

CRISIS FINANCIERAS

Lecciones económicas, regulatorias y éticas
para Chile

Alberto Barlocchi
Carlos J. García
Andrés Suárez
Editores

Colaboradores

Alberto Barlocchi * Luis Cabezas * Ricardo Ffrench-Davis * Luis Figueroa de la Barra
Carlos J. García * Octavio Groppa * Carlos Hoevel * Alejandro Jara
Fernando López * Enrique Marshall * Faruk Miguel * Bernardita Piedrabuena
Francisco Silva Valdivieso * Andrés Suárez * Lusitania Villablanca

uah/Ediciones
Universidad Alberto Hurtado

CRISIS FINANCIERAS

Lecciones económicas, regulatorias y éticas para Chile

Alberto Barlocchi

Carlos J. García

Andrés Suárez

Editores

Ediciones Universidad Alberto Hurtado

Alameda 1869 – Santiago de Chile

mgarciam@uahurtado.cl – 56-228897726

www.uahurtado.cl

ISBN libro impreso 978-956-357-168-4

ISBN ebook 978-956-357-169-1

Impreso en Santiago de Chile por C y C impresores

Noviembre 2018

Coordinador Colección Economía y Negocios

Eduardo Abarzúa

Este libro fue sometido al sistema de referato ciego.

Directora editorial

Alejandra Stevenson Valdés

Editora ejecutiva

Beatriz García-Huidobro M.

Diseño interior

Verónica Vélez

Diseño de portada

Francisca Toral R.

Imagen de portada

123rf

Con las debidas licencias. Todos los derechos reservados. Bajo las sanciones establecidas en las leyes, queda rigurosamente prohibida, sin autorización escrita de los titulares del copyright, la reproducción total o parcial de esta obra por cualquier medio o procedimiento, comprendidos la reprografía y el tratamiento informático, así como la distribución de ejemplares mediante alquiler o préstamos públicos.

Para Carlos, Graciela y Solange

Índice

| | |
|--|------------|
| Prefacio: Ética y crisis financieras <i>Andrés Suárez</i> | 9 |
| Introducción: Crisis financiera, regulación y ética <i>Alberto Barlocci, Carlos J. García y Andrés Suárez</i> | 33 |
| SECCIÓN I: CRISIS FINANCIERA DESDE LA PERSPECTIVA DE LA ECONOMÍA CHILENA | 43 |
| La economía ante las crisis financieras: ¿cómo evitar que ocurran? <i>Ricardo Ffrench-Davis</i> | 45 |
| Macroeconomía, fricciones financieras y <i>shocks</i> financieros <i>Carlos J. García</i> | 59 |
| Crisis financieras internacionales: el caso de una economía pequeña y abierta. Rol de la política macroeconómica y el mercado financiero en Chile <i>Bernardita Piedrabuena</i> | 87 |
| Lecciones de la crisis financiera. La banca en Chile <i>Luis Figueroa de la Barra</i> | 99 |
| SECCIÓN II: CRISIS FINANCIERAS: PERSPECTIVA INTERNACIONAL | 111 |
| La crisis financiera global: causas y lecciones <i>Carlos Hoevel</i> | 113 |

| | |
|---|------------|
| Política monetaria en Estados Unidos: normalización, herramientas y efectos en Chile <i>Andrés Suárez</i> | 133 |
| Cría cuervos: la complicada trama de la deuda reestructurada argentina <i>Octavio Groppa</i> | 161 |
| SECCIÓN III: CRISIS FINANCIERAS, NECESIDAD DE REGULACIÓN, EDUCACIÓN FINANCIERA Y ÉTICA | 199 |
| Exposición internacional de la banca en Chile: características y riesgos <i>Alejandro Jara, Luis Cabezas y Faruk Miguel</i> | 201 |
| Consumidor financiero: diagnóstico y algunas propuestas <i>Fernando López</i> | 225 |
| Crisis financieras: marco de políticas e implicancias éticas <i>Enrique Marshall</i> | 265 |
| Ética en las crisis financieras: ¿chivo expiatorio o instrumento de regulación? <i>Lusitania Villablanca</i> | 297 |
| La economía ante las crisis financieras: una reflexión acerca del porqué del fracaso <i>Francisco Silva Valdivieso</i> | 311 |

