

TRES DIMENSIONES ETICAS DE LA CRISIS FINANCIERA

Antonio Argandoña

TRES DIMENSIONES ETICAS DE LA CRISIS FINANCIERA

Antonio Argandoña¹

Resumen

Se ha dicho a menudo que la crisis financiera, que ha venido golpeando la economía mundial desde mediados de 2007, es una crisis ética. Al estudiar las conductas de los agentes que tomaron las decisiones que condujeron a esta crisis podemos encontrar, desde luego, conductas inmorales, pero también están presentes en otros entornos. Que la crisis tenga una dimensión ética no quiere decir que la inmoralidad sea su única causa. La tesis de este trabajo es que esta es una crisis de dirección o gobierno de una amplia gama de instituciones, que, a su vez, refleja el fallo de un modelo económico y social, apoyado en unos supuestos antropológicos y éticos, que son los que han fracasado.

Palabras clave: crisis financiera, ética, teoría de la acción, virtudes.

¹ Profesor Ordinario de Economía, Cátedra «la Caixa» de Responsabilidad Social de la Empresa y Gobierno Corporativo, IESE

TRES DIMENSIONES ETICAS DE LA CRISIS FINANCIERA

«Crisis significa que ciertos postulados se han agotado, y que ciertos modos de afrontar la vida ya no responden a las nuevas cuestiones. A mi modo de ver, la crisis hace retremblar más profundamente al hombre cuando ese carácter obsoleto afecta a la idea de progreso.»

(Polo 1991, 25).

La crisis financiera¹

En el verano de 2007, los mercados financieros se vieron sacudidos por los primeros episodios de lo que llegaría a ser una grave crisis financiera². Algunas instituciones norteamericanas de este sector sufrieron un aumento en la morosidad de sus créditos hipotecarios, sobre todo en el segmento de las hipotecas *subprime*. El hecho de que la propiedad de estos créditos fuera transferida a otros inversores, o que estos préstamos fueran utilizados como garantía de otros activos (*securitization*), generó una notable desconfianza acerca del verdadero valor de los activos y del nivel de riesgo que implicaban. En un ambiente de falta de transparencia, esto generó dudas también sobre la solvencia de las instituciones que poseían los créditos y de otras muchas, conectadas como contrapartidas de estas operaciones. En poco tiempo, el sistema financiero internacional se vio afectado por una grave crisis, que fue primero de liquidez, cuando los inversores dejaron de prestar a casi todas las entidades, y luego de solvencia. Además, el problema se extendió a otros mercados y países a través de los mecanismos de contagio.

Desde el principio, los bancos centrales proporcionaron liquidez a la banca, pero esto no podía resolver el problema principal: la pérdida de confianza en la solvencia de las entidades afectadas. Por ello, los Gobiernos adoptaron medidas extraordinarias de intervención, recapitalización y depuración de los balances de los bancos. La situación parecía contenida hasta que, en septiembre de 2008, la quiebra del banco de inversión norteamericano Lehman Brothers puso al sistema financiero mundial al borde de un colapso generalizado, por las reacciones de pánico de los inversores. Las actuaciones de los Gobiernos permitieron superar esta etapa álgida de la crisis, que había dado lugar ya a una profunda recesión.

¹ Este documento forma parte de las actividades de la Cátedra «la Caixa» de Responsabilidad Social de la Empresa y Gobierno Corporativo, IESE Business School, Universidad de Navarra.

² Una crisis financiera es una situación en la que se producen graves alteraciones en el valor de los activos de las instituciones financieras, en su acceso a la financiación o en la confianza de sus clientes, hasta el punto de que la sostenibilidad del sistema financiero está en peligro. Cfr. Abberger y Nierhaus (2008) y Claessens et ál. (2008). Mendoza y Terrones (2008).

Para hacer frente a los problemas del sistema bancario y salir de la recesión, los Gobiernos se lanzaron a generosos programas de estímulo fiscal, que produjeron elevados déficits públicos, los cuales, sumados a los altos niveles de deuda que ya acumulaban algunos países, generaron una crisis de deuda soberana, protagonizada por Grecia, pero seguida de cerca por otros países.

Todo lo anterior puso de manifiesto la interconexión entre diversas crisis y su origen remoto (Gross, 2007; Hoffman et ál., 2007; y Kindleberger, 1978). Durante años, la política monetaria excesivamente laxa de la Reserva Federal norteamericana había ido creando una burbuja inmobiliaria en Estados Unidos (Bhattacharya y Yu, 2008). La valoración excesiva de los activos, el elevado endeudamiento y la sensación de euforia fueron el caldo de cultivo en el que se gestó la primera crisis, que comenzó, como ya hemos señalado, cuando se detuvo el crecimiento de los precios de la vivienda, frenando, al mismo tiempo, el incremento de la demanda y provocando la morosidad de muchos clientes. Esta crisis se reprodujo asimismo, con algunas variantes, en otros países europeos, como consecuencia de la política también laxa del Banco Central Europeo (BCE).

La segunda crisis fue el reflejo del impacto que tuvo el pinchazo de la burbuja sobre los balances de las entidades financieras: pérdida del valor de sus activos, aumento de la morosidad, dificultades de financiación e insuficiencia del capital propio. Esta crisis se produjo en los países en los que se había formado una burbuja inmobiliaria, como Estados Unidos, España, Islandia y Gran Bretaña, pero también en otros, como Alemania y Bélgica, cuyos bancos habían invertido en activos «tóxicos». Además, la depresión se vio agravada también, en algunos casos, por una crisis cambiaria, cuando la moneda nacional se depreció, aumentando de manera brusca el importe de la deuda de familias, empresas y entidades financieras, como en el caso de Islandia.

La tercera crisis fue la de la deuda soberana, y se produjo por el elevado endeudamiento en el que incurrieron los Gobiernos, debido a las medidas de impulso fiscal y al sostenimiento de los bancos en dificultades, en un entorno de alto endeudamiento exterior del sector privado. La posibilidad de suspensión de pagos de algunos Gobiernos creó una nueva ola de desconfianza, elevando la prima de riesgo y obligando a estos Gobiernos a llevar a cabo duros planes de consolidación fiscal, que agravaron la recesión y las dificultades de sus bancos.

Los párrafos anteriores son una breve historia de la crisis financiera reciente³, que, como todo fenómeno complejo, tiene causas económicas, pero también psicológicas, sociales, políticas y éticas, que son interdependientes. Algunos analistas culpan a los Gobiernos y bancos centrales, que propiciaron políticas monetarias excesivamente laxas de los años anteriores a 2007, a los reguladores y controladores del sistema financiero, a las agencias de evaluación (*rating*), a los directivos de las entidades financieras, a los promotores de las hipotecas, a los compradores de las viviendas, a los promotores inmobiliarios y a los constructores, etc.

Se ha afirmado con frecuencia que esta es una crisis ética⁴, porque los errores morales pueden explicar por qué los fallos económicos y políticos son capaces de conducir a situaciones de crisis. Para aclarar esto, desarrollaremos nuestro análisis en tres niveles. El primero es el de los fallos morales de las personas, manifestados en comportamientos inapropiados que pueden

³ Hay muchos excelentes análisis de esta crisis; por ejemplo, Bailey et ál. (2008), Blundell-Wignall et ál. (2008), Bordo (2008), Brunnermeier (2008), Diamond y Rajan (2009), Eichengreen (2008), Gross (2009), Hellwig (2008), Kane (2008), Morris (2008), Taylor (2009 a, b) y Tett (2009).

