de SRI pueden intervenir cuatro grupos de criterios que no siempre son coherentes entre ellos:

- la ética de los valores, que conlleva descartar actividades y prácticas que el ahorrador inversor rechaza unilateralmente y de manera definitiva por considerarlas contrarias a su visión del mundo, con la que establece claras distinciones entre el bien y el mal; en esta ética se descarta, por ejemplo, la

inversión en armas, juegos, tabaco, drogas, o en actividades que destruyan valores ambientales (contaminadoras o consumidoras de recursos no renovables);

- la ética de la fructificación, que por el contrario lleva a una actividad positiva de inversión en actividades que con el tiempo madurarán, aportando bienestar a largo plazo, y que implica una relación sólida entre el inversor financiero y el inversor económico, compartiendo riesgos y oportunidades. Esta ética es la que inspira frecuentemente la autofinanciación de muchas empresas familiares o las formas tradicionales de vinculación entre socios-capitalistas y socios-productores; mientras la ética de los valores es esencialmente reactiva y actúa a posteriori, la ética de la fructificación es proactiva, interviene a priori, y trata de orientar positivamente la actividad económica hacia el bien común (en el supuesto de que sea un bien “ético” el que inspira la coalición entre inversor económico e inversor financiero);
- la ética de las consecuencias, corresponde a una visión activista por parte del ahorrador inversor financiero que intenta imponer sus exigencias éticas sobre los otros intermediarios financieros o sobre los inversores-económicos. La táctica corresponde a la de un accionario minoritario que intenta utilizar sus relaciones de poder para el desarrollo del bien común, y busca un apalancamiento para imponer sus puntos de vista. No hay duda que esta ética plantea serios problemas de legitimidad y por ello, en la mayoría de los casos, busca como forma de apalancamiento legítimo el apoyo de los poderes públicos. Numerosos grupos de presión de la sociedad civil (ONGs) se ven así impulsados hacia la acción política;
- y la ética como criterio financiero de asignación del ahorro, corriente que consiste en interpretar el comportamiento ético del inversor-económico como un indicador avanzado de la rentabilidad futura, en la línea de Michael Porter y otros analistas que afirman que las empresas que practican la SRI son a la larga las que mejor se comportan en los mercados (o sea que la SRI es una condición para el éxito empresarial). Esta visión aparentemente es la más deseable, puesto que es compatible con el “interés propio” que

inspira el funcionamiento de la economía de mercado: “ser ético es rentable”, es un mensaje aleccionador pero que en cierto sentido transforma la SRI en una simple herramienta de gestión como si la problemática de la responsabilidad fuera un elemento más del coste productivo.

En general estas líneas de reflexión ética se conciben como orientaciones para el inversor económico, o sea le transmiten un mensaje muy claro: si tus actividades productivas son contrarias a mi visión de lo que es éticamente aceptable, no cuentas con mi apoyo financiero, un mensaje que libremente pueden transmitir tanto los ahorradores, como los diferentes inversores financieros, en especial aquellos que tienen objetivos sociales definidos (p.ej. los fondos de pensiones).

La SRI como corriente de prácticas gestoras y de transparencia informativa de las empresas, responde a esta presión ética ejercida por el ahorrador y sus intermediarios financieros.

Curiosamente esta tendencia reciente hacia la SRI formalizada parece olvidar la responsabilidad directa y específica del sistema de intermediación financiera, y lo que hace, en el mejor de los casos, es tratar la responsabilidad de las entidades financieras como si de entidades de la economía real se tratara. Es así como los informes de SRI, y los indicadores utilizados son similares para una gran empresa petrolera que para un gran banco. El hecho de que ambas entidades estén cotizadas en Bolsa justifica esta uniformación pero ¿es esto razonable desde un punto de vista ético?.

El mundo financiero tiene estructuralmente poco en común con la economía real: no emite mucho CO₂ (¡si no se cuenta el que emiten las “limusinas” de sus ejecutivos!), ni contrata a mucho niños tailandeses. Sus responsabilidades están en otro ámbito. Los elementos éticos son de otra naturaleza.

- el financiero tiene que ser intransigente al separar lo que es suyo de lo que preserva y fructifica para otros, porque en su caso el peso de lo

verdaderamente suyo es ínfimo en relación con lo que es de otros (sentido de la intermediación);

- la transparencia de lo que hace con lo que es de otros es necesariamente un imperativo ético de orden superior, que se pierde cuando en entidades financieras multifuncionales, intervienen operaciones en cadena; la transparencia es especialmente importante en una actividad que se caracteriza por la asimetría de la información;
- la consistencia de lo que se hace con lo que es de otros para que las decisiones no afecten los intereses de terceras partes, cuando hay pluralidad de interesados; esto implica una neutralidad exigente, muy difícil en un marco de relaciones personales;
- y evidentemente, la necesidad de respetar intereses sociales (impuestos, lucha contra las actividades ilícitas) que son especialmente opacos en el mundo financiero.

El sistema financiero se desenvuelve en una paradoja: las responsabilidades son enormes en consonancia con las cantidades de dinero que se manejan; y la consciencia de estas responsabilidades se diluye por la intervención de la tecnología (virtualidad de las operaciones) y por el aislamiento de los operadores (obsesionados con la desresponsabilización achacada al mercado que decide y sobre el que no se puede tener influencia).

No son de extrañar los numerosos “accidentes” que se han observado estos últimos años, ni se pueden descartar verdaderas crisis financieras, de las que ya hemos tenido múltiples ejemplos, por suerte todavía limitadas en el tiempo y en el espacio (crisis mejicana, argentina, asiática, etc.), pero a las que la globalización puede dar dimensiones de tragedia mundial.

3.- Reflexión final

Todo parece indicar que en el periodo actual de desarrollo de la economía mundial, el poder se ha desplazado de la economía real al mundo financiero, que ha podido llegar antes al objetivo de la globalización de los mercados.

Este cambio de la estructura del poder económico puede ser beneficioso si realmente consigue una mayor eficiencia en la asignación del ahorro a la inversión, pero también puede ser peligroso si transmite al sistema en su conjunto un impulso especulativo y éticamente frágil. El nuevo poder financiero debe tomar en cuenta su responsabilidad global, y necesita una reflexión ética que inspire positivamente toda su lógica de comportamiento.

La adopción de la SRI como un modelo de buen gobierno sin duda es un paso positivo pero es claramente insuficiente para la actividad financiera cuyas responsabilidades desbordan ampliamente las de los stakeholders de la empresa, hasta tocar todo el funcionamiento de la sociedad y de la economía. Para la actividad financiera, todos los ciudadanos del mundo son stakeholders. Las responsabilidades de la actividad financiera se han globalizado, y se necesita un marco regulador global y una ética global de los negocios para afrontar esta inquietante realidad.