Prefacio: Ética y crisis financiera

Andrés Suárez

En septiembre de 2008, el gobierno de Estados Unidos aceptó que el banco de inversiones Lehman Brothers se acogiera a la bancarrota. Este hecho constituiría el origen de una crisis financiera global, la Gran Crisis, con un severo impacto en la economía real en distintos países en un efecto dominó. Al igual que en otras ocasiones, gobiernos y Estados, a través de sus instituciones, vinieron al rescate de los mercados financieros para evitar el colapso y derrumbe de la banca y demás agentes del mercado. Tomando como ejemplo esta última crisis, por su impacto reciente y porque posee muchas de las características que se han observado en otras pasadas, este libro tiene como objetivo relevar los cuestionamientos morales que surgen de las operaciones financieras de alto riesgo.

El desarrollo de este prefacio se ceñirá a la metodología de discernimiento ético propuesta por Mifsud (2012, 2017), que comprende un proceso en cuatro etapas: (a) instancia empírica, es decir, una aclaración y una precisión temática acerca de cuál es exactamente “el hecho” que es objeto de conflicto moral; (b) instancia interdisciplinaria o “comprensión” de la temática, considerando sus implicaciones y consecuencias para saber qué significa el hecho analizado; (c) instancia ética o búsqueda de los valores y principios implicados en la temática y que surgen de la discusión, denominada también “juicio ético”; (d) instancia práctica para identificar elementos para el discernimiento ético.

El hecho

Al igual que muchas crisis financieras, la del 2008 surge aparentemente en forma inesperada, sorprendiendo y desolando a los mercados y agentes que no estaban involucrados directamente en las operaciones de alto riesgo que finalmente se identificarán como la génesis de este tipo de crisis.

El domingo 14 de septiembre de 2008, Lehman Brothers, en ese momento el cuarto banco de inversiones más grande de Estados Unidos, solicitó acogerse a la protección que brinda el Capítulo 11 del Código de Bancarrotas. El lunes 15 de septiembre de 2008 se le permitió ir a bancarrota. Se inició así el más largo de los procedimientos de bancarrotas en la historia de este país (Ziggins *et al*, 2014).

El escenario que sucede a esta crisis resultó desolador, como lo describe el Departamento del Tesoro de Estados Unidos (2013) :

En un lapso de pocas semanas, muchas de las instituciones financieras más grandes de nuestro país fracasaron o fueron forzadas a fusionarse para evitar la insolvencia. Los mercados de capitales –esenciales para apoyar a las familias y los negocios en sus necesidades financieras diarias– estaban congelándose, lo que reducía dramáticamente la disponibilidad de crédito, como los préstamos para estudiar, para adquirir un auto o para pequeños negocios. Los agentes del mercado, consumidores e inversionistas perdieron rápidamente la confianza en el sistema financiero. Enfrentado a esta realidad, el gobierno federal actuó con abrumadora rapidez y fuerza para detener el pánico.

Comprensión del hecho

En el empeño de comprender una crisis financiera aparecen antecedentes aparentemente desconectados, pero que al juntarlos forman una serie de eventos entrelazados, en los que se puede observar una historia de fallas o quiebras de agentes, instituciones financieras, bancos, uno tras otro, muy parecida a la caída de las fichas de un juego de dominó –cuando se derrumba una, finalmente caen todas–, es decir, eventos separados se transforman en un riesgo sistémico para la eco-

nomía. De este modo, el relato siguiente recuerda muchas otras crisis, por ejemplo, la ocurrida en Chile en 1982, como un flujo imparable e infinito de *shocks* negativos.