⁴ Después de todos los episodios de auge, euforia y consiguiente crisis financiera, se han denunciado fallos éticos generalizados. Véanse, por ejemplo, Bogle (2006) y Kindleberger (1978).

conducir a una crisis. El segundo es el organizativo: cómo han influido en la depresión las organizaciones, estrategias y culturas de las empresas, bancos, fondos de inversión, agencias de *rating*, bancos centrales, reguladores y supervisores y Gobiernos, que muestran la existencia de fallos éticos de carácter organizativo. Y el tercer nivel es el de la ética social, cuyos fallos han dificultado el funcionamiento de los mecanismos de corrección o han agravado las consecuencias morales de las decisiones individuales u organizativas.

La siguiente sección de este artículo analiza un repertorio de conductas moralmente incorrectas o dudosas que se han producido en la crisis reciente. Al intentar introducir estos comportamientos en la operativa de las organizaciones financieras, nos preguntamos en qué medida la crisis ética fue también, o sobre todo, una crisis de dirección o de gobierno de esas entidades. Esto nos llevará a un análisis del concepto de «ética» que aflora en esas explicaciones, que nos iluminará sobre la naturaleza de los problemas más profundos que se han presentado en la crisis. El artículo acaba con las conclusiones.

La ética de la persona

En esta sección, revisaremos algunas de las conductas que remiten, de un modo u otro, a las acciones que han dado lugar a la crisis (Argandoña. 2009, 2010 a, b, c; Graafland y van de Ven, 2011; Hawtrey y Johnson, 2009). No se trata, por supuesto, de un análisis exhaustivo, sino solo de un inventario apresurado, para hacer ver que, efectivamente, la dimensión moral ha estado presente en la crisis⁵.

De esta crisis se ha dicho, una y otra vez, que su causa es la codicia, que se puede definir como el «afán excesivo de riquezas». Conviene resaltar este vicio de la legítima racionalidad económica, que lleva a aprovechar las oportunidades, como comprar cuando los precios son bajos y vender cuando son altos o endeudarse cuando los tipos de interés son reducidos (Miller, 2009).⁶

El listado de virtudes vulneradas incluye también la templanza y, en concreto, la capacidad de refrenar los deseos de éxito, riqueza o reconocimiento social, que se convierten así en obstáculos para el correcto desempeño profesional. Y también, la cobardía, la complicidad y la falta de fortaleza: por ejemplo, algunos directivos que se dieron cuenta de lo que estaba ocurriendo no fueron capaces de tomar decisiones difíciles, para no poner en peligro su carrera o su remuneración. Se dieron asimismo comportamientos de orgullo, prepotencia y arrogancia protagonizados por financieros, pero también por economistas, reguladores y gobernantes, convencidos de que sus conocimientos y capacidades eran superiores, que no tenían por qué someterse a la supervisión de otras personas o que estaban por encima de la ley. En definitiva, «concedieron un gran valor al honor, la gloria, la riqueza, la fama y todo lo demás que hubiesen podido conseguir mediante la excelencia profesional, pero también mediante la mentira, y mostraron que estaban dispuestos a mentir antes que a refrenar sus deseos o reorientar sus valores» (Torres, 2009, 10).

⁵ Coleman y Pinder (2010) identifican, a partir de entrevistas a un conjunto de directivos antes de la crisis, actitudes y acciones como la inclinación por el corto plazo, el sesgo hacia lo transitorio («esta vez es diferente»), la capacidad para hacer frente a los riesgos, la consideración de la cobertura (*hedging*) como algo innecesario, etc.

⁶ Sobre la amplitud de la codicia y la avaricia en el mundo de los negocios, véanse Handy (2002), MacIntyre (1995) y Solomon (1992).

Todo ello dio lugar a situaciones indebidas (Hawtrey y Johnson, 2009) en el ámbito de la justicia conmutativa (Pieper, 1966): ocultación de información, publicidad engañosa, multiplicación de operaciones innecesarias (*churning*) para generar comisiones mayores, manipulación de las recomendaciones sobre valores, etc.; o en la consideración del bien común, como, por ejemplo, los problemas de riesgo moral: las instituciones financieras pudieron aprovecharse de la limitación de sus riesgos, gracias a la provisión legal de la responsabilidad limitada o a la existencia de garantías que limitaban sus pérdidas (Sinn, 2008).

La prudencia o racionalidad práctica es la virtud principal del banquero (Termes, 1995), pero es difícil ejercitarla en un entorno de alto crecimiento, bajos tipos de interés y oportunidades extraordinarias de beneficio, lo que llevó a elevados apalancamientos y a una reducción de la percepción del riesgo, que constituyen el entorno propicio para una mala gestión. Hay muchas manifestaciones de esta imprudencia. La complacencia, por ejemplo, suele tener lugar en la fase de auge (Lo, 2008),⁷ y las conductas de rebaño, que pueden ser racionales, son capaces de acentuar la volatilidad, extendiéndola a otros mercados y desembocando en pánicos, que son también conductas de rebaño.

Este breve resumen de comportamientos inmorales muestra, como dijimos antes, que la crisis tiene una dimensión ética. Ahora bien, estos vicios están siempre presentes, de una manera u otra, en toda actividad humana. Y una causa que está presente, tanto si el efecto tiene lugar como si no, no puede ser una explicación satisfactoria⁸. Dicho de otra manera: si muchos agentes se han movido por la codicia en multitud de lugares y desde hace siglos, ¿por qué se ha producido la crisis ahora y en estos países, y no en otro momento y en otros lugares?

Una respuesta a esta pregunta podría basarse en la generalización de esas conductas, que han sobrepasado un umbral, por encima del cual no se puede garantizar la estabilidad de los comportamientos. No tenemos ninguna evidencia empírica de esto, aunque se pueden haber producido cambios sociales, legales e institucionales que hayan acentuado el papel de la codicia. Por ejemplo, las condiciones económicas para la formación de una burbuja pueden generar incentivos (expectativas de beneficios) anormalmente altos. También puede haberse producido un cambio en los valores de la sociedad, que genera situaciones de «codicia inducida», alentando y premiando a los que tienen éxito en sus conductas codiciosas y haciendo más difícil comportarse de otro modo (*greed is good*: la codicia es buena)⁹. Un caso particular de este «contagio moral» podría ser la institucionalización de estas acciones, por ejemplo, en las reglas de comportamiento de las empresas, los reguladores o los intermediarios financieros.

⁷ Un caso típico es considerar que los acontecimientos improbables son, en la práctica, imposibles (Taleb, 2007).

⁸ Miller (2009) concluye que esta no fue una crisis ética, porque las conductas mencionadas en el texto fueron la respuesta racional de los agentes económicos a cambios en su entorno que ellos no causaron. Esta tesis es correcta en el sentido de que no se pueden juzgar las conductas morales sin tener en cuenta los incentivos a que se ven sometidos los agentes, pero no lo es en la medida en que sugiere que las acciones económicas no son de naturaleza ética, sino puramente técnica, es decir, que la respuesta «racional» de los agentes a los incentivos no puede ser objeto de una valoración moral.