Uno de los primeros antecedentes de la crisis tuvo lugar el 9 de agosto de 2007 con la convulsión del sistema bancario, precipitada cuando BNP Paribas anunció el cese de actividad de tres fondos de inversión de alto riesgo –*hedge funds*– que se especializaban en deuda hipotecaria –*mortgage debt*–. L. Elliot (2011), economista senior de *The Guardian*, comentó que al ocurrir este hecho, “ya estaba claro que había decenas de billones de dólares en activos de dudosos instrumentos derivados que estaban siendo removidos y que valían mucho menos de lo que los banqueros habían creído previamente”.

Ziggins *et al.* (2014), del Programa de Estabilidad Financiera de la U. de Yale, detallan la situación y la secuencia que tendría lugar un año después de las decisiones de BNP Paribas. Unas semanas antes de aquel 15 de septiembre de 2008, el 6 de agosto, la American Home Mortgage Investment Corporation, alguna vez el décimo prestamista hipotecario más grande en Estados Unidos, solicitó acogerse a la protección, ante la insolvencia, del Capítulo 11 del Código de Bancarrotas. El 6 de septiembre, por su parte, las empresas hipotecarias con respaldo público Fannie Mae y Freddie Mac¹, consideradas hasta entonces como “las gigantes” en el mercado hipotecario, eran rescatadas por el Departamento del Tesoro y la FED. Por otro lado, el 10 de septiembre, Lehman Brothers anunció que aguardaba USD 5,6 mil millones en amortizaciones de hipotecas tóxicas y una pérdida esperada de USD 3,93 mil millones para su tercer trimestre. En tanto, la agencia de calificación de alto riesgo Moody’s rebajó el *rating* de la deuda de Lehman. Las acciones de este banco cayeron en un 40% con un valor de USD 4,22, reduciéndose en un total de 90% del valor de noviembre de 2007, cuando era de USD 67,73.

Consecutivamente, los CEO de los principales bancos de Wall Street se reunieron en el Banco Central de Nueva York para buscar

¹ Los nombres originales de estas empresas son Federal National Mortgage Association (FNMA, Fannie Mae) y Federal Home Loan Mortgage Corporation (FMCC, Freddie Mac).

una solución que pudiera salvar a Lehman Brothers. Mientras, el Departamento del Tesoro y la Reserva Federal de Estados Unidos se negaron a proveer garantías financieras para una transacción de Lehman Brothers. A pesar del interés demostrado, el Bank of America y Barclays fallaron en su intento por cerrar un acuerdo.

El domingo 15 de septiembre, Lehman Brothers anunció su deseo de acogerse al Capítulo 11 de rescate de la bancarrota. Ese mismo día, el Bank of America comunicó que estaba en conversaciones para adquirir Merrill Lynch por una suma de USD 38,25 mil millones en acciones. El acuerdo definitivo fue por aproximadamente USD 50 mil millones, un 70,1% por sobre su precio de cierre del 12 de septiembre o un 38% por sobre su valor libro de USD 21 por acción. En tanto, la FED dobló el tamaño de la Term Securities Lending Facility (TSLF)². Por su parte, un grupo de bancos, incluidos Citigroup y JP Morgan, establecieron un fondo para incrementar la liquidez. En ese momento se escuchó el eco de estas transacciones en Europa, y la comunidad bancaria europea inyectó € 30 mil millones en sus respectivas economías. El Banco de Inglaterra, en tanto, hizo lo suyo inyectando £ 5 mil millones.

El día lunes 16 de septiembre, el gobierno de EE.UU. aceptó que Lehman Brothers se acogiera a la protección ante la insolvencia. Lo que acaeció después fue un efecto en cadena entre septiembre y octubre: el índice Dow Jones cayó ese mismo día a 504,49 puntos, es decir, un 4,4%, el peor desde los ataques a las Torres Gemelas (11 de septiembre de 2001), y el índice de la Bolsa de Valores cerró ese día con 291,80 puntos, esto es, con una caída de 3,9%. Rusia, por su parte, suspendió el comercio en el mercado bursátil por dos días a partir del 17 de septiembre. El 18 de septiembre, la Reserva Federal de Estados Unidos inició un proceso de coordinación global para inyectar dinero en la economía y compensar la falta de crédito activo con

² Mecanismo por el cual se entregan en préstamo bonos del Tesoro a los operadores primarios, quienes ceden, en garantía, activos menos líquidos. Con ello aumenta efectivamente la liquidez en los mercados de repos, tanto para bonos del Tesoro como para bonos con respaldo hipotecario (Banco Central de Chile, 2008).

distintos bancos centrales: el Banco de Inglaterra, el Banco Central Europeo, el Banco de Japón y el Banco Nacional Suizo.

Ese mismo 16 de septiembre, el Reserve Primary Fund, un fondo de mercado de dinero (MMF, por sus siglas en inglés), *breaks the buck*, es decir, el valor de líquido de los fondos cayó por debajo de un dólar y produjo una fuga de los fondos MMF. Los siguientes días y meses, numerosas entidades financieras reguladoras entraron en distintos procesos: las autoridades estadounidenses tomaron el control de Washington Mutual, la más grande caja de ahorros y préstamos del país, con USD 300 mil millones de dólares en activos. A fines de septiembre, diversos países llevaron a cabo rescates financieros o asumieron el control de algunos bancos. Los gobiernos de Bélgica, los Países Bajos y Luxemburgo rescataron al banco belga-neerlandés Fortis. El de Islandia tomó el control de Glitnir el 29 de septiembre, el tercer banco más grande del país. El 30 de ese mes, dicho gobierno garantizó todos los depósitos bancarios por dos años dentro de una política de estabilización. El mismo día, los gobiernos francés, belga y luxemburgués rescataron el banco belga Dexia.

Luego, el 7 de octubre, el control de dos de los tres bancos más grandes de Islandia, Landsbanki y Glitnir, fue entregado a los delegados de la Autoridad Supervisoría Financiera de este país. Mientras, la Reserva Federal de EE.UU. anunció la creación del Commercial Paper Funding Facility, CPFF, para proveer respaldo de liquidez a los emisores de papeles comerciales.

El miércoles 8 de octubre, bancos centrales de numerosos países, como EE.UU., Inglaterra, China, Canadá, Suecia, Suiza y el Banco Central Europeo, recortaron coordinadamente las tasas de interés con el fin de ayudar a las economías globales. Se sucedieron planes de recapitalización en la banca en la UE y provisiones de liquidez en dólares de EE.UU. por parte de dichos gobiernos.

Enseguida, el 25 de noviembre, las autoridades estadounidenses –la FED, el Tesoro y la Corporación Federal de Seguro de Depósitos– acordaron proveer al banco Citigroup de un paquete de garantías, acceso a liquidez y capital. Paralelamente, la FED anunció el Servicio

de préstamos a plazos con respaldo de bienes (TALF) para apoyar los bonos respaldados por activos (ABS).

Finalmente, el 16 de enero de 2009, las mismas autoridades que salvaron al Citigroup, esta vez lo hicieron con el Bank of America. El 17 de febrero, el presidente Obama firmó la ley “American Recovery and Reinvestment Act”, que incluyó medidas de gasto y recorte de impuestos con la intención de promover la recuperación económica, y en mayo otros bancos declaran requerir capital adicional. Se estima el mes de junio de 2009 como aquel que da cierre al ciclo iniciado en septiembre del año anterior.

La comprensión ética del hecho

Con los elementos antes mencionados podemos ahora avanzar, definir con más precisión lo que es una crisis financiera para hacer luego el análisis ético en detalle. Es decir, debemos limpiar los antecedentes anteriores y definir un marco claro y consistente para establecer los alcances morales de estas crisis.