⁹ Es la conocida frase de Gordon Gekko, el protagonista de la película *Wall Street* (1987).

Por otro lado, la sociedad ha desarrollado desde antiguo mecanismos protectores, no contra las conductas inmorales, sino, al menos, contra algunas de sus consecuencias, desde juicios y sanciones, hasta el rechazo social de los trasgresores. Y es posible que estos mecanismos sociales se hayan relajado en los años recientes.¹⁰ Esto nos introduce en el siguiente nivel de la ética.

La ética de las organizaciones

La crisis que estamos analizando se presenta a menudo como una crisis de dirección o gobierno en organizaciones tan variadas como bancos comerciales y de inversión, *hedge funds*, *monolines*, agencias de evaluación, organismos supervisores, bancos centrales y Gobiernos.¹¹ Por ejemplo, se dieron casos de mala gobernanza y de falta de competencia profesional, por parte de consejeros, altos directivos y analistas en entidades de todo tipo. A menudo, la función de análisis y valoración de activos e incluso las decisiones de compra o venta se encomendaron a profesionales jóvenes sin experiencia en finanzas, que utilizaban modelos sofisticados basados en unos supuestos demasiado simplistas, pero que nadie se atrevía a criticar, porque no tenían otros mejores¹². Y sus superiores no sabían lo que estaban haciendo, ni entendían los modelos que estaban utilizando, ni ejercieron una supervisión adecuada. O sea, faltó «una comprensión de los mecanismos de los productos estructurados, combinada con el conocimiento económico necesario para ponerlos en contexto y con las capacidades directivas para gestionar las organizaciones que los comercializaban»¹³.

Estos fallos se manifestaron, sobre todo, en el análisis y la gestión de los riesgos, llevando al «personal clave, en prácticamente todas las instituciones financieras importantes (...), a asumir excesivos riesgos» (Crotty y Epstein, 2008, 4; cf. Hawtrey y Johnson, 2009). Las causas de esto fueron muchas. Las entidades financieras, por ejemplo, tenían establecidos mecanismos rigurosos de definición y control de esos riesgos, pero se basaban en supuestos excesivamente optimistas, montados sobre la hipótesis de que los sucesos catastróficos (los «cisnes negros») (Taleb, 2007) eran altamente improbables y que, por tanto, podían ser omitidos. Los mecanismos de cobertura de los riesgos de las carteras estaban basados en las evidencias de las últimas décadas, que fueron particularmente estables en muchos de esos mercados; y, además, partían del supuesto de que los riesgos de diversos activos eran, en buena medida, independientes entre sí, lo cual se vio que era falso cuando estalló la crisis. Se creó así la ilusión de que el riesgo había sido eliminado de la cartera de las instituciones, mediante los *Credit Default Swaps* (CDS), sin tener en cuenta que ese riesgo volvía a entrar por otras vías. Se habían creado excelentes oficinas públicas de supervisión y control, pero cada una actuaba solo

¹⁰ Los altos rendimientos de la codicia y la menor protección social han dado lugar a una multiplicación de los fraudes, estafas y engaños, que no son causa de la crisis, sino una de sus manifestaciones más llamativas. Los fraudes de Bernard Madoff y otros parecidos ponen de manifiesto también otras debilidades morales: el orgullo (el deseo de sentirse privilegiado, formando parte de una élite de inversores), la imprudencia (confiar en las cualidades de un experto, sin someterlas a comprobación) y una cierta ofuscación (el «deseo» de creer que es posible tener rendimientos anormalmente altos durante largos periodos de tiempo).

¹¹ Sobre la parte de culpa de las instituciones de supervisión, véase Levine (2010).

¹² La cuestión de la responsabilidad de los economistas y teóricos de las finanzas merece un estudio detenido. Cfr. Acemoglu (2009) y Caballero (2010).

¹³ Kay (2009 a). La complejidad de determinados instrumentos financieros no tiene por qué plantear problemas morales si se conoce la naturaleza de las dificultades que aquella complejidad puede crear y se actúa en consecuencia.

en su parcela, de modo que nadie supervisaba el riesgo sistémico. Y se habían suprimido o mitigado algunos mecanismos e instituciones establecidos para controlar sus efectos.¹⁴

Se ha afirmado con frecuencia que la crisis se debió a la creación de incentivos perversos en la dirección y gestión de las instituciones financieras. Los incentivos, económicos o no, tienen por objeto promover determinadas conductas que se espera que conduzcan a los resultados deseados. Sin embargo, estos incentivos también pueden producir efectos indeseados, quizá porque estén mal diseñados, de modo que premien unos resultados que no son los que se deseaban («la locura de premiar A, cuando lo que se desea es B»)¹⁵. Por ejemplo, porque se premie el aumento de la cotización en bolsa a corto plazo, en vez de la consecución de un mayor valor en un plazo largo; o porque sean manipulados por los que se van a beneficiar de ellos; o porque supongan que los agentes se muevan siempre solo por intereses económicos, de modo que la introducción de incentivos de esta naturaleza destruya otros posibles objetivos, como la calidad de su trabajo o la creación de equipos humanos efectivos a largo plazo.¹⁶

Es muy probable que muchas de las conductas inadecuadas en la crisis reciente estén relacionadas con la existencia de incentivos perversos. Por ejemplo, el intento de alinear los intereses de los directivos y analistas con los de los accionistas ha llevado a establecer sistemas de remuneración que ponen énfasis en los resultados a corto plazo, lo que puede haber generado conductas indeseables, como la asunción excesiva de riesgos y la manipulación de los resultados contables o de la cotización de las acciones.¹⁷ En todo caso, el diseño y la implementación de estos sistemas de remuneración fue también una conducta imprudente y una muestra de mal gobierno, precisamente porque no se previeron aquellos resultados indeseables.

Un caso particular de incentivos perversos sería el de los conflictos de intereses que se han producido, por ejemplo, en las compañías de evaluación o agencias de *rating*, cuyos ingresos dependían, en buena medida, de la valoración que daban a los activos que les presentaban sus clientes (además de otros problemas, como la inadecuación de sus modelos, la falta de una

¹⁴ Debido, entre otras razones, a la presión política de las propias entidades reguladas, por ejemplo, sobre la ordenación de las operaciones que se llevan a cabo *over-the-counter* (Kane, 2008).

¹⁵ Ese es el sugestivo título del artículo de Kerr (1975). Cfr. Rosanas (2006).