Según Mishkin (2014), “una crisis financiera ocurre cuando los flujos de información en los mercados financieros experimentan una perturbación bastante grande, con el resultado de que las fricciones financieras se incrementan en forma notable y los mercados financieros dejan de funcionar. Entonces, la economía colapsa”. Los economistas llaman “fricciones financieras” a problemas de información asimétrica que actúan como barrera para la asignación eficiente de capital en un mercado financiero (Mishkin, 2014). Es más, si “las fricciones financieras aumentan, los mercados financieros son menos capaces de canalizar fondos de manera eficiente de ahorradores a hogares y empresas con oportunidades de inversión productivas, con el resultado de que disminuye la actividad económica” (Mishkin, 2014).

En la mecánica de la crisis de 2007-2010, Mankiw y Ball (2011) estiman tres tipos de eventos en el sistema financiero que tienen lugar durante una crisis financiera:

a) Declive del precio de los activos.

Este ocurriría cuando finaliza el precio de los activos de una burbuja financiera. Una burbuja financiera ocurre cuando los precios de los activos crecen por encima del valor presente del ingreso esperado por los activos. Luego, en algún punto, los sentimientos toman un giro: la gente empieza a preocuparse de que los precios están demasiado altos y empiezan a vender los activos, haciendo que bajen los precios, y así sucesivamente. Los precios de los activos pueden caer durante períodos de meses o de años, o puede ocurrir un desplome durante el curso de un solo día.

b) Insolvencias.

El declive del precio de los activos va generalmente acompañado por fallas financieras institucionales. Esto se refiere a diferentes tipos de insolvencias de los bancos, por ejemplo, cuando “sus activos caen por debajo de sus pasivos, y su patrimonio neto (capital) se hace negativo. Un banco comercial se puede hacer insolvente a causa de créditos incobrables [loan defaults], incrementos en las tasas de interés, y otros eventos” (Mankiw y Ball, 2011). Si un banco se vuelve insolvente, mencionan los autores, los reguladores fuerzan su cierre. También se encuentran los *hedge funds* (fondos especulativos), que piden dinero prestado a los bancos para comprar activos riesgosos. Si el precio de estos activos cae, un patrimonio neto se puede volver negativo. Cuando esto ocurre, el fondo es probable que no pague con lo que le deben y se vaya del negocio. Esta situación es contagiosa, a tal punto que “si una institución cae, sus depositantes y prestadores sufren pérdidas, y ellos, en consecuencia, pueden volverse insolventes” (Mankiw y Ball, 2011).

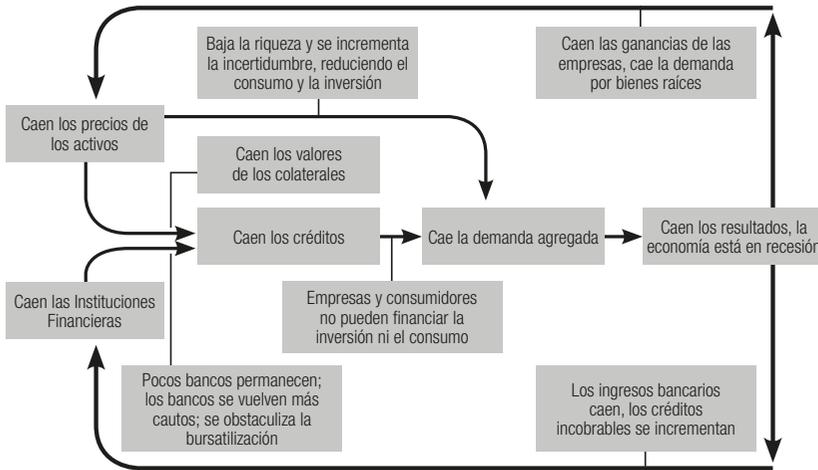
c) Crisis de liquidez.

Si bien una institución comienza siendo solvente, “puede caer porque no cuenta con suficientes activos líquidos para hacer los pagos que ha prometido” (Mankiw y Ball, 2011). Un caso bastante clásico tiene lugar ante una pérdida de ahorros de los clientes [*bank run*].

Los depositantes pierden confianza en un banco, tratan de retirar grandes cantidades [de dinero] de sus cuentas y agotan las reservas del banco y los valores líquidos [*liquid securities*]. Para hacer los pagos que se han prometido, el banco debe vender sus activos no líquidos a precios de remate [*fire-sale prices*] (menos que el verdadero valor del activo), y las pérdidas en estas transacciones pueden empujarlo hacia la insolvencia”. (Mankiw y Ball, 2011)

Por otro lado, las crisis financieras reportan efectos no solo para *shareholders* y *stakeholders* inmediatos de las empresas y corporaciones, sino también para la economía en su conjunto. Por un lado, están los préstamos y el gasto agregado y, por otro, lo que Mankiw y Ball (2011) llaman un círculo vicioso. Esta relación está explicada en la Figura N° 1, en la cual se muestra cuando caen tanto los precios de los activos como los de las instituciones financieras simultáneamente. Este proceso se ve acelerado por el desplome de los valores de los colaterales, es decir, de aquellos activos que sirven como garantía para el cumplimiento de compromisos. Mientras, los bancos se fusionan o desaparecen y conceden cada vez menos créditos. Con ello, se contraen la inversión y el consumo, lo que afecta la demanda agregada y, en su conjunto, la economía entra en un proceso de recesión que se vuelve a replicar porque esta recesión hace disminuir los ingresos bancarios, por lo que los créditos incobrables aumentan, y al caer las ganancias de las empresas, baja la demanda por bienes raíces.

Figura N° 1: Una crisis financiera



Fuente: Mankiw y Ball (2011).

Si bien la crisis financiera del 2008 es el episodio que más retenemos en nuestra memoria por su cercanía, el examen de la literatura disponible permite identificar al menos 15 grandes crisis financieras, observables en la Tabla N° 1 y en su mayoría explicadas por la dinámica presentada en la Figura N° 1. Como se puede observar, las crisis financieras son fenómenos recurrentes y de alto impacto en los países afectados.

Tabla N° 1: Listado de las principales crisis y pánicos financieros

| | |
|--|---------------------------------|
| La especulación de los tulipanes, 1634-7 | El pánico de Knickerbocker 1907 |
| Mississippi Company, 1718-20 | Wall Street, 1929 |
| La burbuja de la British South Sea (1717-19) | Crisis del Petróleo, 1973-74 |
| El Pánico Bancario de 1792 | El Lunes Negro, 1987 |
| El Principado de Poyais, 1825 | La Crisis Asiática, 1997 |
| La crisis del algodón, 1837 | Caída de las empresas.com, 2001 |
| La crisis del Ferrocarril, 1857 | La Gran Crisis del 2008 |
| La Gran Depresión de 1873 | |

Fuente: Elaboración propia a partir de Chavagneux (2012), Mishkin, Matthews y Giuliadori (2013), Brunnermeier y Oehmke (2013), The Economist (2014), Reinhart y Rogoff (2014), Schularick (2011).

La lista de la Tabla N° 1 tiene numerosos elementos que caracterizan a los pánicos, a las burbujas financieras y a las crisis. Entre las primeras crisis financieras está la acaecida en los Países Bajos en la primera mitad de siglo XVII, conocida como la especulación de los tulipanes, la cual llevó a los bulbos del tulipán a tener el mismo valor que una casa. El escocés John Law convenció a la Corona francesa de llevar a cabo inversiones y crear una compañía, The Mississippi Company, que, finalmente, no tendría respaldo en la economía real y haría colapsar las finanzas del Estado. Entre 1717 y 1719 tuvo lugar en Inglaterra la burbuja ocasionada por la British South Sea. Esta compañía nació para hacerle competencia al Bank of England bajo la figura de la especulación del comercio con las colonias españolas en Sudamérica. Persuadió al Parlamento británico para transformar la deuda pública en acciones de la compañía. Luego la caída del valor de los papeles de la compañía originaría en 1721 investigaciones por fraude, corrupción y soborno.