¹⁶ He aquí algunos ejemplos de incentivos perversos en la crisis actual: 1) la remuneración de los *brokers* de hipotecas en Estados Unidos se establecía en función del volumen de créditos concedidos, no de su solvencia probable; esto fomentaba una concesión arriesgada de ese tipo de créditos (e incluso el falseamiento de la información en las solicitudes). 2) Los bancos que concedían las hipotecas las titulizaban prontamente y las sacaban de su balance, lo que reducía la necesidad de controlar las condiciones de sus clientes y el seguimiento de la devolución de los préstamos, al menos en parte. 3) Algunos deudores compraban la vivienda con la intención de incumplir con los pagos al poco tiempo y refinanciar la hipoteca cuando el precio de la vivienda hubiese crecido. 4) Las instituciones financieras incurrieron a menudo en problemas de «riesgo moral», llevando a cabo operaciones demasiado peligrosas y contando con la garantía explícita o implícita del Gobierno sobre sus pasivos. 5) Los bancos de inversión, que habían sido compañías de responsabilidad ilimitada (*private partnerships*), pasaron a ser de responsabilidad limitada (*public corporations*), con la consiguiente reducción de su responsabilidad por las pérdidas, lo que alentaba estrategias más arriesgadas. 6) El crecimiento de la remuneración de los directivos, basado a menudo en opciones sobre acciones (*stock options*), les llevó a buscar la rentabilidad a corto plazo, incluso con fraudes o manipulaciones contables. Cfr. Kane (2008).

¹⁷ Las elevadas remuneraciones de los directivos y analistas financieros se han presentado a menudo como causa de la crisis, pero parece que fueron más bien un efecto de la burbuja especulativa: el dinero acude a aquello que está de moda, y en los años recientes fueron los inmuebles y los activos financieros los que protagonizaron esa moda. Allí donde va el dinero, suben los precios, generando beneficios extraordinarios, que los distintos agentes implicados tratan de capturar. Y los directivos tienen una ventaja comparativa a la hora de conocer cuáles son esas rentas, dónde se generan y cómo capturarlas, y otro tanto sucede con los analistas y otros expertos, cuya contribución es necesaria para la creación de esas rentas.

historia lo suficientemente larga y variada como para incorporarla a los parámetros de estos modelos y el hecho de que sus mejores analistas acababan siendo contratados por sus clientes, lo que acentuaba el conflicto de intereses).

En la crisis, se dieron también otros problemas, como el «arbitraje regulatorio», por el que se trasladan las operaciones a países con controles laxos o se transforman las operaciones para eludir las regulaciones. También, la falta de transparencia (opacidad en las operaciones, ocultación de información a los clientes, a los reguladores e incluso a los accionistas, etc.) es otra característica de muchas de las conductas que condujeron a la crisis.

Fallaron también los mecanismos de regulación y control: cambios como la abolición de la ley Glass-Steagall en Estados Unidos, que separaba la actuación de la banca comercial y la de las inversiones; incentivos a la concesión de hipotecas *subprime*, a cargo de empresas bajo patrocinio del Estado, como Fannie Mae y Freddie Mac en Estados Unidos; resistencia a la regulación de algunos derivados financieros, etc. Y estos no son solo problemas técnicos, porque esos mecanismos los elaboran y los manejan las personas y, por tanto, son también decisiones con una dimensión ética.

La dimensión social de la ética

Antes hemos mencionado fallos éticos personales y organizacionales de agentes que sucumbieron a la tentación de unas condiciones financieras muy favorables –y esto ya sería una explicación de por qué esta es una crisis moral–. Pero también hemos hecho notar que, probablemente, se crearon también condiciones sociales que alentaron o, al menos, no frenaron esas conductas y que dificultaron el funcionamiento de los mecanismos legales, institucionales y sociales, que, en otras condiciones, hubiesen detenido las consecuencias de esas conductas. Lo que ofrecemos aquí no son análisis completos, sino solo algunas sugerencias que tratan de explicar por qué esta es una crisis ética y por qué hace falta esta dimensión ética, a la hora de evitar que se repita.

Algunos expertos (economistas, pero también moralistas) niegan que dicha ética juegue un papel en la crisis actual. De acuerdo con el modelo antropológico que inspira la economía neoclásica, los agentes parten de unas preferencias dadas, que la ciencia económica toma como datos (Aranzadi, 2006). Además, todo lo que hace un agente racional dentro de este modelo es éticamente neutro (Miller, 2009) y hay una separación absoluta entre ética y economía («tesis de la separación») (Harris y Freeman, 2008): la ética trata de los valores, que son subjetivos y no pueden someterse a valoraciones objetivas, y la economía, de hechos (Keynes, 1890; y Robbins, 1935). El agente racional que maximiza su utilidad, sujeto a las restricciones habituales, no está llevando a cabo acciones éticamente relevantes: la economía es un ejercicio amoral. O, dicho de otra manera: si el mercado se cuida de la autorregulación de las relaciones económicas, las conductas individuales, que regula la ética, no son relevantes; sean cuales sean estas conductas, el mercado sacará un óptimo social (Zamagni, 2009).

Si esto es así, la crisis se produjo por la confluencia, más o menos fortuita, de acontecimientos como una expansión crediticia sostenida durante demasiado tiempo, algunas innovaciones financieras y un conjunto de fallos en los mecanismos de control, prevención y defensa que se habían creado.¹⁸ Los «culpables», si los hubo, serían, en todo caso, los consumidores, empresarios, analistas y directivos de las instituciones financieras que no actuaron de manera racional (y no resulta fácil identificarlos, porque, a priori, sus conductas pudieron estar de acuerdo con la racionalidad económica, aunque sus resultados fuesen desastrosos); como, por ejemplo, los Gobiernos, que alteraron los incentivos y las restricciones de los agentes privados, persiguiendo políticas insostenibles (por ejemplo, el acceso de personas sin recursos al mercado de la vivienda o la supresión de ciertas regulaciones financieras), o los supervisores y reguladores, que no cumplieron su tarea.

Esto traslada el problema, de algún modo, al ámbito de la política, que también ha cambiado su posición ante la moral, al menos en las sociedades occidentales.¹⁹ Desde la época de la Modernidad, estas sociedades habían configurado un proyecto político orientado hacia fines racionales y universales: libertad, igualdad, desarrollo, bienestar... Pero los objetivos políticos se han ido cumpliendo, y quedan menos tareas colectivas que llevar a cabo. «La racionalización de los medios ha sustituido al ideal de los fines racionales [...]. El resultado es, en buena medida, la fragmentación: no hay bienes comunes, la prosecución de fines sociales es cosa del pasado, la desigualdad invita a la creatividad y a la competencia» (Flamarique, 2010, 107), y esta creatividad y competencia presidieron muchas de las innovaciones financieras que luego dieron lugar a la crisis.

Lo importante aquí es el cambio de actitudes que se ha producido, no si esta explicación es totalmente válida o no. Los ciudadanos de los países ricos tienden a atribuir al Estado y al mercado la garantía de sus derechos económicos y sociales (empleo, pensiones, salud, seguridad, etc.), y renuncian a una parte importante de su autonomía en estos ámbitos, a cambio de la seguridad de su nivel de vida. El mundo económico es, de nuevo, un mundo técnico, que funciona con sus propias reglas, que no tienen por qué estar orientadas por la ética. Lo que se espera de ese mundo es la materialización de una estructura productiva, organizativa y reguladora perfecta, «que haga superfluo que los ciudadanos sean honrados» (Pérez Soba, 2011, 6).

Al menos hasta el estallido de la crisis, «en la vida política se detecta tedio en la misma medida en que los procedimientos de elección, representación y distribución del bienestar operan sin sobresaltos, pero también dentro de límites inamovibles. La atención ciudadana se ha dirigido hacia otras cosas. No se trata de que las expectativas no se hayan cumplido: en lo sustancial, los ciudadanos están conformes con el régimen institucional. Es más bien que las expectativas son ahora de tipo individual, no universal» (Flamarique, 2010, 107). El ciudadano es ahora individualista, en una medida que, probablemente, no se ha dado en el pasado. Y también lo es su ética: ya no tiene que ocuparse de las grandes tareas políticas y sociales, salvo quizá para acciones humanitarias en otros países. «Ha muerto el sueño de la sociedad futura,

¹⁸ «La explicación razonable de una crisis de esta magnitud [...] es que la combinación de factores complejos y ampliamente interrelacionados ha contribuido a este caos. Los factores están relacionados con elementos económicos, con el gobierno corporativo de bancos e instituciones financieras, con la política monetaria del Gobierno norteamericano, con la carencia de controles rigurosos de supervisión de la industria bancaria y de los mercados financieros, con la cultura de elevado apalancamiento crediticio de los ciudadanos de Estados Unidos y el Reino Unido, con la filosofía y la cultura de gestión de los bancos, con el papel jugado por las agencias de *rating*» (Pezzuto, 2008, p. 6-7).

¹⁹ Esto ha sido desarrollado por Flamarique (2009, 2010).

definitivamente justa; ha pasado el tiempo de las revoluciones, pero ha aumentado el número e intensidad de nuestros deseos [...]. Mientras que la idea de igualdad y racionalidad social preside el imaginario que sustenta nuestro sistema y cultura políticos, la cultura popular invita a códigos privados, a criterios individuales» (Flamarique, 2010, 108). Es la hora de los «nuevos derechos», cada vez más particulares.

Al mismo tiempo, las emociones se convierten en el espacio en el que el ciudadano puede ser «él mismo», lo que implica dar prioridad al momento, a lo fugaz y a la moda.²⁰ La ética es, ahora, emotivista (MacIntyre, 1981; y Taylor, 1989); lo moral es lo «auténtico»; y la respuesta emocional domina sobre el juicio y la reflexión, y eso salda todas las responsabilidades. El ciudadano está dispuesto a admitir que todos somos responsables de todo (Jonas, 1984), pero esto es solo un subterfugio para negar el sentido de responsabilidad personal: esta se trasfiere al colectivo y, en última instancia, al Estado.²¹ Otra vez, la vida privada, presuntamente orientada por el sentimiento, la autenticidad y las experiencias, se divorcia de la ética pública.

Claro que, de este modo, la propia ética pública cambia también su sentido, porque esos derechos privados, que el ciudadano reivindica como necesarios e inalienables para su autorrealización, pierden su base ética que, al final, acaba basándose en la ley. Ahora bien, esos derechos impulsados por los sentimientos son relativos y cambiantes. En el discurso público, los valores éticos se desdibujan: se reducen al ámbito privado hasta el punto de considerar que la democracia exige el relativismo moral, y que la existencia de valores sólidos debe rechazarse como fundamentalismo.

Al mismo tiempo, en una sociedad multicultural, hay que aceptar la pluralidad de valores y, por tanto, el relativismo cultural –y luego, el relativismo moral–. Ahora bien, una ética basada en valores cambiantes y relativos se acaba juzgando solo por sus resultados. Esto, en la política, tiene dos consecuencias. En primer lugar, lleva al desencanto con la propia política, porque, al tener que dar voz a todos, se crea una cacofonía y la sensación de que las reivindicaciones privadas de cada uno no son atendidas. La política, cuando sale de los ámbitos técnico y económico, se vuelve volátil y ambigua.

En segundo lugar, los medios de representación tradicionales (sindicatos, partidos, etc.) ceden el paso a nuevos movimientos sociales, que son ocasionales (el ciudadano se une a ellos solo para la defensa de algún derecho personal al que concede valor), aunque con pretensiones de generalidad (todo interés, por particular que sea, se convierte en un interés social y adquiere el presunto derecho a entrar en la agenda moral de la sociedad), y que además crean nuevas homogeneidades (el consumo como igualador social: la democratización del lujo), aunque son también objeto de manipulación comercial y mediática.

²⁰ «Se establece un hiato entre lo que se hace, que pertenece al ámbito de lo “exterior” y el mundo “interior” de los sentimientos, volcado en un intimismo débil. El hombre sentimental se “encierra” en un modo de “sentirse” lleno de absolutos, pero del todo separado del sistema social de relaciones medido por el precio de las cosas» (Pérez Soba, 2011, p. 7).

²¹ El recurso a la ley y a las instituciones es lo primero que se ha buscado, por ejemplo, cuando la confianza ha entrado en crisis. En un mundo financiero en el que las relaciones se multiplican y se despersonalizan, la confianza se deposita en la ley (puedo confiar en mi banco, porque la ley le obliga a actuar de acuerdo con unos estándares pactados), en las instituciones (por ejemplo, en el fondo de garantía de depósitos) y en el propio interés de las entidades financieras («la primera y principal línea de defensa contra el fraude y la insolvencia es la vigilancia de las demás contrapartidas. Por ejemplo, examina cuidadosamente el balance de Merrill Lynch antes de prestarle. No pregunta a la Securities and Exchange Commission para comprobar la solvencia de Merrill») (Greenspan, 2007, citado por Kay, 2009 b). Pero todo esto se ha venido al suelo. La ley no puede crear confianza: de hecho, si la ley es eficaz, no hace falta la confianza; pero si deja de serlo, ¿en qué se puede confiar? (Rosanas y Velilla, 2003). Y tampoco podemos confiar en la capacidad de autocontrol de las entidades, que han incumplido sus deberes de manera clamorosa.

Si lo anterior es verdad, al menos en parte, la crisis se deberá a que «alguien» (los políticos, los banqueros o los expertos) no cumplió con unos deberes técnicos, que quizá eran éticos, pero entendidos ahora como la obligación de generar los resultados de bienestar, seguridad, crecimiento, etc.²² Y esto explica el desconcierto de los ciudadanos ante la crisis actual: el aumento del desempleo y de su duración, la precariedad laboral creciente, las dificultades para sostener el estado del bienestar, la incertidumbre generalizada, etc. muestran que el mercado y el Estado no han cumplido su parte en aquel reparto de tareas entre lo público (prosperidad económica, estado de bienestar, seguridad, etc.) y lo privado. Y lo peor es que el problema no parece ser transitorio, a pesar de las promesas de los Gobiernos, los bancos centrales y los economistas de que el próximo paquete de medidas será efectivo. Además, sus causas ya no pueden atribuirse a sucesos externos, sino a las propias conductas humanas, también a las del propio ciudadano, como el envejecimiento de la población, la ruptura de la homogeneidad de los modelos culturales o el cambio climático.

Todo hace pensar que los sistemas económicos, supuestamente autárquicos y autorregulables, no lo son. La solución obvia es la regulación: el Estado debe intervenir para limitar los abusos que se puedan producir en el funcionamiento del mercado (Polo, 1993). Y lo hace no solo como un deber técnico, sino como una obligación moral, porque sus ciudadanos le piden, precisamente, que garantice el funcionamiento eficiente del sistema económico y que evite su volatilidad excesiva.

¿De qué instrumentos éticos disponemos para hacer frente a estos problemas? No, por supuesto, de la ética privada, que es, en primer lugar, relativista, individualista y emotivista, pero también «socialmente utilitarista»: «Este sujeto conforma un modo de “valoración” nuevo de las acciones humanas, a base de dos criterios radicalmente opuestos, que solo pueden vivirse en la medida en que se mantengan en dos niveles del todo diversos. Por un lado, se acepta el sistema utilitarista de valoración social que busca maximizar el resultado de acuerdo a medidas objetivas que permitan comparar intereses [la consecución de los objetivos económicos sociales: bienestar, crecimiento, seguridad, etc.] [...]. Por otra parte, el mundo interior de los afectos privados identificados a “sentirse bien”, que pasa a ocupar todo el campo de la conciencia». (Pérez Soba, 2011, 7-8).

Al final, los contenidos morales se acaban trasladando al derecho, que se convierte en la fuente de la normatividad ética. En una sociedad individualista, en la que no es posible la apelación a bienes comunes, la regla de la mayoría se convierte en el criterio moral. Esto deja al individuo ante una libertad de elección antes desconocida, pero, al mismo tiempo, lo sume en la incertidumbre, que se descarga en la ley: lo permitido es bueno y lo prohibido es malo –y si esto no gusta, se puede exigir el reconocimiento del derecho a discrepar, que puede acabar en convertir la excepción en una nueva norma–. El Estado acaba convirtiendo en normas morales obligatorias conductas que antes eran privadas. «Las sociedades hiperjudicializadas, como la actual, favorecen la asunción de obligaciones decretadas (también la reclamación de derechos), pero no la de una acción responsable hacia delante. “Responsabilidad” es un término que aparece siempre que se dan perjuicios o daños; se habla, en todo caso, de responsabilidades anónimas, jurídicas e institucionales, respecto al pasado, y para esto están el Estado, los seguros, etc.» (Flamarique, 2010, 110).

²² Esto ha desembocado, por lo que parece, en una crisis de legitimidad del sistema (Habbu, 2011).

Polo (1996 b) señala algunas de las consecuencias de aplicar soluciones puramente técnicas a problemas humanos, es decir, éticos: 1) segmentación, fruto de la falta de visión de conjunto, que se deriva de la especialización y la unilateralidad de los «expertos» (las soluciones económicas propuestas para la crisis no son operativas, porque omiten otras dimensiones: políticas, sociológicas, psicológicas y éticas); 2) efectos perversos, que pueden aparecer en otros ámbitos, porque no somos capaces de ordenar los medios sin provocar efectos secundarios peligrosos, ya que no tenemos unos principios incondicionados, a partir de los cuales podamos desplegar la acción práctica, y no podemos garantizar la consistencia de nuestros proyectos descoordinados (la explosión de riesgo sistémico en la crisis puede ser un ejemplo de esto); 3) anomia, el estado de desánimo de quien no tiene pautas de actuación, sino solo estímulos; y 4) entropía social, las instituciones pierden su función.

¿Es posible una ética objetiva, que sea capaz de validar las conductas, públicas y privadas, en el mundo financiero? Si lo que hemos dicho en los párrafos anteriores es una descripción, al menos aproximada, de nuestro entorno moral, la respuesta es negativa. Las soluciones que se ofrecen a la crisis rechazan su dimensión ética y buscan solo soluciones técnicas, como, por ejemplo, reformas del marco regulador y supervisor, basadas, en todo caso, en una ética consecuencialista, orientada al resultado, o en una ética pública, que también se encamina a la consecución de frutos y que acaba concediendo categoría moral a decisiones públicas que no la tienen.

Recapitulando lo anterior, nos parece que los fallos en las conductas de las instituciones financieras, organismos reguladores y Gobiernos, que la crisis ha puesto de manifiesto, no fueron sucesos aislados, sino que muestran los defectos en los modelos antropológicos y éticos que han presidido la conducta, no solo de aquellos agentes, sino de buena parte de nuestra sociedad, al menos en los países desarrollados. Es decir: modelos construidos a partir de supuestos incompletos o erróneos llevaron a planteamientos equivocados en la gestión de los sistemas de incentivos, de control y de información, de los sistemas contables, de la selección, formación y remuneración del capital humano y de la cultura misma de las organizaciones²³. Y de esos planteamientos equivocados solo cabía esperar la proliferación de conductas desacertadas (codicia, imprudencia, orgullo, fraude, mentira, etc.), de objetivos empresariales, sistemas de control, culturas, sistemas de incentivos y reglas de actuación, que, en definitiva, produjeron la crisis.

Conclusión

Más arriba nos preguntábamos si en el mundo financiero es posible una ética objetiva que sea capaz de validar las conductas públicas y privadas. Observando nuestras sociedades avanzadas, la conclusión fue negativa, pero demasiado apresurada. No es este el lugar adecuado para desarrollar cómo debería ser esa concepción ética, necesaria para corregir los problemas creados por la crisis y evitar su repetición, pero sí podemos, al menos, hacer algunas sugerencias.

No debe haber una ética distinta para el mundo económico, para la política y para la vida privada de las personas; la esquizofrenia ética conduce a la inconsistencia y, en definitiva, a la crisis del sistema, tanto de la persona (esa persona utilitarista ante la sociedad y emotivista en la vida privada, que exige unos resultados externos como exigencia moral, pero que no acepta su responsabilidad personal en su consecución), como de las organizaciones y de la sociedad en

²³ Véase la excelente explicación de Sahlman (2009).

su conjunto. El sistema económico, en particular, no es autorregulable: la estabilidad del mercado exige un sistema legal y regulatorio, pero esto no es suficiente. La existencia de reglas de tráfico y de barreras físicas no garantizan una circulación fluida y segura en las autopistas si los conductores se saltan las reglas para aprovechar las ventajas particulares que representan los costes para los demás, o si los que las elaboran y cambian se mueven por objetivos distintos al bienestar de los ciudadanos.

El lector objetará, seguramente, que ya había reglas éticas en nuestras sociedades y que estas no han sido capaces de evitar la crisis. Pero esto ha sido así, probablemente, porque no todas las éticas son igualmente eficaces. La ética debe estar basada en las acciones de personas racionales en un entorno social (Abbà, 1992; Argandoña, 2011; y Den Uyl, 2009). Esto excluye, en primer lugar, algunas éticas centradas en la obtención de resultados, que olvidan que el más importante de ellos es el aprendizaje de las personas; en segundo lugar, excluye también las éticas de matriz individualista, que no tienen suficientemente en cuenta que la persona es social, que se desarrolla en sus relaciones con los demás y que aprende de ellos y con ellos; y, en tercer lugar, las éticas que se fijan solo en las acciones como unidades separadas y que no tienen en cuenta los procesos de aprendizaje (desarrollo de virtudes) que hemos mencionado antes.

La ética es la condición de equilibrio de las personas, las organizaciones y las sociedades. Y ese equilibrio es dinámico, porque el agente cambia y produce cambios en los demás cada vez que lleva a cabo una acción, de modo que lo que hoy es un equilibrio puede dejar de serlo mañana. Es en este sentido, decimos que la ética es la condición de equilibrio. Por tanto, las éticas basadas en reglas externas (leyes, normas sociales o códigos individuales o corporativos), y no en la persona que actúa, no podrán ser buenas guías para la acción. Esto no quiere decir que las normas no tengan un papel relevante: necesitamos, en definitiva, una ética de virtudes (que explique cómo mejora o empeora el agente en sus acciones y cómo desarrolla o dificulta la capacidad para comportarse éticamente en el futuro), bienes (qué es lo que el agente debe conseguir) y normas (qué reglas debe observar, primero para no deteriorarse como persona y luego para mejorar como tal). (Polo, 1996 a).

Todo lo anterior nos lleva a dos conclusiones más. Primera: la ética no puede estar separada de la economía. No hay decisiones económicas y decisiones éticas: hay decisiones que son, a la vez, económicas, éticas y políticas. La economía trata de los medios, pero no para unos fines dados, porque los fines los gobierna la ética. La tesis de la separación entre economía y ética es uno de los causantes últimos de la crisis. Y segunda: por la misma razón, también la política debe estar interrelacionada con la ética –y, de nuevo, la omisión de esta interrelación tiene mucho que ver con la crisis actual–.

Las interpretaciones meramente económicas de la crisis no tienen por qué ser erróneas, pero son incompletas, porque omiten algunas consecuencias relevantes acerca de las determinaciones sobre el propio decisor (que aprende a actuar bien o mal), sobre los demás (que también aprenden) y sobre la organización (en la que generan culturas morales o inmorales, y en la que fomentan o destruyen la confianza). La ética debe añadir a la economía una concepción más rica de la persona y, por tanto, explicaciones no necesariamente distintas, pero sí más completas, en las que se puedan perfilar mejor las consecuencias a largo plazo, no solo económicas, de las decisiones. Y esto servirá para identificar mejor los problemas, para entender mejor la naturaleza de los fallos que se han producido y para ofrecer mejores soluciones. Pero esas soluciones las elaborará no el moralista, sino el economista, teniendo en cuenta los criterios de la ética.

La ética tiene tres dimensiones: personal, organizacional y social. La solución a los problemas creados por la crisis exige una respuesta ética en los tres niveles. Las personas deben ser éticas, las organizaciones deben conformarse de acuerdo con la ética y la sociedad debe comportarse también éticamente, lo cual tiene una vertiente teórica (qué es la ética y cómo se relaciona con la economía y con la política) y otra práctica (cómo se difunden las conductas y cómo se crean las condiciones para que las restricciones normativas e institucionales bloqueen las acciones no éticas). Las tres dimensiones son necesarias.

«Mientras suena la música, has de bailar», declaró Charles («Chuck») Prince, CEO de Citigroup, al *Financial Times* en julio de 2007. Y añadió: «Nosotros todavía bailamos». Esta frase resume lo que han sido los negocios para muchos financieros en los años recientes: un baile desenfrenado, del que, como en el juego de las sillas musicales, nadie se podía retirar. «Estas palabras son ahora el epitafio del auge del crédito global»²⁴.

²⁴ Mackenzie (2009).

Referencias

- Abbà, G. (1992), *Felicidad, vida buena y virtud*, Ediciones Internacionales Universitarias, Barcelona.
- Abberger, K. y W. Nierhaus (2008), «How to Define a Recession?», *CESifo Forum*, 4, págs. 74-76.
- Acemoglu, D. (2009), «The Crisis of 2008: Structural Lessons for and from Economics», MIT, enero.
- Aranzadi, J. (2006), *Liberalism Against Liberalism. Theoretical Analysis of the Works of Ludwig von Mises and Gary Becker*, Routledge, London.
- Argandoña, A. (2009), «Crisi financera: a la recerca de criteris ètics», en *La situació econòmica global. A la recerca d'uns criteris ètics*, Facultat de Teologia de Catalunya, págs. 77-96, Barcelona.
- Argandoña, A. (2010 a), «¿Puede la responsabilidad social corporativa ayudar a entender la crisis financiera?», en M. A. Arráez y P. Francés, (eds.), *Ética y responsabilidad ante la crisis*, Ediciones Sider, págs. 51-83, Granada.
- Argandoña, A. (2010 b), «La dimensión ética de la crisis financiera», en A. Costas, (ed.), *La crisis de 2008. De la economía a la política y más allá*, Fundación Cajamar, págs. 183-198, Almería.
- Argandoña, A. (2010 c), «Más allá de la eficiencia: lecciones éticas de la crisis para la cultura empresarial», en T. Jiménez Araya, (ed.), *Hacia una nueva ética económica global. Innovación vs. statu quo*, Huygens Editorial, págs. 203-226, Barcelona.
- Argandoña, A. (2011), «Las virtudes en una teoría de la acción humana», en P. Requena y M. Schlag, (eds.), *La persona al centro del Magistero sociale della Chiesa*, Edusc, págs. 49-71, Roma.
- Baily, M. N., R. E. Litan y M. S. Johnson (2008), «The Origins of the Financial Crisis», Brookings Institution, Fixing Finance Series Paper 3, Washington, DC.
- Bhattacharya, U. y X. Yu (2008), «The Causes and Consequences of Recent Financial Market Bubbles: An Introduction», *The Review of Financial Studies*, 21, págs. 3-10.
- Blundell-Wignall, A., P. Atkinson y S. Hoon Lee (2008), «The Current Financial Crisis: Causes and Policy Issues», *Financial Market Trends*, OECD, Paris.
- Bogle, J. (2006), «The Depth and Breadth of the Financial Scandals», *Challenge*, págs. 23-32, 49.
- Bordo, M. D. (2008), «A Historical Perspective of the Crisis of 2007-2008», National Bureau of Economic Research, NBER Working Paper N.º 14659, Cambridge, MA.
- Brunnermeier, M. K. (2008), «Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007-2008», National Bureau of Economic Research, NBER Working Paper N.º 14612, Cambridge, MA.
- Caballero, R. J. (2010), «Macroeconomics after the Crisis: Time to Deal with the Pretense-of-Knowledge Syndrome», *Journal of Economic Perspectives*, 4, 24, págs. 85-102.
- Claessens, S., M. Ayhan Kose y M. E. Terrones (2008), «What happens during Recessions, Crunches and Busts?», International Monetary Fund, IMF Working Paper WP/08/274, Washington, DC.
- Coleman, L. y S. Pinder (2010), «What were they thinking? Reports from Interviews with Senior Finance Executive in the Lead-up to the GFC», *Applied Financial Economics*, 7-14, págs. 20.

Crotty, J. y G. Epstein (2008), «Proposals for Effectively Regulating the U.S. Financial System to avoid yet another Meltdown», University of Massachusetts, Department of Economics, Working Paper 2008-15, Amherst, MA.

Den Uyl, D. J. (2009), «*Homo Moralis*», *Review of Austrian Economics*, 22, págs. 349-385.

Diamond, D. W. y R. Rajan (2009), «The Credit Crisis: Conjectures about Causes and Remedies», National Bureau of Economic Research, NBER Working Paper N.º 14739, Cambridge, MA.

Eichengreen, B. (2008), «Origins and Responses to the Current Crisis», *CESifo Forum*, 4, págs. 6-11.

Flamarique, L. (2009), «Emociones *versus* normas. El confinamiento psicológico de la experiencia social», *Pensamiento y cultura*, 2, 12, págs. 321-339.

Flamarique, L. (2010), «En 1989 terminó la era de las revoluciones y de las utopías socialistas, y nació una nueva cultura política», *Nuestro tiempo*, enero-febrero, págs. 104-110.

Graafland, J. J. y B. W. van de Ven (2011), «The Credit Crisis and the Moral Responsibility of Professionals in Finance», European Banking Center Discussion Paper N.º 2011-012.

Greenspan, A. (2007), *The Age of Turbulence: Adventures in a New World*, Penguin Press, New York.

Gross, D. (2007), *Pop! Why Bubbles are Great for the Economy*, HarperCollins, New York.

Gross, D. (2009), *Dumb Money: How our Greatest Financial Minds bankrupted the Nation*, Free Press, New York.

Habbu, A. (2011): «The Neoliberal Legitimation Crisis of 2008», *Carceral Notebooks*, Paper N.º 2.

Handy, C. (2002), «What is a business for?», *Harvard Business Review*, December, págs. 49-55.

Harris, J. D. y R. E. Freeman (2008): «The Impossibility of the Separation Thesis», *Business Ethics Quarterly*, 4, 18, págs. 541-548.

Hawtrey, K. y R. Johnson (2009), «On the Atrophy of Moral Reasoning in the Global Financial Crisis», *Journal of Religion and Business Ethics*, 1, 2, págs. 1-23.

Hellwig, M. (2008), «The Causes of the Financial Crisis», *CESifo Forum*, 4, págs. 12-21.

Hoffman, P. T., G. Postel-Vinay y J. L. Rosenthal (2007), *Sustaining Large Losses*, Harvard University Press, Cambridge, MA.

Jonas, H. (1984), *The Imperative of Responsibility: In Search of Ethics for the Technological Age*, University of Chicago Press, Chicago, IL.

Kane, E. J. (2008), «Ethical Failures in Regulating and Supervising the Pursuit of Safety Net Subsidies», Indiana State University, Networks Financial Institute Working Paper 2008-WP-12, Terre Haute, IN.

Kay, J. (2009 a), «Introduce Professional Standards for Senior Bankers», *Financial Times*, 18 de febrero.

Kay, J. (2009 b), «Greenspan could have found a Cure at the Pharmacy», *Financial Times*, 25 de febrero.

Kerr, S. (1975), «On the Folly of Rewarding a While Hoping for B», *Academy of Management Journal*, 18, págs. 769-783.

Keynes, J. N. (1890), *The Scope and Method of Political Economy*, Macmillan, London.

Kindleberger, C. P. (1978), *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises*, John Wiley and Sons (2005), 2.^a ed. (con Robert Z. Aliber), New York.

Levine, R. (2010), «An Autopsy of the U.S. Financial System», National Bureau of Economic Research, NBER Working Paper N.º 15956, Cambridge, MA.

Lo, A. W. (2008), «Hedge Funds, Systemic Risk, and the Financial Crisis of 2007-2008», U.S. House of Representatives Committee on Oversight and Government Reform, November 13, Washington DC.

MacIntyre, A. (1981), *After Virtue. A Study of Moral Theory*, Notre Dame University Press, Notre Dame, IN.

MacIntyre, A. (1995), *Marxism and Christianity*, Duckworth, London.

Mackenzie, M. (2009), «Cautionary Tale from Citi for New Giants of Finance», *Financial Times*, 17 de enero.

Mendoza, E. y M. E. Terrones (2008), «An Anatomy of Credit Booms: Evidence from Macro Aggregates and Micro Data», National Bureau of Economic Research, NBER Working Paper N.º 14444, Cambridge, MA.

Miller, R. T. (2009), «Morals in a Market Bubble», *University of Dayton Law Review*, págs. 35 (1), págs. 113-137, Cambridge, MA.

Morris, C. R. (2008), *The Trillion Dollar Meltdown. Easy Money, High Rollers, and the Great Credit Crash*, Public Affairs, London.

Pérez Soba, J. J. (2011), «La renovación moral en la vida económica», en el Simposio de Doctrina Social de la Iglesia ¿Qué propuesta de evangelización para la vida pública en España?, Fundación Pablo VI, junio, Madrid.

Pezzuto, I. (2008), «Miraculous Financial Engineering or Toxic Finance? The Genesis of the U.S. Subprime Mortgage Loans Crisis and its Consequences on the Global Financial Markets and the Real Economy», Swiss Management Center Working Paper N.º 12/2008.

Pieper, J. (1966), *The Four Cardinal Virtues: Prudence, Justice, Fortitude, Temperance*, University of Notre Dame Press, Notre Dame, IN.

Polo, L. (1991), *Quién es el hombre. Un espíritu en el mundo*, Rialp, 1991, Madrid.

Polo, L. (1993), «La ética y las virtudes del empresario. Entrevista a Leonardo Polo», *Atlántida*, 14, págs. 80-92.

Polo, L. (1996 a), *Ética. Hacia una versión moderna de los temas clásicos*. Unión Editorial, Madrid.

Polo, L. (1996 b), *Sobre la existencia cristiana*, Eunsa, Pamplona.

Robbins, L. (1935), *An Essay on the Nature and Significance of Economic Science*, Macmillan, London.

- Rosanas, J. M. (2006), «Indicadores de gestión, incentivos, motivación y ética en el control de gestión», IESE Business School, *Occasional Paper*, OP 06/11, Barcelona.
- Rosanas, J. M. y M. Velilla (2003), «Loyalty and Trust as the Ethical Bases of Organizations», *Journal of Business Ethics*, 44, págs. 49-59.
- Sahlman, W. A. (2009), «Management and the Financial Crisis (We have met the Enemy and He is us...)», Harvard Business School, Working Paper 10-033, Boston MA.
- Sinn, H. W. (2008), «The End of the Wheeling and Dealing», *CESifo Forum*, 3-5, pág. 5.
- Solomon, B. (1992), *Ethics and Excellence. Cooperation and Integrity in Business*, Oxford University Press, New York.
- Taleb, N. N. (2007), *The Black Swan: The Impact of the Highly Improbable*, Random House, New York.
- Taylor, C. (1989), *Sources of the Self. The Making of the Modern Identity*, Cambridge University Press, Cambridge.
- Taylor, J. B. (2009 a), «The Financial Crisis and the Policy Responses. An Empirical Analysis of what went Wrong», National Bureau of Economic Research, NBER Working Paper N.º 14631, Cambridge, MA.
- Taylor, J. B. (2009 b), *Getting Off Track. How Government Actions and Interventions Caused, Prolonged, and Worsened the Financial Crisis*, Hoover Institution Press, Stanford, CA.
- Termes, R. (1995), «Ethics in Financial Institutions»; en Argandoña, A., dir. *The Ethical Dimension of Financial Institutions and Markets*, Springer Verlag, págs. 118-135, Berlin.
- Tett, G. (2009), *Fool's Gold. How Unrestrained Greed Corrupted a Dream, Shattered Global Markets and Unleashed a Catastrophe*, Little Brown, London.
- Torres, M. (2009), «Getting Business off Steroids»; en Friedland, J., dir. *Doing Well and Good: The Human Face of New Capitalism*, Information Age Publishing, Charlotte, NC.
- Zamagni, S. (2009), «The Lesson and Warning of a Crisis Foretold: a Political Economy Approach», *International Review of Economics*, 56, págs. 315-334.