El pánico bancario de 1792 fue el primer desplome de EE.UU. cuando el naciente Banco de Estados Unidos gestionó préstamos masivos a bajo interés, pero la brusca subida de las tasas de interés llevó luego al colapso, pues no había con qué pagar. El Principado de Poyais fue la invención de un territorio en Centroamérica cerca de Honduras. Un escocés de apellido Mc Gregor, quien había trabajado por la independencia de Venezuela, creó este principado, vendió 2.000 acciones a £100, además de tierras y cargos a pobres en Inglaterra. Los casi 300 colonos arribaron a un lugar inexistente, pues no había nada en Honduras. La sucesión de las siguientes burbujas, pánicos y crisis tienen un punto de inflexión en la crisis de 1929, en Wall Street, cuando la especulación de la década de 1920 acaba en el momento en que la Reserva Federal de Estados Unidos eleva las tasas de interés para enfriar los mercados. Entre las crisis contemporáneas más comentadas se cuenta la crisis asiática de 1997, originada inicialmente en Tailandia, pero que luego contagió a Indonesia, Corea del Sur y Malasia. Sus raíces se encuentran en crisis políticas de diferente nivel: locales, globales y regionales, es decir, un incipiente proceso de globalización que ejerció presión en las instituciones nacionales; en la resistencia a

las reformas recomendadas por organismos internacionales, y en erosionados gobiernos de la región.

En tanto, el contexto de la crisis de 2008 corresponde a un sistema desregulado con la presencia de complejos instrumentos de alto riesgo en los mercados financieros, que, de acuerdo a la región de que se trate, Estados Unidos o la zona euro, tuvo diferentes repercusiones. En ella se observa el contagio y la subsecuente intervención del Estado para rescatar la banca y, por medio de la intervención estatal a nivel nacional o supranacional (UE), estabilizar las economías.

Arvidson y Peitersen (2013) se preguntaron si luego de la crisis financiera de 2008 existiría algo así como una “ética económica”, si es que era posible hablar siquiera de su existencia. Al respecto, dichos autores sugieren que “el movimiento hacia una ética económica se conduce por unas tendencias estructurales firmemente vinculadas a las formas en que se produce valor en la era de la información. Y sugerimos que las inversiones corporativas responsables y sustentables son, sin embargo, sinceras, y son apenas la manifestación de ello”.

Contemporáneamente, en el mundo occidental y también de América Latina, la ética empresarial y la económica han tenido diferentes fases. Las primeras iniciativas de las firmas, y aún hoy, estuvieron en la filantropía corporativa, en el voluntariado corporativo y en diferentes alianzas empresa-sociedad civil con grupos específicos. El resto de las actividades consideradas éticas por las empresas seguirían el norte establecido por Milton Friedman en 1973: la única responsabilidad social de los gerentes de las empresas es incrementar el retorno de los accionistas (*shareholders*).

En 1992, Joe Badaracco publicó en un *journal* de EE.UU. un artículo en el cual definió las 4 esferas de responsabilidades éticas de los ejecutivos de empresas: responsabilidad como persona, responsabilidad como agente económico (teoría de la agencia), responsabilidad como líder y la responsabilidad ética más allá de los límites de la organización. Esta innovación introdujo el concepto de *stakeholder engagement* o el involucramiento con los diferentes grupos de interés que una empresa pudiera definir. Con la consideración de los *stakeholders* se trabajó el concepto de la triple cuenta de resultados de una empresa:

económica, social y ambiental, conocida como Responsabilidad Social Corporativa o Empresarial (RSC o RSE). La burbuja financiera de las empresas “.com” o el acuerdo para mostrar resultados financieros falsos e inflados, como el de Enron y la consultora Arthur Andersen, por citar solo uno entre tantos, dio paso en EE.UU. a sistemas de contabilidad más estrictos impulsados por la Ley Sarbanes-Oxley (1992) con efectos en el *accountability* de las operaciones de las empresas multinacionales en terceros países, porque la RSE se hizo insuficiente.

Posteriormente, la rentabilidad financiera en el largo plazo quedó circunscrita al ámbito de la “sustentabilidad”, y la inclusión de la mitigación del daño ambiental y la protección ambiental quedaron circunscritas al ámbito de la “sostenibilidad”, si bien ambos conceptos hoy se emplean indistintamente. Así, toda actividad empresarial con efectos positivos en la sociedad, fuese cual fuese, puede ser denominada sustentable o sostenible. Con el correr del tiempo, comenzaron a traslaparse las gerencias a cargo de asuntos RSE y sustentabilidad, por un lado, con las gerencias de cumplimiento ético, o *compliance*, por el otro. Si bien el *compliance* había nacido en los años 70 en EE.UU., en Chile “surge al alero de la reforma del código penal, y consistió esencialmente en reconocer por primera vez en nuestro derecho la responsabilidad penal de las personas jurídicas” (Parra, 2017). Esto dio paso a hablar de la robustez de los gobiernos corporativos en la gestión ética de la empresa no solo para otorgar un camino para canalizar actos ilegales, sino para traspasar una cultura corporativa basada en valores hacia las compañías.

Este concepto, el de gobiernos corporativos robustos, es el que se ha puesto en tela de juicio en la más reciente crisis financiera, en especial frente a sociedades anónimas, que pueden actuar sin un dueño conocido en los mercados (Von Wallwitz, 2013). Más recientemente, es posible distinguir un tercer estado de la ética económica y empresarial en la cual el análisis financiero de las empresas de inversión incluye el desempeño bajo los criterios ASG: ambiental, social y de gobierno corporativo. En este caso, se ha importado a la región la idea de la lengua inglesa *ESG performance: Environment, Social Corporate Governance*. En el ámbito chileno la Norma N° 385 de Gobiernos Corpora-

rativos y la Norma 386 de RS y Desarrollo Sostenible de la Bolsa de Comercio de Santiago vinieron a plasmar este concepto de ESG, si bien las entidades de inversión podrían afirmar que los informes bajo estas normas no bastan, porque “el papel aguanta todo”.

El papel de los gobiernos corporativos como responsabilidad ética tiene una estructura sencilla, pero que, si se ignora, releva el problema de agencia permanente: ¿cómo controlan los miembros de los directorios la moralidad de los actos de los ejecutivos? Los incentivos corporativos perversos pueden convertir a una empresa en socialmente irresponsable si cae el valor de la acción de la empresa y no cumplen con el fin de generar rentabilidad para el accionista. Y en el ámbito financiero, la rentabilidad de las operaciones de empresas como las AFP, en Chile, sería aún más delicado, toda vez que representan el 70% del PIB. Y los colapsos de empresas como La Polar o Cascadas afectan el valor de las inversiones de estas AFP por maniobras de ejecutivos, motivados de un modo perverso, para incrementar la utilidad de sus acciones.

La moralidad de las inversiones financieras

¿Qué vínculo podemos establecer entre ética, economía y crisis financieras? Si la ética es el discernimiento para enfrentar un dilema moral a partir de los valores, principios y normas que se da una sociedad en un momento determinado, y la economía una filosofía moral más en la cual ciertas formas del utilitarismo, como la economía social de mercado, establecen la bondad de un acto por medio de un cálculo racional, ¿pueden constituir las inversiones financieras un acto ético o son amorales?, ¿podemos quedarnos inermes frente a las especulaciones financieras que producen desastres en la economía o deberíamos poner frente a la bondad del mercado y enfrentar la posible inmoralidad de la economía financiera con un marco de políticas públicas eficientes?

Al respecto, Schoen (2017) citando a Blinden (2013), enuncia siete deficiencias clave en la Crisis de 2007-2010, en orden a una comprensión “ética”, a saber: