



**COMILLAS**  
UNIVERSIDAD PONTIFICIA

ICAI ICADE CIHS

LA IGLESIA Y LOS MERCADOS  
FINANCIEROS: ANALISIS DE DOS  
DOCUMENTOS ECLESIALES SOBRE LA  
REFORMA DEL SISTEMA ECONÓMICO Y  
FINANCIERO Y LAUDATO SI

---

Autor: Ignacio Gutiérrez Hevia

Director: Prof. Dr. D. Rafael Amo Usanos

Madrid

Mayo 2023



LA IGLESIA Y LOS MERCADOS FINANCIEROS:  
ANÁLISIS DE DOS DOCUMENTOS ECLESIALES  
SOBRE LA REFORMA DEL SISTEMA  
ECONÓMICO Y FINANCIERO Y LAUDATO SI

---

Por  
Ignacio Gutiérrez Hevia

Visto Bueno del Director  
Prof. Dr. D. Rafael Amo Usanos

Fdo.

Madrid – Mayo 2023

## INDICE GENERAL

TABLA DE ABREVIATURAS	4
LISTA DE FIGURAS	6
LISTA DE TABLAS	7
INTRODUCCIÓN	8
CAPITULO 1 LOS MERCADOS FINANCIEROS Y SUS CRISIS	10
1.1 Conceptos básicos sobre los mercados financieros	10
1.2 Las crisis financieras anteriores a la del 2007	13
1.3 La crisis financiera del 2007: causas y consecuencias	29
CAPITULO 2 EL MAGISTERIO ECLESIAL Y LOS MERCADOS FINANCIEROS: CONCEPTOS BASICOS	57
2.1 Postura de la Iglesia frente a la licitud del préstamo con interés	57
2.2 Postura de la Iglesia frente a la riqueza y la propiedad privada	61
CAPITULO 3 LOS DOCUMENTOS RSFM, DESEF Y LS	67
3.1 Magisterio eclesial en relación con RSFM y DESEF	67
3.2 Diagnóstico, arquitectura y medidas del 1º documento: RSFM (2011)	79
3.3 Diagnóstico, arquitectura y medidas del 2º documento: DESEF (2018)	84
3.4 Balance de las recomendaciones según los principios de la DSI	92
3.5 Los mercados financieros y LS	94
CAPITULO 4 CONCLUSIONES	111
4.1 Imposición fiscal a las transacciones financieras o tasa Tobin	112
4.2 Imposición de condiciones a la recapitalización de los bancos a cambio de comportamientos virtuosos	112
4.3 Separación de las actividades de banco comercial y de banca de inversión	113
4.4 La prohibición de las inversiones de alta frecuencia o <i>high frequency trading</i>	114
4.5 La prohibición de las ventas en corto o <i>short selling</i>	114
4.6 La prohibición de las permutas de incumplimiento crediticio o CDS	116
BIBLIOGRAFIA	119

## TABLA DE ABREVIATURAS

AL	<i>Amoris laetitia</i>
CIC	<i>Catecismo de la Iglesia Católica</i>
CiV	<i>Caritas in veritatis</i>
CA	<i>Centesimus annus</i>
CDS	Permutas de incumplimiento crediticio ( <i>Credit Default Swap</i> )
CNCCEF	Comisión Nacional sobre las Causas de la Crisis Económica y Financiera de los Estados Unidos
CDSI	Compendio de la doctrina social de la Iglesia
CSFB	<i>Credit Suisse First Boston</i>
DESEF	Consideraciones para un discernimiento ético sobre algunos aspectos del actual sistema económico y financiero
GFANZ	<i>Glasgow Financial Alliance for Net Zero</i>
EG	<i>Evangelii gaudium</i>
FR	<i>Fides et ratio</i>
FRB	<i>First Republic Bank</i>
FT	<i>Fratelli tutti</i>
GS	<i>Gaudium et spes</i>
GFANZ	<i>Glasgow Financial Alliance for Net Zero</i>
LS	<i>Laudato si</i>
LE	<i>Laborem exercens</i>
LG	<i>Lumen gentium</i>
MM	<i>Mater et magistra</i>
OTC	Productos que cotizan en mercados extrabursátiles no regulados
PT	<i>Pacem in terris</i>

PP	<i>Populorum progressio</i>
RSFM	Por una reforma del sistema financiero y monetario internacional en la perspectiva de una autoridad pública con competencia universal
QA	<i>Quadragesimo anno</i>
SB	<i>Signature Bank</i>
SASB	<i>Sustainability Accounting Standards Board</i>
SRS	<i>Sollicitudo rei socialis</i>
SVB	<i>Silicon Valley Bank</i>
TCFD	<i>Task Force on Climate-related Financial Disclosure</i>

## LISTA DE FIGURAS

Figura 1. 1	Diferentes agentes en los mercados financieros.....	13
Figura 1. 2	Ratios de deuda externa/PIB (Países en crisis y resto, 1970-2008) .....	17
Figura 1. 3	Países con crisis de deuda externa o bancaria 1900-2008.....	19
Figura 1. 4	% de países en suspensión de pagos y con inflación mayor del 20% .....	21
Figura 1. 5	% de países con una depreciación de la moneda mayor del 15% .....	22
Figura 1. 6	Evolución de la base monetaria de Estados Unidos 2000-2023.....	25
Figura 1. 7	Efecto de las crisis financieras sobre el PIB real y duración de las crisis .	27
Figura 1. 8	Efecto de las crisis sobre el desempleo y duración de las crisis .....	27
Figura 1. 9	Efecto de las crisis sobre los precios inmobiliarios y duración.....	28
Figura 1. 10	Efecto de las crisis financieras sobre la bolsa y duración de las caídas ....	28
Figura 1. 11	Efecto de las crisis sobre la deuda pública en términos reales.....	29
Figura 1. 12	Evolución intertrimestral de precios inmobiliarios en Estados Unidos ....	32
Figura 1. 13	Tipos de interés en Estados Unidos y en Europa .....	32
Figura 1. 14	Balance por cuenta corriente en China y Estados Unidos.....	34
Figura 1. 15	Efecto de la crisis del 2007 sobre el PIB real en España .....	41
Figura 1. 16	Efecto de la crisis del 2007 sobre el desempleo en España .....	41
Figura 1. 17	Efecto de la crisis del 2007 sobre los precios inmobiliarios en España....	42
Figura 1. 18	Efecto de la crisis del 2007 sobre la bolsa (IBEX 35) .....	42
Figura 1. 19	Efecto de la crisis del 2007 sobre la deuda pública en España .....	43
Figura 1. 20	Comparación de las crisis mundiales con la de España del 2007 .....	43
Figura 1. 21	Tipos de interés e inflación en Estados Unidos.....	53
Figura 1. 22	Ganancias/pérdidas no realizadas en las carteras de bancos .....	54
Figura 1. 23	Impacto de las pérdidas no realizadas en la cartera de bancos.....	55
Figura 1. 24	Retribución de los directivos y rentabilidad sobre el capital del SVB.....	56

## LISTA DE TABLAS

Tabla 1. 1	Crisis de deuda y bancarias en Africa y Asia .....	15
Tabla 1. 2	Crisis de deuda y bancarias en Europa, América y Oceanía .....	16
Tabla 1. 3	Tipos de titulizaciones de activos .....	35
Tabla 3. 1	Fuentes citadas en los dos documentos .....	67
Tabla 3. 2	Principios y valores de la DSI .....	75

# INTRODUCCIÓN

Los mercados financieros ejercen una función económica esencial, pues facilitan las transacciones comerciales y canalizan el ahorro y la inversión. Pero, al mismo tiempo, son también motivo de crisis recurrentes que amenazan el bienestar de la sociedad. Es fácil recordar todavía las desastrosas consecuencias de la última crisis financiera del 2007 que sumió a nuestro país y a otros muchos en una profunda recesión. Mientras escribo estas líneas está teniendo lugar una nueva crisis bancaria, a uno y otro lado del Atlántico, que ya se ha llevado por delante a tres grandes bancos, y cuya extensión y consecuencias son, todavía, inciertas.

La Iglesia ha expresado en múltiples ocasiones la necesidad de regular los mercados financieros para que realicen mejor su labor en la consecución del bien común<sup>1</sup>. Sin embargo, los avances en las técnicas financieras y en la informática han incrementado extraordinariamente su complejidad, lo que dificulta su comprensión.

A la hora de emitir diagnósticos sobre las reformas necesarias es imprescindible un buen conocimiento de los mercados financieros. Como economista y profesional financiero me gustaría analizar dos de los documentos más relevantes del magisterio eclesial sobre los mercados financieros desde el punto de vista económico y teológico: “Por una reforma del sistema financiero y monetario internacional en la perspectiva de una autoridad pública con competencia universal” (RSFM), del Pontificio Consejo “Justicia y Paz”<sup>2</sup> del 2011 y “Consideraciones para un discernimiento ético sobre algunos aspectos del actual sistema económico y financiero” (DESEF) del Dicasterio para el Desarrollo Humano Integral del 2018.

Asimismo, me gustaría comparar el magisterio del papa Francisco en relación con el cuidado de la casa común expresado en la encíclica *Laudato si* (LS) con las nuevas tendencias de inversión bajo criterios ambientales, sociales y de gobierno (ASG).

En primer lugar, describo las funciones más relevantes de los mercados financieros en las sociedades modernas para ilustrar su importancia y hago un resumen del fenómeno de las crisis financieras, deteniéndome especialmente en la del 2007<sup>3</sup>, para señalar los factores que las desencadenan, sus efectos devastadores y las reformas que los organismos reguladores como el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea o la

---

<sup>1</sup> Benedicto XVI lo pone de manifiesto en la encíclica *Caritas in veritate* (2009) al criticar los “efectos perniciosos sobre la economía real de una actividad financiera mal utilizada y en buena parte especulativa” (CV 21).

<sup>2</sup> Sus competencias fueron sido asumidas en 2016 por el Dicasterio para el servicio del desarrollo humano integral.

<sup>3</sup> Los documentos RSFM y DESEF tratan especialmente de esta crisis.

mayoría de los expertos han propuesto para prevenirlas. En segundo lugar, investigo la doctrina social de la Iglesia (DSI) en relación con la temática financiera y económica, como la licitud del préstamo con interés, o la propiedad privada. En tercer lugar, analizo las fuentes magisteriales de los documentos RSFM y DESEF, describo el contenido de estos últimos, y expongo los principales cambios recientes en la posición de los mayores fondos de inversión, como *Blackrock*, respecto a las cuestiones ambientales, sociales y de gobierno corporativo (ASG) relacionándolos con la posición de la Iglesia manifestada en la encíclica LS. Concluyo el trabajo con unas conclusiones personales.

# CAPITULO 1 LOS MERCADOS FINANCIEROS Y SUS CRISIS

En este capítulo vamos a abordar la crisis del 2007, que es el objeto principal de análisis de los documentos RSFM y DESEF. Para poder comprender bien esta crisis, y así poder analizar estos documentos, es necesario tener unos conocimientos básicos sobre los mercados financieros y sobre el fenómeno recurrente de las crisis financieras.

## 1.1 Conceptos básicos sobre los mercados financieros

### 1.1.1 Origen y funciones de la moneda

Desde los albores de la humanidad el hombre ha sentido la necesidad de asociarse para sobrevivir y satisfacer mejor sus necesidades. Así, poco a poco, se pasó de grupos nómadas de cazadores y recolectores a pequeños grupos sedentarios en aldeas y posteriormente en ciudades. Como dice Aristóteles:

La comunidad perfecta de varias aldeas es la ciudad, que tiene ya, por así decirlo, el nivel más alto de autosuficiencia, que nació a causa de las necesidades de la vida, pero subsiste para el vivir bien ... De todo esto es evidente que la ciudad es una de las cosas naturales, y que el hombre es por naturaleza un animal social<sup>4</sup>.

Lo que Aristóteles constató por experiencia, que el hombre satisface mejor sus necesidades asociándose, lo demostró teóricamente el economista inglés David Ricardo en el siglo XIX al acuñar el concepto de ventaja comparativa.

Toda producción de un bien tiene un coste de oportunidad, que es lo que podría producirse dedicando esos recursos a la producción de otro bien. David Ricardo demostró que los países se benefician si cada uno se especializa donde tiene una ventaja comparativa, esto es, donde su coste de oportunidad es menor, exportando ese producto e importando el resto. Si entendemos que el coste de oportunidad es el coste de producción de un bien, lo que se consigue, si todo el mundo se especializa donde tiene el coste de oportunidad menor, es maximizar la producción agregada y, por tanto, la riqueza total. Lo mismo que ocurre en las relaciones comerciales entre personas, los países tienen un incentivo económico a comerciar entre ellos, pues de esta manera se maximiza el bienestar total de la sociedad.

Ahora bien, para poder comerciar se necesita un medio de pago. No es de extrañar que surgiera la moneda para facilitar los intercambios al ser muy superior al trueque. Este último tenía unos costes de transacción enormes, ya que exigía encontrar a la persona

---

<sup>4</sup> Aristóteles, *Política. Introducción, traducción y notas de Manuela García Valdés* (Madrid: Gredos, 1988), 45.

que tuviera el bien deseado y que estuviera dispuesta a intercambiarlo. Asimismo, dificultaba el intercambio cuando los bienes tenían valores muy dispares, por ejemplo, una vaca por un cuchillo. También tenía unos costes de transporte y almacenamiento muy grandes y no había un valor común fácilmente identificable.

Las primeras monedas surgieron a partir de bienes, como las conchas, las pieles o el tabaco que se empleaban ampliamente en el comercio. Gradualmente se fueron adoptando como moneda para otros intercambios. Con el tiempo los metales preciosos, como el oro y la plata, surgieron como monedas por su escasez, durabilidad, divisibilidad, facilidad para el transporte y alta demanda. Más adelante surgieron las monedas acuñadas en diferentes metales, como forma de facilitar el intercambio, ya que evitaba el tener que pesar el metal precioso. Las primeras monedas surgieron en Lidia, Asia Menor, a principios del siglo VII a.c.<sup>5</sup>

Finalmente surgió el papel moneda, que Marco Polo pudo observar en sus viajes por China en el siglo XIII. Esta invención no fue adoptada en Europa hasta el siglo XVII. Sin embargo, el monopolio sobre la impresión de papel moneda no fue siempre posesión del Estado. En los Estados Unidos, por ejemplo, la impresión de papel moneda antes de la guerra civil era responsabilidad de los bancos privados. Hasta el año 1913 no se creó la Reserva Federal como banco central encargado de emitir papel moneda.

Aparte de su función como medio de pago para las transacciones comerciales, la moneda sirve también como unidad de medida y almacenamiento de valor.

#### 1.1.2 Los activos financieros y los activos reales

Los activos financieros se diferencian de los activos reales en que estos últimos contribuyen directamente a aumentar la capacidad productiva de la economía: se trata de los terrenos, los edificios, las fábricas o el capital humano. En cambio, los activos financieros son derechos sobre los retornos producidos por los activos reales. De esta forma permiten asignar los recursos de la manera más eficiente a las actividades que producen una mayor rentabilidad, separan la gestión de los activos reales de la propiedad de dichos activos, lo que facilita la profesionalización de la gestión, y permiten una mejor gestión del riesgo.

#### 1.1.3 Los mercados financieros

La mejor forma de entender los mercados financieros es fijarse en las funciones que satisfacen, no tanto en las instituciones, ya que estas van cambiando con el tiempo a medida que se van adaptando mejor a estas funciones.

---

<sup>5</sup> Henry W. Spiegel, *El desarrollo del pensamiento económico* (Barcelona: Omega, 1990), 93.

Los cometidos más importantes de los mercados financieros son los siguientes:

- a) Permiten el pago de bienes y servicios
- b) Facilitan el ahorro
- c) Permiten la obtención de préstamos
- d) Separan la propiedad de la gestión
- e) Permiten asegurarse ante determinados eventos
- f) Suministran información útil a los inversores

Los mercados financieros permiten: a) el pago de bienes y servicios mediante efectivo o transferencias bancarias en diferentes monedas, b) diferir el consumo actual por un mayor consumo futuro con el ahorro, c) adelantar el consumo o la inversión con préstamos, d) delegar la gestión de las compañías a terceras personas, y de esta manera separar la propiedad de la gestión, e) asegurar a los individuos ante determinados riesgos, y f) obtener información útil sobre variables macroeconómicas como los tipos de interés, o el valor de un determinado activo.

Esta última función de los mercados financieros facilita el empleo más eficiente de los recursos. Por ejemplo, un agricultor que esté indeciso sobre qué cosecha plantar puede acudir a los mercados de futuros<sup>6</sup> para cerrar el precio al que venderá su cosecha en un año. En ausencia de mercados de futuros, este agricultor estaría sometido al riesgo de que los precios dentro de un año fueran inferiores a los actuales, lo que podría acarrearle pérdidas. O una compañía que no esté bien gestionada verá como el precio de sus acciones será menor que el de sus competidores, lo que encarecerá la obtención de capital y correrá el riesgo de ser adquirida por otra compañía que sepa gestionarla mejor. Esta última función de los mercados financieros permite un empleo más eficiente de los recursos de la sociedad.

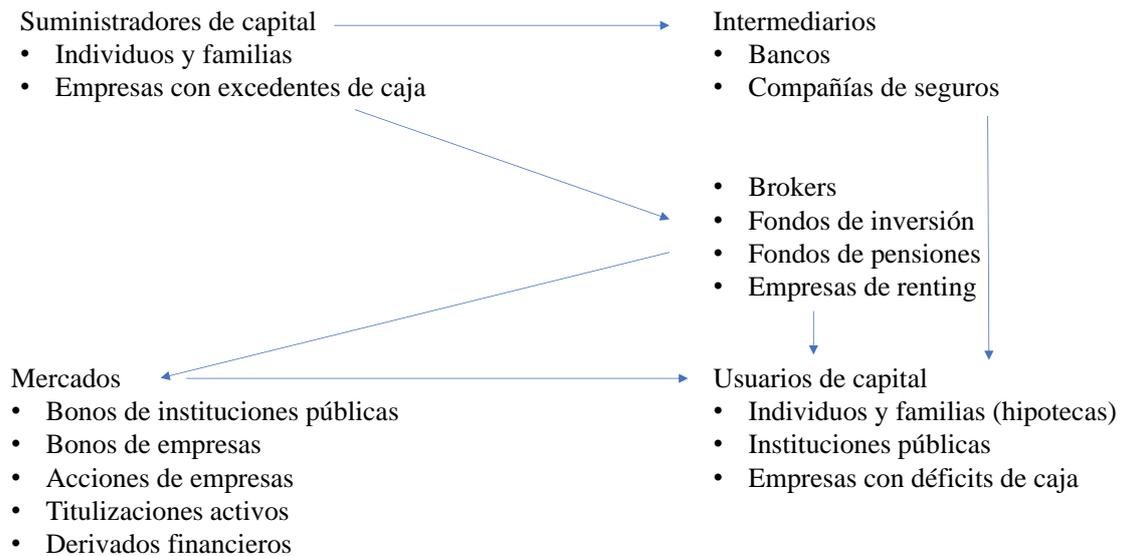
#### 1.1.4 Los diferentes agentes en los mercados financieros

Los agentes más importantes se pueden agrupar en suministradores de capital, los intermediarios, los *brokers*, los mercados y los usuarios de capital:

---

<sup>6</sup> Los futuros son derivados financieros que cotizan el precio de productos como el petróleo, el trigo o el cobre en mercados bursátiles para determinadas fechas futuras. El *Chicago Mercantile Exchange* (CME) o el *Chicago Board of Trade* (CBOT) son dos de los mayores mercados de futuros.

Figura 1. 1 Diferentes agentes en los mercados financieros



De entre todos ellos, un actor muy destacado en el conjunto de los intermediarios financieros, y en la mayoría de las crisis financieras son los bancos. La razón de existir de los bancos es la de facilitar el control sobre los prestatarios a un coste razonable. Ningún individuo tiene la capacidad y los incentivos suficientes para asegurarse que el dinero que presta a un tercero va a poder ser devuelto. Un banco, sin embargo, sí cuenta con los recursos e incentivos para hacerlo. Para ello aglutina los ahorros de miles de depositantes y dedica los recursos suficientes para supervisar a las compañías o individuos a quienes presta el dinero. En esta función de prestar dinero los bancos transforman un pasivo bancario de muy corta duración, como son los depósitos bancarios, en un activo bancario de larga duración, como son los préstamos. Es esta diferencia temporal entre activos y pasivos la principal causa de las crisis bancarias.

## 1.2 Las crisis financieras anteriores a la del 2007

La literatura sobre el estudio de las crisis financieras es muy amplia, en especial a raíz de la crisis de las hipotecas basura o *sub-prime* del 2007. De entre esta literatura destacan el clásico de Charles K. Kindleberger *Manías, Panics, and Crashes. A History of Financial Crisis*<sup>7</sup> y el más recientemente libro de Carmen M. Reinhart y Kenneth S. Rogoff *This Time is Different. Eight Centuries of Financial Folly*<sup>8</sup>. Gran parte de la evidencia empírica sobre las crisis financieras de este trabajo se basa en estos autores.

<sup>7</sup> Robert Z. Aliber and Charles P. Kindleberger, *Manias, Panics, and Crashes*, 7ª ed. (Londres: Palgrave Macmillan UK, 2015).

<sup>8</sup> Carmen M. Reinhart and Kenneth S. Rogoff, *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly* (Oxfordshire: Oxford University Press, 2009).

Como queda claramente manifestado en estos libros, las crisis financieras son un fenómeno recurrente desde los albores de la humanidad. No en vano este año tres bancos en Estados Unidos, el *Silicon Valley Bank* (SVB), el *Signature Bank* (SB) y el *First Republic Bank* (FRB) y uno en Europa, el *Credit Suisse First Boston* (CSFB), tuvieron que ser rescatados. En toda crisis financiera los poseedores de activos financieros suelen experimentar una pérdida imprevista, que en ocasiones puede ser completa. Por ejemplo, la adulteración del dracma griego por parte de Solón en el 594 a.c. a una cuarta parte de su valor, que permitió al Estado reducir sus deudas en esa misma proporción, puede considerarse una de las primeras crisis financieras de la historia.

### 1.2.1 Tipos de crisis financieras

Las crisis financieras son de varios tipos:

- a) crisis de deuda y bancarias
- b) crisis de precios o inflacionarias
- c) crisis de tipo de cambio o devaluaciones

- a) Crisis de deuda y bancarias

Se denominan crisis de deuda cuando un país deja de cumplir sus compromisos de pago a sus acreedores, tanto domésticos como extranjeros. En el caso de los acreedores domésticos, cuya deuda está denominada mayoritariamente en moneda local, no es necesario que llegue a realizarse el impago, puesto que otra forma de incumplir el compromiso de pago es mediante un aumento inesperado de los precios que haga que el valor real de la deuda se reduzca. Son los conocidos periodos inflacionarios, como los que afectan hoy en día a algunos países en desarrollo como Venezuela<sup>9</sup>. Los impagos de deuda externa han sido mucho mejor estudiados dada la dificultad para tener información sobre la deuda doméstica. Reinhart y Rogoff han documentado extensamente estos periodos.

---

<sup>9</sup> Según el Observatorio Venezolano de Finanzas, entidad independiente, la inflación interanual a febrero del 2023 fue del 538%. <https://observatoriodefianzas.com/>

Como puede observarse en las siguientes tablas muy pocos países han conseguido escapar indemnes de las crisis de deuda y bancarias:

Tabla 1. 1 Crisis de deuda y bancarias en Africa y Asia

	País	% de años en quiebra o reestructuración desde 1800 o la independencia	Número total de quiebras o reestructuraciones	% de años en crisis bancaria desde 1800 o la independencia	Número total de crisis bancaria:
Africa	Argelia	13	1	6	1
	Angola	59	1	18	1
	República centroafricana	53	2	39	2
	Costa de marfil	49	2	8	1
	Egipto	3	2	11	3
	Kenia	14	2	20	2
	Marruecos	16	0	4	1
	Mauricio	0	4	2	1
	Nigeria	21	5	10	1
	Africa del Sur	5	3	6	6
	Tunisia	22	1	10	1
	Zambia	28	1	2	1
	Zimbabue	40	2	27	1
Asia	China	13	2	9	10
	Japón	5	1	13	6
	India	12	3	13	3
	Indonesia	16	4	8	7
	Corea	0	1	17	3
	Malasia	0	0	17	2
	Birmania	8	0	13	1
	Filipinas	16	1	19	2
	Singapur	0	1	2	1
	Sri Lanka	7	0	8	1
	Taiwan	0	2	12	5
	Tailandia	0	0	6	3

Fuente: Reinhart y Rogoff

Tabla 1. 2 Crisis de deuda y bancarias en Europa, América y Oceanía

	País	% de años en quiebra o reestructuración desde 1800 o la independencia	Número total de quiebras o reestructuraciones	% de años en crisis bancaria desde 1800 o la independencia	Número total de crisis bancarias
Europa	Austria	17	7	2	3
	Bélgica	0	0	7	10
	Dinamarca	0	0	7	10
	Finlandia	0	0	9	5
	Francia	0	8	11	15
	Alemania	13	8	6	8
	Grecia	51	5	4	2
	Italia	3	1	9	2
	Hungría	37	7	9	11
	Holanda	6	1	3	4
	Noruega	0	0	12	6
	Polonia	33	3	5	1
	Portugal	11	6	4	5
	Rumania	23	3	8	1
	Rusia	39	5	3	2
	España	24	13	8	8
	Suecia	0	0	5	5
	Turquía	15	6	3	2
	Reino Unido	0	3	9	12
Latino America	Argentina	32	7	9	9
	Bolivia	22	5	4	3
	Brasil	23	9	9	11
	Chile	28	9	5	7
	Colombia	36	7	4	2
	Costa Rica	38	9	3	2
	República dominicana	29	7	2	2
	Ecuador	60	9	6	2
	El Salvador	26	5	1	2
	Guatemala	34	7	2	3
	Honduras	64	3	1	1
	Mexico	45	8	10	7
	Nicaragua	45	6	5	1
	Panamá	28	3	2	1
	Paraguay	23	6	3	2
	Peru	41	8	4	3
	Uruguay	13	8	4	5
Venezuela	38	10	6	2	
Norte America	Canada	0	0	9	8
	Estados Unidos	0	0	13	13
Oceania	Australia	0	0	6	3
	Nueva Zelanda	0	0	4	1

Fuente: Reinhart y Rogoff

De las tablas anteriores se pueden sacar varias conclusiones:

- En primer lugar, un país puede estar mucho más tiempo en situación de crisis de deuda o impago externo que en situación de crisis bancaria. La economía de un país puede funcionar, aunque no reciba préstamos del exterior, pero no puede hacerlo si los bancos no ejercen adecuadamente su función de facilitar los pagos y canalizar el crédito.

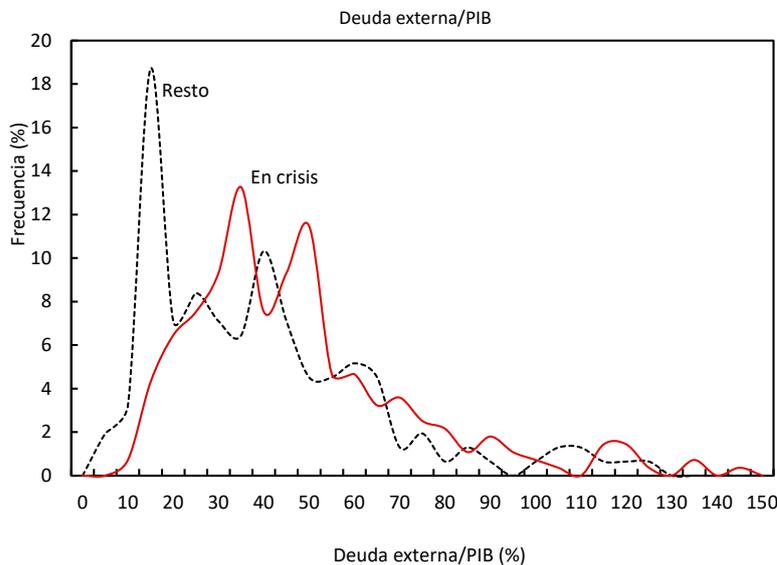
- En segundo lugar, un país deja de experimentar crisis de deuda cuando alcanza el desarrollo. Sin embargo, ningún país por desarrollado que esté se encuentra indemne de sufrir una crisis bancaria, como lo demuestra la quiebra del SVB, SB y FRB en Estados Unidos y la de CSFB en Suiza. Es más, la prevalencia de las crisis bancarias es muy parecida en los países desarrollados y en los que están en vías de desarrollo<sup>10</sup>.

### *Desencadenantes de las crisis de deuda*

La característica común de todos los casos de crisis de deuda es el aumento sostenido del endeudamiento en la creencia, por parte de los acreedores, de que «esta vez es diferente»<sup>11</sup>, y que a diferencia del pasado estos incrementos están justificados por un aumento en la capacidad de pago. Por ejemplo, los acreedores asumen que la estabilidad política continuará, que el precio de las materias primas que constituye la principal fuente de ingreso del país continuará elevado, que el crecimiento económico proseguirá indefinidamente, o que la productividad seguirá aumentando.

Como resultado de este aumento de deuda, los países que entran en periodos de crisis de deuda suelen tener porcentajes de deuda externa sobre el PIB<sup>12</sup> mayores que el resto:

Figura 1. 2 Ratios de deuda externa/PIB (Países en crisis y resto, 1970-2008)



Fuente: Reinhart y Rogoff

<sup>10</sup> Desde 1945 hasta 2008 los países desarrollados han tenido una media de 1,4 crisis bancarias con una duración media del 7% del tiempo transcurrido, mientras que los países en desarrollo han tenido una media de 1,7 crisis bancarias con una duración media del 10,8% del tiempo transcurrido.

<sup>11</sup> Este es precisamente el título en inglés del libro de Reinhart y Rogoff «*This time is different, eight centuries of financial folly*».

<sup>12</sup> Acrónimo de Producto Interior Bruto. Es el total de la riqueza producida en un año en un país. Por ejemplo, el PIB de España en el 2021 fue de 1,2 trillones de euros.

Sin embargo, más de la mitad de los impagos se produce en países con unas tasas de endeudamiento externo moderadas -por debajo del 60% del PIB-, que en principio implicaría una cierta capacidad de repago. Surge la duda de por qué algunos países deciden impagar su deuda externa cuando parten de niveles relativamente moderados<sup>13</sup>.

#### *Relación entre crisis de deuda y bancarias*

Las crisis de deuda prevalentes en los países en desarrollo, y las crisis bancarias globales suelen ir de la mano. Esto es así porque las crisis bancarias suelen afectar al crecimiento económico mundial, lo que impacta el precio de las materias primas y dificulta la capacidad de los países en desarrollo para hacer frente a sus compromisos de pago. Asimismo, los flujos crediticios hacia los países en desarrollo también se ven interrumpidos y se reduce el apetito de riesgo de los inversores internacionales, lo que limita el crecimiento económico de estos países y su capacidad de repago. Por último, una crisis bancaria tiene un efecto muy negativo sobre el crecimiento económico, lo que suele incrementar substancialmente el déficit público, pues los gastos fiscales se disparan por mayores subsidios de desempleo, inversiones públicas o rescates bancarios y los ingresos fiscales se desploman por el menor crecimiento.

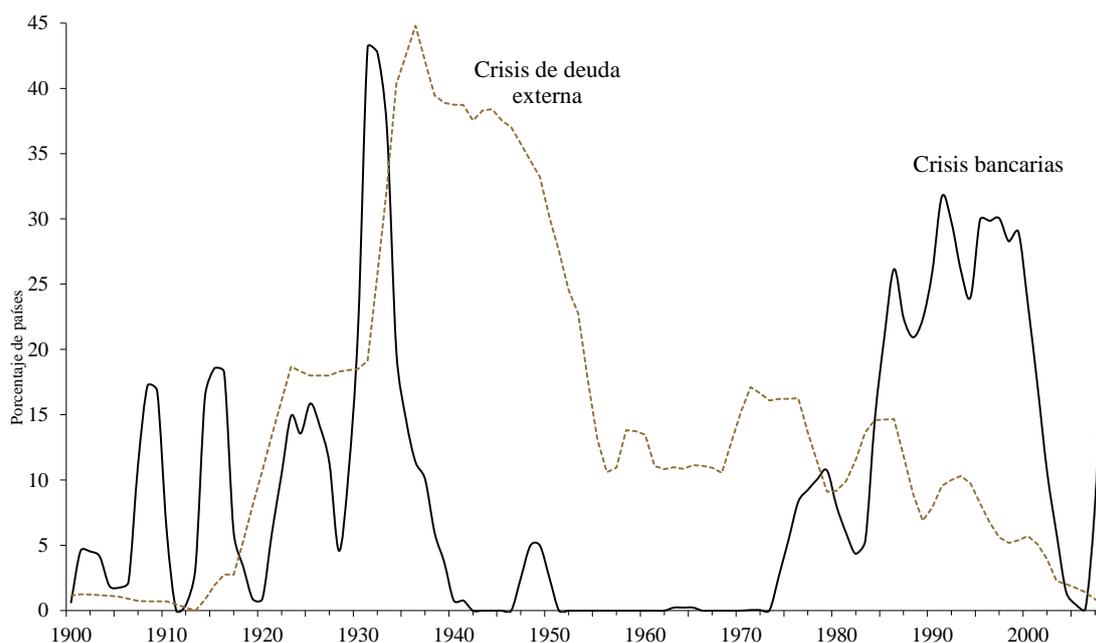
La reciente crisis bancaria protagonizada por la quiebra y rescate de varios bancos norteamericanos y europeos está teniendo ya un impacto significativo en la capacidad de los países en desarrollo para endeudarse en el exterior. Como publica el *Financial Times* alrededor del 25% de los países del tercer mundo no encuentran ya inversores dispuestos a adquirir sus bonos a resultas de la crisis bancaria<sup>14</sup>.

---

<sup>13</sup> Una posible hipótesis esgrimida por Reinhart y Rogoff es la existencia de altos ratios de deuda doméstica. Dada la reticencia de los gobiernos a la hora de facilitar información sobre los niveles de deuda doméstica no es fácil llegar a una conclusión al respecto.

<sup>14</sup> Actualmente, alrededor del 27% de los países emergentes tienen que pagar un diferencial sobre los bonos de Estados Unidos del 9% o más, un nivel que les cierra el acceso de facto a los mercados (*Financial Times*, 1 de Abril 2023)

Figura 1.3 Países con crisis de deuda externa o bancaria 1900-2008<sup>15</sup>



Fuente: Reinhart y Rogoff

#### *Las crisis bancarias*

Aliber y Kindleberg señalan cuatro grandes crisis bancarias en los últimos 40 años:

- La crisis de Méjico, Brasil, Argentina y otros diez países en desarrollo en los inicios de los años 80
- La crisis de Japón, Suecia y Noruega en los inicios de los años 90
- La crisis financiera asiática de 1997 que inicialmente impactó a Tailandia, Malasia e Indonesia y posteriormente a Corea del Sur, Rusia, Brasil y Argentina. El precedente de esta crisis fue la de Méjico en 1994 tras el asesinato del candidato electoral Ernesto Zedillo
- La crisis del 2007 desencadenada por los impagos en las hipotecas basura o *sub-prime* en Estados Unidos y que afectó a los bancos de los países desarrollados

Las crisis bancarias obedecen a la especial naturaleza de los bancos. Un banco es una institución que recibe depósitos de los clientes y concede préstamos. Los depósitos son un pasivo del banco a corto plazo y los préstamos un activo a largo plazo. Los bancos ganan dinero por la diferencia entre los intereses que cobran por sus préstamos y lo que abonan a los depositantes e inversores. Es el llamado margen de intermediación. Lo que

<sup>15</sup> Ponderados por su peso en el PIB mundial.

hace a un banco intrínsecamente frágil es que los depósitos pueden ser retirados en cualquier momento, mientras que los préstamos que concede son a largo plazo y no se pueden hacer líquidos fácilmente. Normalmente el saldo de depósitos en un banco se mantiene más o menos constante, pero si cunde el pánico y los depositantes empiezan a retirar masivamente sus depósitos, el banco no tendría manera de obtener fondos, pues no puede amortizar anticipadamente los préstamos. Es lo que se denomina un pánico o corrida bancaria.

Es cierto que los bancos no solo tienen préstamos en su activo, sino también otros activos más líquidos, como bonos del Estado, que podrían vender o usar como colateral a la hora de pedir préstamos; pero si se produce una retirada masiva de depósitos los bancos tendrían que cerrar la ventanilla, al carecer de liquidez suficiente. Salvo que los bancos tuvieran todo el dinero invertido en activos muy líquidos, cosa que desvirtuaría su naturaleza, cualquier banco estaría sujeto al riesgo de una corrida bancaria<sup>16</sup>.

Las corridas bancarias son un ejemplo de profecía autocumplida; solo el hecho de hacerse pública la posibilidad de una corrida bancaria puede llegar a desencadenarla. De ahí la importancia que los organismos reguladores dan a preservar la confianza en el sistema bancario. Como los depositantes saben que un banco solo tiene un pequeño porcentaje del total de sus activos en productos líquidos, como bonos del Estado, que se pueden liquidar fácilmente para hacer frente a la retirada de depósitos, en el momento en que la confianza en el banco se resiente, la decisión racional de cualquier depositante es retirar su dinero, pues si espera puede perderlo todo. Esto hace que un pequeño aumento en el ritmo de retirada de depósitos pueda desatar una corrida bancaria.

Para minimizar el riesgo de una retirada masiva de depósitos, los gobiernos han establecido diferentes medidas, como son niveles de capital regulatorio y coeficientes de liquidez mínimos, así como fondos de garantía de depósitos que aseguran un importe por debajo del cual la quiebra de un banco no afecta a los depositantes<sup>17</sup>.

Hay que distinguir entre una crisis de liquidez, como la que ocurriría en caso de una corrida bancaria que se puede solventar si el banco central proporciona préstamos garantizados por un colateral y una crisis de solvencia. Esta última se producirían cuando el valor de los activos del banco es menor al de su pasivo. En este caso los

---

<sup>16</sup> Incluso en este caso no se puede descartar el riesgo de una corrida bancaria, como veremos al hablar de la quiebra del banco californiano SVB.

<sup>17</sup> En España el máximo asegurado por el Fondo de Garantía de Depósitos es de 100.000 euros por depositante. En Estados Unidos el máximo garantizado por el *Federal Deposit Insurance Corporation* (FDIC) es de 250.000 euros por depositante, si bien en la quiebra del SVB se garantizaron todos los depósitos independientemente de su cuantía.

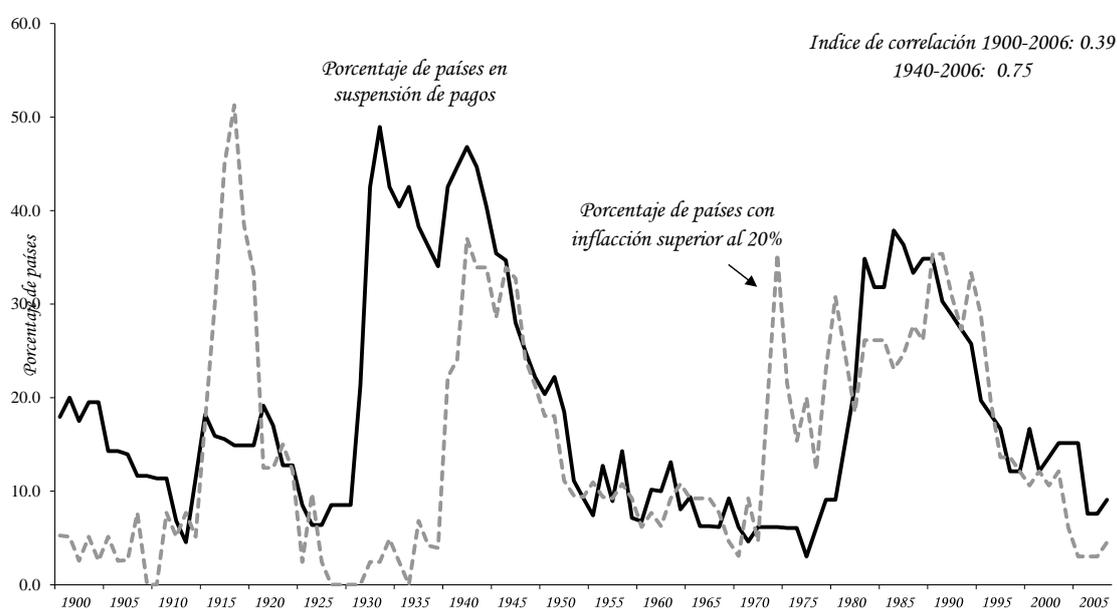
clientes del banco no podrían recuperar sus depósitos con la venta de todos los activos del banco.

Las crisis de liquidez pueden devenir en crisis de solvencia si la venta forzada de activos hace que el precio de los mismos se desplome. Ejemplo de crisis de liquidez que devino en crisis de solvencia es la de la reciente quiebra del banco americano SBV. En este caso la venta forzosa de bonos del Estado para hacer frente a la retirada de depósitos ante una crisis de liquidez convirtió las pérdidas no realizadas en estos bonos en pérdidas reales que llegaron a superar el capital y las reservas del banco, por lo que tuvo que ser rescatado.

#### b) Crisis inflacionarias

Las crisis inflacionarias suelen estar originadas por un exceso de moneda emitida. Ello ocurre cuando los gobiernos tienen dificultades para financiar los déficits públicos mediante emisiones de deuda o nuevos impuestos, por lo que recurren a la emisión de moneda. Como se ve en el gráfico adjunto, las crisis inflacionarias suelen estar correlacionadas con las crisis de deuda, especialmente a partir de 1940:

Figura 1.4 % de países en suspensión de pagos y con inflación mayor del 20%



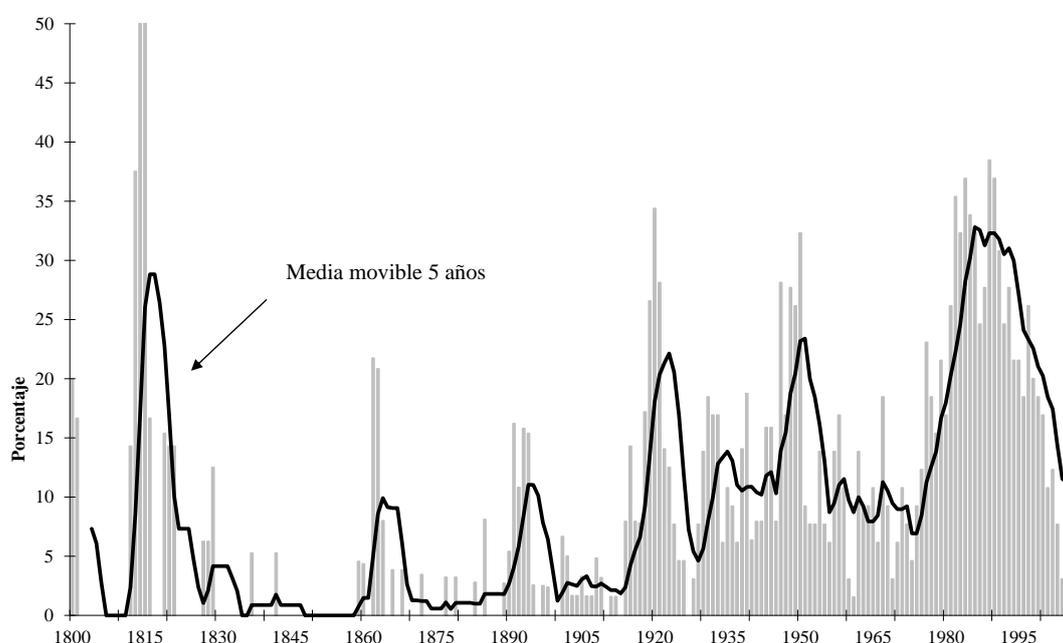
Fuente: Reinhart y Rogoff

### c) Crisis de tipos de cambio

Como no es de extrañar, las crisis inflacionarias suelen ir emparejadas con crisis de cambio, esto es, periodos de hiperinflación vienen acompañados por una fuerte depreciación de la moneda para mantener constantes los tipos reales de cambio<sup>18</sup>. De no ser así el tipo de cambio del país con más inflación se apreciaría en términos reales y produciría un fuerte déficit comercial y, por tanto, mayor demanda de divisas para la importación, lo que redundaría en una depreciación de la moneda al venderse la moneda local para adquirir divisas.

Como muestra el gráfico adjunto las depreciaciones de la moneda son algo común:

Figura 1.5 % de países con una depreciación de la moneda mayor del 15%<sup>19</sup>



Fuente: Reinhart y Rogoff

Cuando un país abusa de su capacidad para imprimir moneda y comienza un periodo hiperinflacionario surge el riesgo de la dolarización de la economía, lo que implica el

<sup>18</sup> Si la cotización EUR/Dólar es de 1, y los precios en Europa aumentan en un año un 50% y en Estados Unidos un 0%, la cotización EUR/Dólar en un año será de 1,5 EUR/Dólar para igualar el precio internacional del mismo producto en ese periodo. Si inicialmente un producto valía 100 euros en Europa y 100 dólares en Estados Unidos en un año este producto valdrá 150 euros en Europa y 100 dólares en Estados Unidos. Como el Euro se habrá depreciado en un 50% en ese periodo a 1,5 EUR/Dólar, el precio en dólares en Europa será el mismo que en Estados Unidos. Si no lo fuera habría posibilidad de arbitraje.

<sup>19</sup> 1800-2007

empleo de una moneda fuerte, como puede ser el dólar, en vez de la moneda local. Una vez se ha llegado a la dolarización de la economía es muy difícil salir de ella<sup>20</sup>.

### 1.2.2 El modelo de Minsky

Uno de los modelos más conocidos para entender las crisis financieras es el de Hyman Minsky, economista norteamericano fallecido en 1996. Según Minsky las crisis financieras vienen siempre precedidas de un aumento de los flujos financieros a resultas de un cambio en las expectativas de los inversores. El desencadenante de este cambio no es el mismo en todas las crisis; en unas puede ser una innovación tecnológica, en otras la desregulación de la economía; pero el efecto es siempre un aumento en la rentabilidad esperada de las inversiones, lo que atraerá capital en busca de la mayor rentabilidad. Este aumento en el flujo de capitales constituye la semilla que desencadenará la crisis al incrementar la fragilidad del sistema financiero.

Para Minsky existen tres tipos de inversores en función de su mayor o menor capacidad de devolver los préstamos: inversores de cobertura o *hedge*, inversores especulativos e inversores Ponzi<sup>21</sup>. Los inversores de cobertura son los que tienen mayor capacidad de repago: sus ingresos operativos les permiten devolver el capital que han pedido prestado. Los especulativos solamente tienen capacidad de devolver los intereses de sus préstamos, no el principal. Finalmente, los inversores Ponzi no pueden devolver ni el principal ni los intereses. Para poder hacerlo necesitan de nuevos préstamos con los que refinanciar los que ya tienen.

A medida que el ciclo inversor continúa, esto es, a medida que el periodo de vacas gordas continúa, y aumenta el grado de complacencia de deudores y acreedores, la proporción de inversores especulativos y de Ponzi aumentará, lo que agravará la fragilidad del sistema financiero. Llegará un momento en el que las autoridades monetarias, preocupadas por el recalentamiento de la economía, empezarán a incrementar los tipos de interés para enfriar la economía. Esto hará que parte de los inversores de cobertura pasen a ser especulativos, y algunos de estos últimos a inversores Ponzi, debilitando todavía más el sistema financiero. Solo hará falta que la imposibilidad de refinanciar las deudas por parte de inversores Ponzi les obligue a la venta forzosa de activos que desencadene un proceso deflacionario, y por tanto, un aumento del valor real de las deudas.

---

<sup>20</sup> Ecuador, El Salvador, Panamá o Zimbabue son países dolarizados.

<sup>21</sup> El nombre se deriva de Carlo Ponzi, un financiero italiano que ideó un sistema piramidal fraudulento por el que los intereses de los préstamos eran abonados con el dinero procedente de nuevos inversores. Cuando el ritmo de entrada de nuevos inversores se ralentizó no había fondos suficientes para el pago de los intereses y la estafa piramidal se descubrió.

En la práctica lo que suele ocurrir cuando aumentan las quiebras es que se desencadena un pánico financiero. En esta situación llega un momento en que no hay ningún prestamista dispuesto a prestar dinero, con independencia de la calidad de los activos que se empleen como colateral para el préstamo. Esto obliga a un proceso de venta forzosa de activos para hacer frente a los vencimientos de deuda que deprime aún más los precios de los activos.

### 1.2.3 El banco central como prestamista de último recurso

El problema de los pánicos financieros es la imposibilidad de obtener préstamos con independencia de la solvencia de los deudores. En estas situaciones un problema de liquidez puede devenir en un problema de solvencia al obligar a los deudores a vender activos a precios muy por debajo de su valor fundamental. Para ello es importante que exista un prestamista de último recurso, como puede ser el banco central que estará siempre dispuesto a proporcionar liquidez a los bancos a cambio de un colateral, como bonos del estado o de titulización, lo que evita la venta forzosa de los mismos.

### 1.2.4 Características de las crisis financieras

Según Aliber y Kindleberger hay tres características comunes a toda crisis financiera. En primer lugar, los aumentos sostenidos en los precios de los activos inmobiliarios y financieros que origina las crisis financieras en cada país vienen siempre precedidos de un aumento en los flujos financieros internacionales hacia esos países atraídos por la expectativa de mayores rentabilidades y en la creencia de que la situación de bonanza será permanente. Como dicen los autores: «Every country that experienced a banking crisis had previously experienced an economic boom. These booms morphed into busts when the investment flows slower»<sup>22</sup>.

En segundo lugar, las crisis financieras no son independientes las unas de las otras. Cada una de ellas pone los cimientos para las siguientes, al huir el capital de los países en crisis hacia otros países, lo que con el tiempo podrá desencadenar nuevas crisis financieras en estos últimos. Es el fenómeno de la «patata caliente». Los autores mencionan la huida de capitales hacia Japón producida a raíz de la crisis financiera de inicios de los años 80 en los países en desarrollo que originó una burbuja inmobiliaria y bursátil en Japón. El estallido de esta burbuja en los 90 produjo, a su vez, una fuga de capitales desde Japón hacia los países del sudeste asiático que fue el detonante de la crisis financiera asiática de 1997.

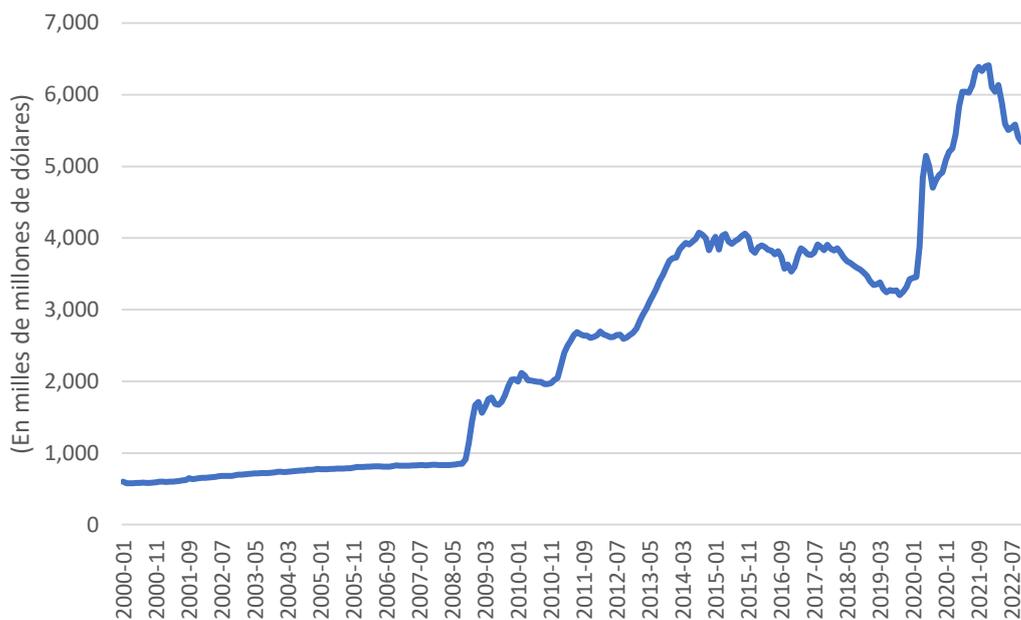
---

<sup>22</sup> Aliber and Kindleberger, *Manias, Panics, and Crashes*, 3

En tercer lugar, con frecuencia la respuesta de las autoridades a las crisis financieras es incrementar la regulación sobre los mercados financieros olvidando que gran parte de la responsabilidad en el aumento del crédito que alimenta las crisis se debe a las políticas monetarias expansivas de los gobiernos.

En la figura siguiente podemos observar el aumento considerable de la masa monetaria de Estados Unidos desde el año 2000.

Figura 1. 6 Evolución de la base monetaria de Estados Unidos 2000-2023<sup>23</sup>



Fuente: Reserva Federal de Estados Unidos

### 1.2.5 Secuencia de una típica crisis financiera

Aunque no todas las crisis financieras son iguales podríamos caracterizar la crisis financiera típica de acuerdo a las siguientes etapas:

- Un shock externo como la liberalización financiera, el descubrimiento de recursos naturales, o el aumento de los precios de las materias primas lleva a una entrada de capitales del exterior en busca de tasas de retorno atractivas
- Inicialmente el rápido aumento del endeudamiento exterior no se considera preocupante, pues la capacidad de repago es amplia al partir de tasas de endeudamiento bajas y los acreedores anticipan un crecimiento sostenido de la economía en el futuro. Este endeudamiento es principalmente a corto plazo ya que su coste es menor

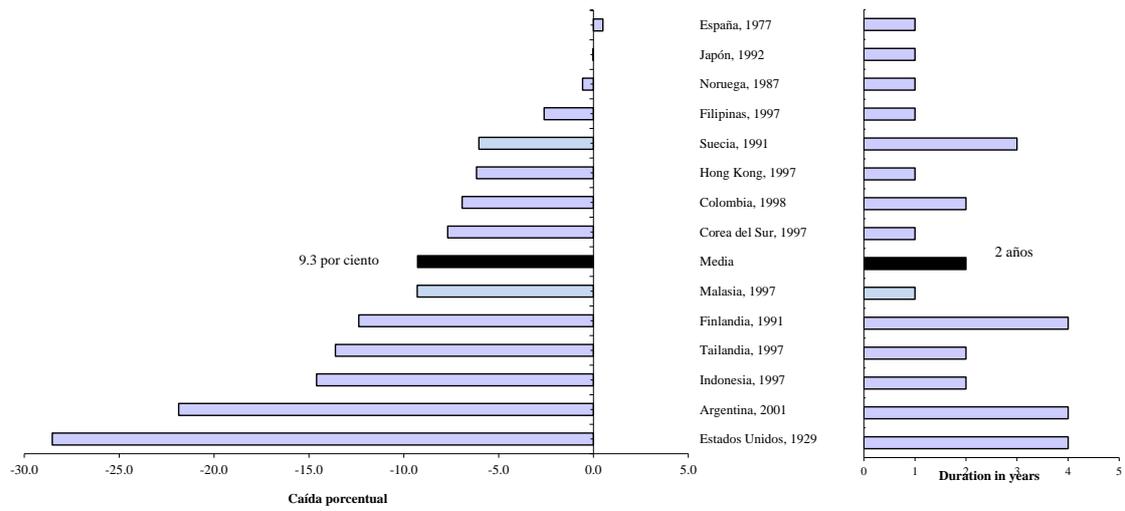
<sup>23</sup> La base monetaria es la moneda en circulación y las reservas de los bancos en el banco central

- La fuerte inversión, unida al aumento del consumo en gran parte derivada del endeudamiento lleva a un rápido crecimiento económico que empuja al alza el precio de los activos y la inflación
- Llegado un punto el banco central empieza a subir los tipos de interés para enfriar la economía y luchar contra la inflación
- Los altos tipos de interés y el enfriamiento de la economía producen un aumento de préstamos fallidos tanto de particulares como de empresas
- Este aumento de los fallidos hace mella en la confianza de los inversores y de los depositantes en los bancos menos prudentes. Se produce una huida de capitales hacia otros países en busca de mayores rentabilidades/menores riesgos y una retirada de depósitos. Algunos de los bancos más débiles empiezan a sufrir corridas bancarias y el temor al contagio origina una *crisis bancaria*
- El banco central acude como prestamista de último recurso en apoyo de los bancos
- La desconfianza de los inversores produce una fuerte depreciación de la moneda local. El banco central no puede sostener el tipo de cambio subiendo los tipos de interés pues enfriaría todavía más la economía y agravaría la crisis bancaria. Los inversores se desprenden de la moneda local y se produce una *crisis de tipo de cambio* que recrudece la crisis bancaria al haberse financiado muchos de los bancos en moneda extranjera
- La crisis de cambio agrava el problema inflacionario desencadenando una *crisis inflacionaria*
- La caída de los ingresos fiscales y a los mayores gastos fiscales en subsidios por desempleo, en inversiones públicas para sostener la economía y en rescates bancarios producen un aumento del déficit público que solo puede financiarse imprimiendo moneda, pues los tipos de interés no pueden aumentar, lo que acelera la *crisis inflacionaria*.
- La incapacidad de aumentar los tipos de interés y la crisis de cambio impide la devolución de los préstamos en moneda extranjera en su mayoría a corto plazo, lo que produce una *crisis de deuda*.

#### 1.2.6 Efectos de las crisis financieras

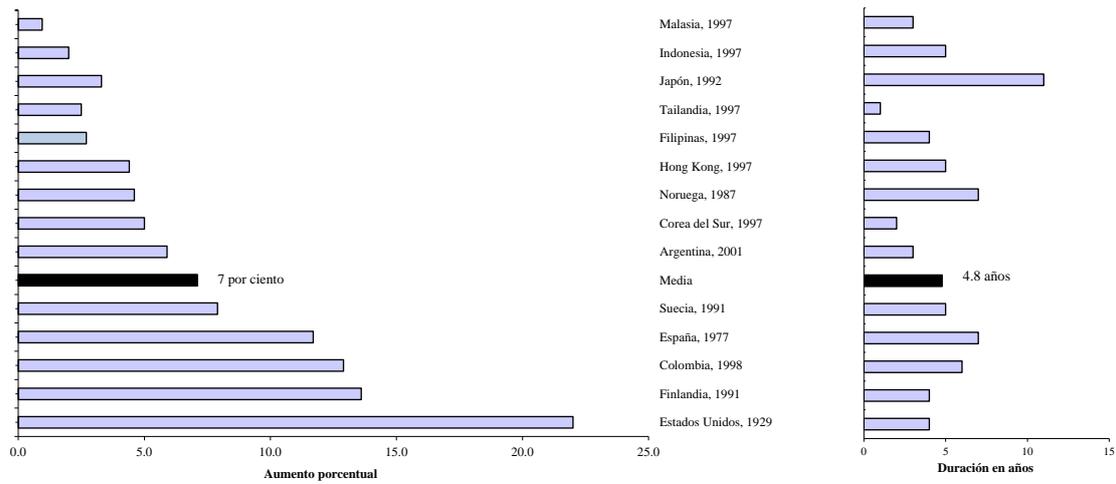
Las crisis financieras tienen enormes efectos sobre la producción de un país, la tasa de desempleo, el precio de los activos inmobiliarios o financieros y el endeudamiento. Reinhart y Rogoff han estudiado numerosas crisis financieras previas a la de 2007 y documentado sus efectos:

Figura 1.7 Efecto de las crisis financieras sobre el PIB real y duración de las crisis



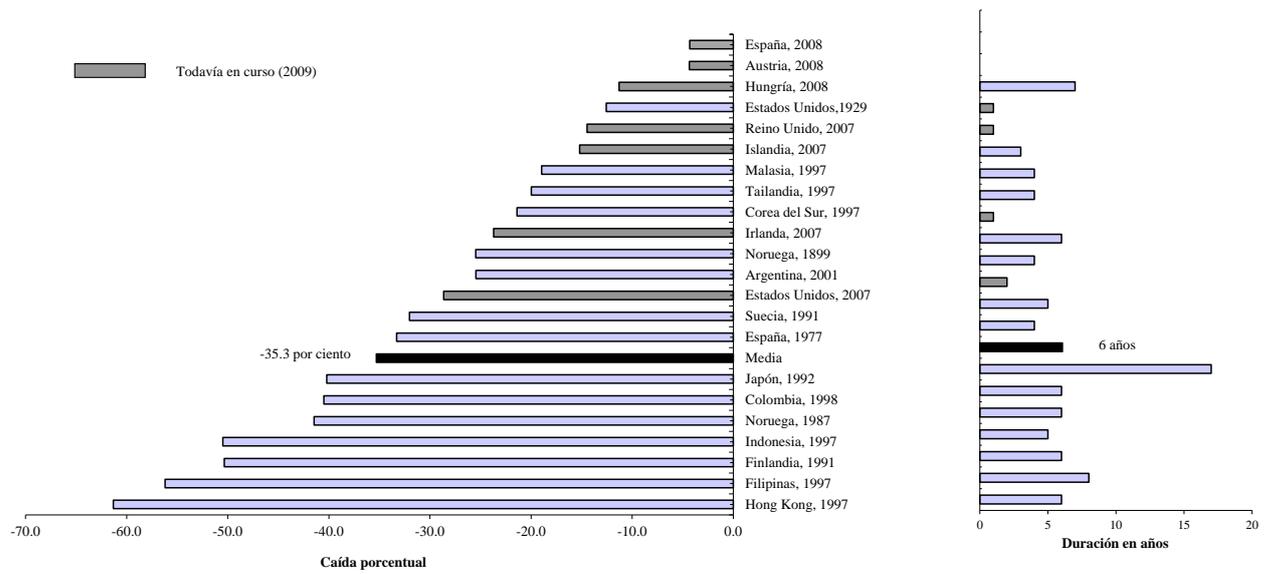
Fuente: Reinhart y Rogoff

Figura 1.8 Efecto de las crisis sobre el desempleo y duración de las crisis



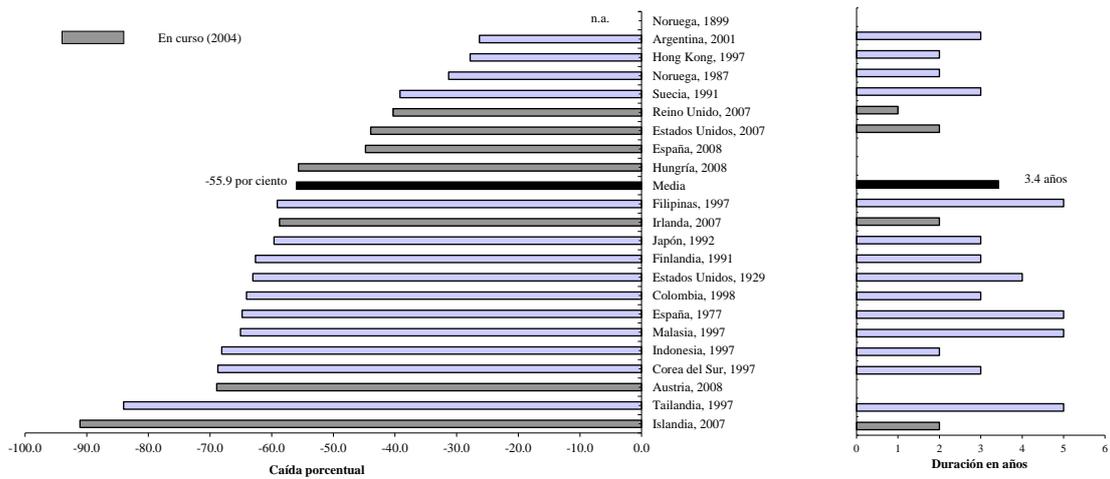
Fuente: Reinhart y Rogoff

Figura 1.9 Efecto de las crisis sobre los precios inmobiliarios y duración



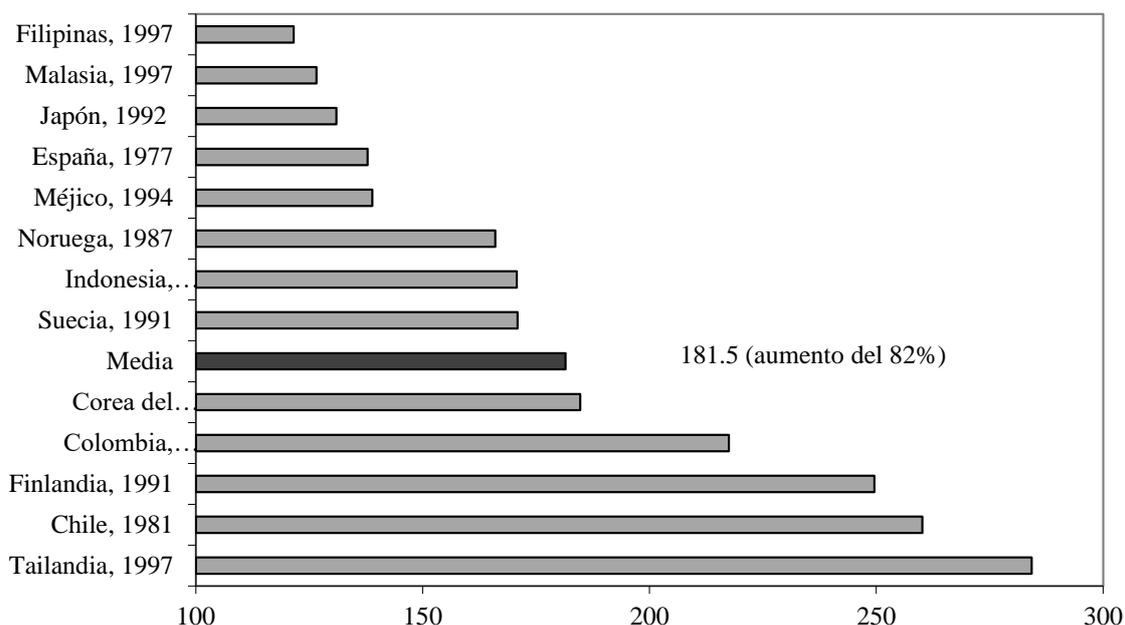
Fuente: Reinhart y Rogoff

Figura 1.10 Efecto de las crisis financieras sobre la bolsa y duración de las caídas



Fuente: Reinhart y Rogoff

Figura 1. 11 Efecto de las crisis sobre la deuda pública en términos reales



Fuente: Reinhart y Rogoff

De los gráficos anteriores se pueden sacar las siguientes conclusiones sobre los efectos de las crisis financieras previas a la de 2007:

- La caída media del PIB en términos reales es de más del 9% en dos años
- La tasa de desempleo aumenta de media un 7% durante 4,8 años
- Los precios de los inmuebles caen de media un 35,3% durante 6 años
- Los precios bursátiles se reducen de media un 55,9% durante 3,4 años
- El endeudamiento público aumenta de media un 82%

### 1.3 La crisis financiera del 2007: causas y consecuencias

La crisis financiera del 2007 guarda muchas similitudes con las anteriores, pero también diferencias apreciables: no surge como de costumbre en los países en desarrollo, sino que tiene su epicentro en los Estados Unidos y no afecta solo a un país o región particular, sino a todo el planeta. Por tanto, aunque esta crisis comparte muchas de sus causas y consecuencias con otras crisis, también hay diferencias significativas.

### 1.3.1 Causas de la crisis financiera del 2007

Bernanke, Geithner y Paulson, altos cargos en organismos responsables de los mercados financieros en Estados Unidos durante la crisis hacen en su libro *Firefighting, the financial crisis and its lessons* una descripción acertada de esta crisis:

Again, the basic problems were too much risky leverage, too much runnable short-term financing, and the migration of too much risk to shadow banks where regulation was negligible and the Fed's emergency safety net was inaccessible. There were also too many major firms that were too big and interconnected to fail without threatening the stability of the system, and the explosion of opaque mortgage-back derivatives had turned the health of the housing market into a potential vector for panic. Meanwhile, America's regulatory bureaucracy was fragmented and outdated, with no one responsible for monitoring and addressing systemic risk.<sup>24</sup>

Estos autores, junto con Raghuram G. Rajan, antiguo gobernador del Banco Central de la India<sup>25</sup> y la Comisión Nacional sobre las Causas de la Crisis Económica y Financiera de los Estados Unidos<sup>26</sup> (CNCCEF) achacan la crisis financiera del 2007 a las siguientes causas:

- a) El fomento del acceso a la vivienda en propiedad
- b) El incremento insostenible de la deuda hipotecaria
- c) Los tipos de interés anormalmente bajos como consecuencia del estallido de la burbuja tecnológica del 2001
- d) Los desequilibrios comerciales globales
- e) Las innovaciones financieras
- f) El cambio en el modelo de concesión de hipotecas
- g) El aumento en la banca a la sombra o *shadow banking*
- h) Las deficiencias en las compañías de calificación crediticia o *rating*
- i) Los incentivos desalineados de directivos y operadores bursátiles o *traders*
- j) El deficiente control de riesgo
- k) La excesiva dependencia en préstamos a corto plazo

---

<sup>24</sup> Ben S. Bernanke et al., *Firefighting : the financial crisis and its lessons* (New York: Penguin Books, 2019), [https://ebookcentral.proquest.com/lib/\[SITE\\_ID\]/detail.action?docID=6063216](https://ebookcentral.proquest.com/lib/[SITE_ID]/detail.action?docID=6063216).

<sup>25</sup> Raghuram G. Rajan, "Fault lines," in *Fault Lines*: princeton University press, 2011).

<sup>26</sup> Financial Crisis Inquiry Commission. "The Financial Crisis Inquiry Report: Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States". Government. U.S. Government Printing Office, February 25, 2011. <https://www.govinfo.gov/app/details/GPO-FCIC> <https://www.govinfo.gov/app/details/GPO-FCIC>

- l) La inactividad de la Reserva Federal<sup>27</sup> ante el aumento de los precios inmobiliarios y el anuncio de que actuaría para contener una crisis
- m) La creencia de que los mercados pueden autorregularse
- n) La falta de regulación de los contratos cotizados extrabursátiles (OTC)<sup>28</sup>
- o) Los bajos niveles de capital en los bancos de inversión y las GSE<sup>29</sup>
- p) El comportamiento inconsistente del regulador una vez que la crisis estalló

A continuación, paso a analizar cada una de estas causas:

- a) El fomento del acceso a la vivienda en propiedad

Este fenómeno tiene que ver con la creciente desigualdad en Estados Unidos debida al dispar acceso a la educación de calidad en el país. Esta desigualdad llevó a los gobiernos del demócrata Clinton y del republicano de Bush a intentar mitigarla mediante políticas públicas que facilitasen el acceso de los extractos de población más desfavorecidos a una casa en propiedad. Para ello, el gobierno de Estados Unidos contaba con dos compañías hipotecarias, las llamadas GSE's: *Fannie May* y *Freddie Mac*, que aunque privadas, contaban con la garantía del gobierno de Estados Unidos. Esta garantía del gobierno les permitía financiarse a un coste muy bajo, pero debían cumplir el mandato gubernamental de aumentar el número de propietarios, especialmente los de rentas más bajas. Como estas compañías solo tenían experiencia en la concesión de hipotecas normales o llamadas *prime* y no en hipotecas para rentas bajas o *sub-prime*, tuvieron que adquirir estas últimas a terceros sin el suficiente control sobre la solvencia de los deudores. Aparte de las GSE, muchos bancos hipotecarios como *Country Wide* aumentaron de manera imprudente el número de hipotecas *sub-prime* sin realizar un mínimo control de riesgo<sup>30</sup>.

Estas hipotecas tenían tasas de interés iniciales muy bajas llamadas *teaser rates* que aumentaban drásticamente al cabo de un tiempo. Los tipos iniciales bajos junto al aumento sostenido de los precios de los inmuebles y el crecimiento de la economía permitieron que estas políticas crediticias tan negligentes no se tradujesen en impagos, al menos durante un tiempo. Al aumentar los precios de los inmuebles, los hipotecados podían refinanciar la hipoteca por haber aumentado el valor del piso. Sin embargo, llegó un momento en el que los precios de los pisos dejaron de subir y con ello se

---

<sup>27</sup> La Reserva Federal, o Fed, es el banco central de los Estados Unidos.

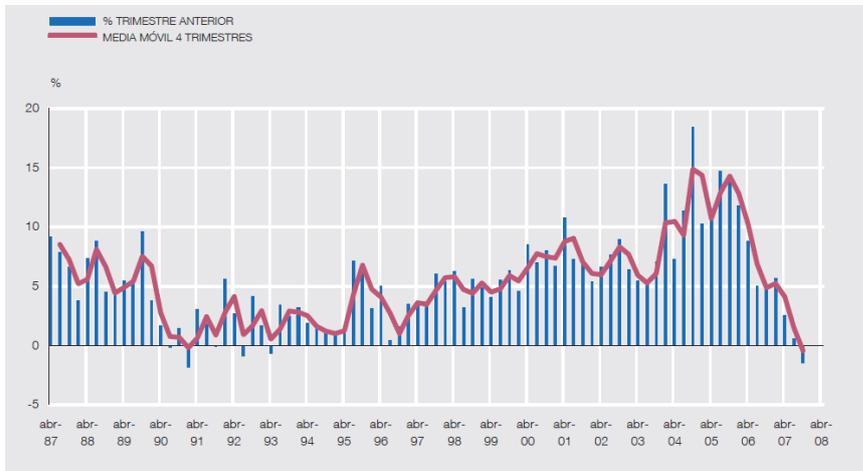
<sup>28</sup> *Over The Counter*.

<sup>29</sup> *Government Sponsored Enterprises*.

<sup>30</sup> Son las llamadas hipotecas Ninja (No income, no jobs). Un bróker hipotecario llegó a decir de *Country Wide* que hubiera concedido hipotecas incluso a un perro que se hubiera pasado por el banco.

multiplicaron los impagos al no poder refinanciarse las hipotecas. Este fue el detonante de la crisis.

Figura 1. 12 Evolución intertrimestral de precios inmobiliarios en Estados Unidos



Fuente: Banco de España

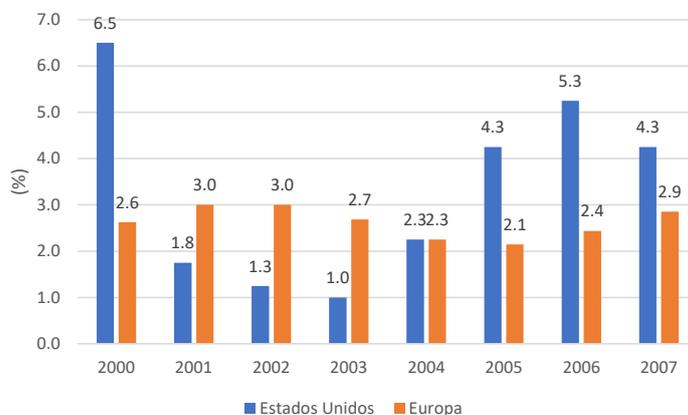
b) El incremento insostenible de la deuda hipotecaria

Estas políticas, unidas a los bajos tipos de interés, hicieron que desde 2001 al 2007 la deuda hipotecaria media por hogar en Estados Unidos aumentara un 63% pasando de 91.500 a 149.500 dólares.

c) Los tipos de interés anormalmente bajos como consecuencia del estallido de la burbuja tecnológica del 2001

Los Estados Unidos habían sufrido el estallido de la burbuja tecnológica en el 2001 y para apuntalar la recuperación la Reserva Federal de Estados Unidos bajó agresivamente los tipos de interés desde el 6,5% en el 2000 al 1% en el 2003.

Figura 1. 13 Tipos de interés en Estados Unidos y en Europa



Fuente: Fondo Monetario Internacional

En los Estados Unidos la Reserva Federal, a diferencia del Banco Central Europeo<sup>31</sup>, tiene el doble objetivo de mantener el pleno empleo y controlar la inflación. Como la recuperación económica tras el estallido de la burbuja tecnológica del año 2000 no iba acompañada por una reducción equiparable del desempleo, la Reserva Federal decidió mantener los tipos de interés bajos durante demasiado tiempo, lo que infló la burbuja inmobiliaria<sup>32</sup>.

Aunque Alan Greenspan, antiguo presidente de la Reserva Federal de 1987 al 2006, ya había advertido de la *Exhuberancia Irracional* de los mercados en su celebre discurso de 1996, sus palabras no fueron acompañadas de una subida de los tipos de interés. Pero no fue esto lo único que contribuyó a alimentar la burbuja inmobiliaria, sino la promesa de que la Reserva Federal haría lo que fuera necesario en caso de que dicha burbuja estallase, la llamada *Put de Greenspan*<sup>33</sup>. En otras palabras, la Reserva Federal no subiría los tipos de interés para prevenir la formación de burbujas, pero acudiría a sostener el precio de los activos bajando los tipos de interés agresivamente una vez que las burbujas estallasen. Esto era una llamada a los especuladores para seguir invirtiendo.

#### d) Los desequilibrios comerciales globales

Durante años países como Alemania, Japón o China, así como muchos países en desarrollo como México, Indonesia o Malasia experimentaron fuertes superávits por cuenta corriente<sup>34</sup>, especialmente con Estados Unidos. En el caso de estos últimos, ello se debió a las lecciones aprendidas de las crisis financieras que experimentaron precisamente por los fuertes déficits que habían contraído. En el lado contrario los Estados Unidos experimentaba fuertes déficits por cuenta corriente.

Cuando un país experimenta un déficit por cuenta corriente, esto implica que compra más al extranjero por bienes y servicios de los que vende. ¿De dónde saca ese dinero? Podría usar las reservas de divisas, pero a largo plazo necesita que le financien otros países, ya sea cuando compran deuda del país o cuando adquieren activos del país<sup>35</sup>.

---

<sup>31</sup> El Banco Central Europeo solo tiene un objetivo: mantener la inflación anual alrededor del 2%

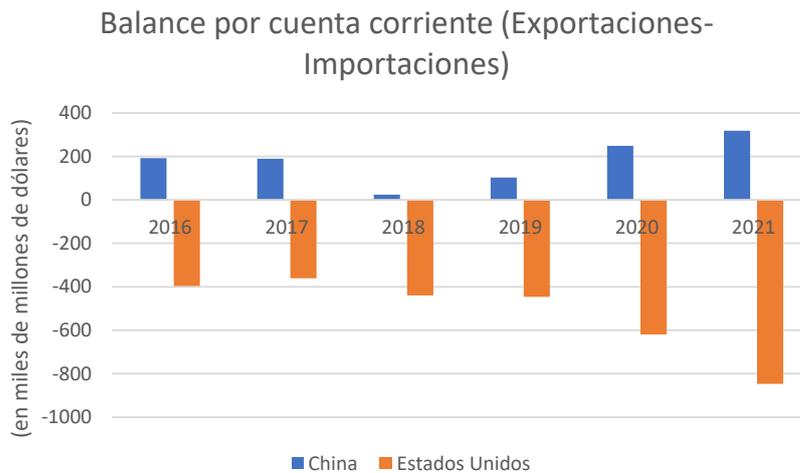
<sup>32</sup> La corta duración de los subsidios por desempleo y el hecho de que no existe el acceso universal a la sanidad pública, sino que la mayoría de la población depende de los seguros sanitarios privados asociados a un empleo hace que los Estados Unidos sean muy sensibles a las tasas de desempleo.

<sup>33</sup> Una *Put* es una opción de venta a un precio determinado por lo que el comprador de una *Put* se ve protegido ante caídas de los precios.

<sup>34</sup> La balanza por cuenta corriente refleja la diferencia entre las exportaciones y las importaciones de bienes y servicios más las transferencias netas del exterior durante un año.

<sup>35</sup> La balanza de pagos es la suma de la balanza por cuenta corriente y la balanza de capital. Los déficits and la balanza por cuenta corriente tienen que ser financiados por superávits en la balanza de capital, o de lo contrario las reservas del país han de bajar. Los superávits en el balance de capital son las inversiones del resto del mundo en activos de Estados Unidos, mayoritariamente inmobiliarios.

Figura 1. 14 Balance por cuenta corriente en China y Estados Unidos



Fuente: Fondo Monetario Internacional

Eso es precisamente lo que ocurrió en Estados Unidos. En un contexto de tipos de interés globales bajos el resto del mundo no tenía reparo en financiar su déficit por cuenta corriente comprando deuda del país e invirtiendo en el sector inmobiliario, ya sea adquiriendo bonos de *Fannie Mae* y *Freddy Mac* que estaban garantizados por el gobierno de Estados Unidos o titulaciones hipotecarias que ofrecían una combinación de rentabilidad y riesgo aparentemente muy atractiva. Fue precisamente la compra masiva de titulaciones de hipotecas *sub-prime* por parte de inversores internacionales lo que convirtió la crisis inmobiliaria de Estados Unidos en una crisis financiera global.

e) Las innovaciones financieras

Por la importancia que tiene creo que merece la pena detenerse a describir una de las innovaciones financieras más relevantes a la que muchos achacan una responsabilidad destacada en la crisis financiera del 2007. Son las denominadas titulaciones hipotecarias o *Asset Back Securities (ABS)* y *Collateralized Debt Obligations (CDO)* en su terminología inglesa.

Tradicionalmente los bancos concedían hipotecas -un activo del banco- que financiaba con los depósitos bancarios -un pasivo del banco-, y las mantenían en el balance del banco a vencimiento. Como el crecimiento del pasivo del banco era insuficiente para financiar el aumento considerable activos del banco, estos comenzaron a titularizar las hipotecas a partir de los años 70 del siglo pasado.

Básicamente, la titularización es un método eficiente de venta de las hipotecas que están en el balance del banco con el objeto de obtener liquidez para poder seguir concediendo

nuevas hipotecas. ¿Cuáles son los motivos que le llevan al banco a titularizar las hipotecas? Si un banco gana el diferencial entre el tipo de las hipotecas y el coste de su pasivo -el *spread*- por el saldo vivo de las hipotecas, al titularizarlas, el *spread* podría aumentar puesto que el coste del pasivo puede disminuir al estratificarse el riesgo, y aumenta considerablemente el saldo vivo de las hipotecas, ya que el banco tiene ahora liquidez adicional con la que hacer nuevas hipotecas<sup>36</sup>. Esto se vio incentivado además por la decisión de los reguladores bancarios de exigir menores requisitos de capital a las titulaciones que a los préstamos directos.

En el caso de que el banco no retenga ninguno de los bonos de titulación, lo que se conoce como «originar para distribuir», lo que hace es trasladar a los compradores todo el riesgo de crédito de las hipotecas y es, por tanto, una forma de diversificar el riesgo haciéndolo recaer sobre los compradores de los bonos según su diferente apetito por el riesgo. Existe aquí el peligro de que el banco originador de las hipotecas no aplique las mismas políticas de riesgo a las hipotecas titularizadas que a las que retiene en su balance. Esta es una de las críticas principales que se hicieron a la titularización.

En la tabla siguiente se describen los diferentes tipos de titulaciones de activos.

Tabla 1. 3 Tipos de titulaciones de activos

Acrónimo	Término inglés	Definición
ABS	Asset Back Securities	Titulaciones respaldadas por activos
RMBS	Residential Mortgage Backed Securities	Activos: Hipotecas residenciales
CMBS	Commercial Mortgaged Backed Securities	Activos: Hipotecas sobre oficinas o locales
Otros ABS		Activos: Tarjetas de crédito, préstamos personales, etc
ABCP	Asset Back Commercial Paper	Activos: Pagarés de empresas respaldadas por activos
CDO	Colletarized Debt Obligations	Titulización respaldada por deuda corporativa
CBO	Collateralized Bond Obligation	Activos: Bonos corporativos
CLO	Colletarized Loan Obligation	Activos: Préstamos corporativos
CSO	Colletarized Synthetic Obligation	Titulización sintética sobre deuda corporativa

Fuente: AFI

#### f) El cambio en el modelo de concesión de hipotecas

Cuando un banco concede una hipoteca no solo se fija en variables objetivas, como puede ser el salario del solicitante o el valor de tasación de la casa, sino también en otro tipo de información sobre el cliente tras una entrevista personal. El problema con el

<sup>36</sup> Otros motivos son la reducción en el capital regulatorio lo que aumenta la rentabilidad sobre el capital y la reducción en el riesgo crediticio al darse de baja las hipotecas del balance. No obstante, en el caso español la mayoría de las titulaciones no se han dado de baja del balance, por lo que estas ventajas no se han producido.

modelo de «originar para distribuir» es que los originadores dejaron de recabar esta información y sólo se basaron en variables objetivas. Con ello se dejó de analizar una información muy importante sobre los deudores.

g) El aumento en la banca a la sombra o shadow banking

Por banca en la sombra nos referimos a las entidades que realizan funciones semejantes a las de la banca comercial, pero sin ser objeto de supervisión por los reguladores. Si en 1980 el 69% de la actividad crediticia en Estados Unidos estaba a cargo de la banca comercial, esta cifra bajó al 36% en 2008. Esto implica que más de la mitad del crédito estaba en manos de instituciones que no estaban sujetas a la misma regulación prudencial que la banca<sup>37</sup>. Por ejemplo, no tenían requisitos mínimos de capital regulatorio para hacer frente a las pérdidas derivadas del aumento de fallidos, lo que obligó a una liquidación forzosa de activos que deprimió todavía más sus precios.

h) Las deficiencias en las compañías de calificación crediticia o *rating*

Alrededor del 60% de las titulaciones hipotecarias en Estados Unidos fueron asignadas el grado máximo AAA, mientras que sólo un 1% de los bonos corporativos lo fueron, algo que sorprende, pues implica que tienen menos riesgo en general que los bonos corporativos. El motivo de ello es que las agencias de *rating* supusieron que, al estar muy diversificadas geográficamente las hipotecas titularizadas, no existía una correlación alta entre ellas. Esto es, si una hipoteca fallaba en Florida, la probabilidad de que una en California fuese a fallar al mismo tiempo era muy baja. Eso se debió a que los Estados Unidos habían experimentado frecuentes crisis inmobiliarias a nivel de los estados, pero nunca a nivel nacional, como ocurrió en 2007. Al tratarse de una crisis nacional, la correlación en los fallidos de las hipotecas aumentó mucho más de lo que las compañías de *rating* habían previsto a la hora de estimar las tasas esperadas de fallidos. El ejemplo siguiente ilustra la importancia de la correlación a la hora de estimar la tasa de fallidos en una cartera hipotecaria:

Matemáticamente la probabilidad de que dos hipotecas A y B fallen a la vez se expresa como:

$$P(A \cap B) = P(A).P(B/A) .$$

Si consideramos que los eventos son independientes, esto es, que uno no depende del otro:

$$P(B/A) = P(B)$$

---

37

con lo que la probabilidad de que las dos fallen a la vez es el producto de las probabilidades de cada uno:

$$P(A \cap B) = P(A) \cdot P(B)$$

Y si cada una tiene una probabilidad de fallar del 10%, la probabilidad de que las dos fallen a la vez será:

$$P(A \cap B) = 10\% \times 10\% = 1\%$$

Si consideramos que los eventos no son independientes, sino que la correlación entre los dos eventos es del 100%:

$$P(B/A) = 100\%$$

Por lo que la probabilidad de que las dos fallen a la vez es:

$$(A \cap B) = 10\% \times 100\% = 10\%$$

Si la cartera hipotecaria titularizada estuviera constituida por estas dos hipotecas, cada una de 100.000 euros, y se hubieran emitido dos bonos, uno senior y otro subordinado de 100.000 euros cada uno contra estas hipotecas, el bono senior solo perdería dinero si las dos hipotecas fallasen al mismo tiempo, y esto solo ocurriría un 1% de los casos cuando no hay correlación entre ellas. Ahora bien, si las dos hipotecas estuvieran perfectamente correlacionadas, la probabilidad de que las dos fallasen al mismo tiempo subiría al 10%; esto es, la probabilidad de que el bono senior perdiese dinero sería diez veces más alta cuando los fallidos están perfectamente correlacionados que cuando no hay correlación alguna.

Las compañías de *rating*, al subestimar la correlación entre las hipotecas, subestimaron también la probabilidad de impagos en los bonos y por tanto asignaron calificaciones crediticias demasiado generosas.

El problema se agravó por el hecho de que se emitieron nuevas titulizaciones a partir de los bonos subordinados de titulizaciones existentes y las compañías de *rating* asignaron *ratings* AAA a los bonos senior de estas nuevas titularizaciones. En estas nuevas titulizaciones el riesgo real de los bonos senior era muy superior a lo estimado por las compañías de *rating* y la valoración de los mismos se complicó enormemente una vez que los fallidos empezaron a aumentar. Por si esto no fuera poco, la adquisición de estos bonos por una infinidad de bancos e inversores internacionales convirtió lo que hubiera sido una crisis financiera en Estados Unidos en una crisis global.

Como afirma el Informe sobre las Causas de la Crisis Financiera de la CNCCEF, la competencia entre las compañías de *rating* para aumentar la cuota de mercado y la presión de las compañías financieras que encargaban los *ratings* fueron factores que contribuyeron a los fallos en el sistema de *rating*<sup>38</sup>.

i) Los incentivos desalineados de los directivos y de los operadores bursátiles

La rentabilidad de un bono de titularización era superior a la de un bono corporativo del mismo *rating*. Por eso los bancos, en vez de vender a inversores todos los bonos de las titulizaciones que originaron, mantuvieron parte de ellos en su balance. Al final la mayor rentabilidad de estos bonos era compensación por el mayor riesgo, pero al tratarse de un riesgo muy improbable o riesgo de cola (*tail risk*), prefirieron ignorarlo, pues las retribuciones a los directivos y *traders* estaban ligadas a los beneficios del año.

j) El deficiente control de riesgo

Los departamentos de riesgo de los bancos no contaban con personal experimentado y con la suficiente autonomía para poner límites a una actividad que reportaba tanto dinero a los bancos. Como dice la CNCCEF «demasiado frecuentemente, el control de riesgo se convirtió en justificación de riesgo»<sup>39</sup>.

k) La excesiva dependencia en préstamos a corto plazo

Uno de los problemas más graves en toda crisis financiera es la falta de liquidez al cerrarse el mercado por temor a impagos. En tales circunstancias la dependencia de préstamos a corto plazo supone un grave problema. El motivo por el que antes de la crisis los bancos aumentaron su dependencia en préstamos a corto plazo es que los tipos de interés son más bajos a corto que a largo plazo y confiaron en que podrían ir refinanciando estos préstamos. Desde 2002 hasta el 2007 la financiación basada en contratos *repo*<sup>40</sup> se dobló al pasar de 0,8 a 1,8 trillones de dólares y prácticamente se triplicó en una década.

l) La inactividad de la Reserva Federal ante el aumento de los precios inmobiliarios y el anuncio de que actuaría para contener una crisis

Asimismo, la Reserva Federal al renunciar intervenir cuando se estaba formando la burbuja, pero anunciar que lo haría caso de que estallase, dio incentivos a los accionistas y bonistas de los bancos para seguir alimentando la burbuja.

---

<sup>38</sup> La comisión afirma que el 83% de las titulizaciones AAA en 2006 sufrieron una bajada de *rating*.

<sup>39</sup> <https://www.govinfo.gov/content/pkg/GPO-FCIC/pdf/GPO-FCIC.pdf>

<sup>40</sup> Un contrato *repo* es un contrato de préstamo generalmente de un día para otro por el que el acreedor vende un bono del Estado al prestamista con el compromiso de compra al día siguiente. La diferencia entre el precio de venta y el de compra es el tipo de interés.

Los accionistas y los bonistas de los bancos contemplaban el riesgo de estallido de la burbuja como altamente improbable (*tail risk*) por lo que el riesgo era asumible dada la alta rentabilidad de sus inversiones. Además, en caso de estallido la Reserva Federal acudiría a rescatarlos. Se trataba por tanto de una apuesta ganadora. Si todo sale bien gano yo y si sale mal lo sufrirá el contribuyente. Esto es lo que se denomina una socialización de las pérdidas.

m) La creencia de que los mercados pueden autorregularse

Como afirma la CNCCEF, la Reserva Federal no ejerció conveniente su labor de control a la hora de exigir que las políticas crediticias de los bancos fueran más prudentes. Así casi el 25% de las hipotecas en 2005 no amortizaban capital, sino que solo pagaban intereses y casi el 10% solo parte de los intereses, con lo que el saldo vivo de las hipotecas aumentaba con el tiempo. En un contexto de subida de precios inmobiliarios este aumento del saldo vivo no es tan preocupante, pero cuando los precios se estancan se descubre la magnitud del problema.

Otra grave deficiencia fue la falta de control del riesgo crediticio de los solicitantes de hipotecas. Más de la mitad de las hipotecas que sólo pagaban interés (*Adjustable Rate Mortgages* o ARM) de *Country Wide* y *Washington Mutual*, los mayores *brokers* hipotecarios del país, tenían poca o ninguna documentación sobre el hipotecado.

Asimismo, el nivel de fraude en la concesión de hipotecas aumentó considerablemente<sup>41</sup> y una parte significativa de las hipotecas que se titularizaban no cumplían los estándares de crédito de los bancos originadores, pero no por ello dejaron de titularizarse, sin que esta información apareciese en los folletos de venta a los inversores.

El complejo sistema regulatorio en Estados Unidos con numerosas instituciones regulatorias permitió que las instituciones financieras eligieran el regulador menos exigente. Esto explica que AIG, la mayor aseguradora de Estados Unidos, fuese supervisada por la *Office of Thrift Supervisión*, cuyo objeto era el de supervisar a bancos pequeños y carecía de los medios suficientes.

A esta creencia de que los mercados podían autorregularse contribuyó sin duda la capacidad de influencia de las instituciones financieras.<sup>42</sup>

---

<sup>41</sup> La CNCCEF estima que las demandas sobre actividades criminales en la concesión de hipotecas aumentaron 20 veces desde 1996 al 2005

<sup>42</sup> La CNCCEF calcula que entre 1999 y 2007 los gastos relacionados con actividades de influencia política o *lobby* ascendieron a 2.700 millones de dólares y se hicieron donaciones para campañas electorales de más de 1.000 millones de dólares.

n) La falta de regulación de los contratos OTC

Los contratos OTC son derivados financieros que no cotizan en mercados bursátiles y no están regulados. Uno de los más conocidos son los CDS (*Credit Default Swaps*) o permutas por incumplimiento crediticio. Su función es cubrirse frente a la quiebra de la entidad sobre la que se emite el CDS. En el caso de las titulizaciones hipotecarias, la aseguradora AIG vendió 79.000 millones de dólares en CDS sobre titulizaciones a los compradores de titulizaciones que deseaban protegerse ante posibles impagos. El problema es que AIG no estaba obligada mantener reservas de capital contra la protección que vendía, y por ello tuvo que ser rescatada al dispararse los impagos.

o) Los bajos niveles de capital en los bancos de inversión y las GSE

Los cinco grandes bancos de inversión de Estados Unidos operaban con tasas de capital sobre activos de hasta 1x40 y con préstamos a muy corto plazo. Las GSE como *Fannie Mae* y *Freddie Mac* operaban con tasas incluso mayores: 1x75.

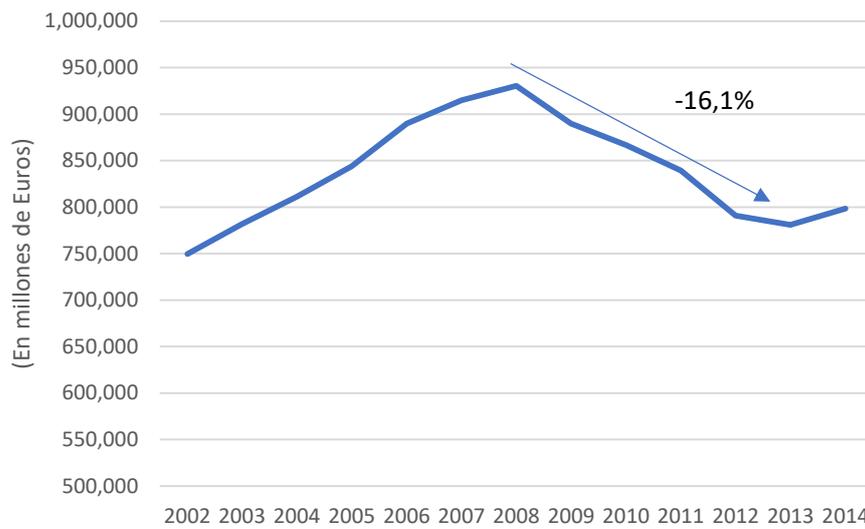
p) El comportamiento inconsistente del regulador una vez que la crisis estalló

El regulador optó por rescatar *Bear Stear*, el primer banco de inversión afectado por las hipotecas *subprime*, pero permitió luego la quiebra de *Lehman Brothers* para rescatar posteriormente a la aseguradora AIG. Aunque seguramente estaba haciendo lo que creía correcto para garantizar la estabilidad del sistema financiero está claro que la falta de consistencia seguramente aumentó el grado de incertidumbre entre los inversores.

### 1.3.2 Las consecuencias de la crisis financiera del 2007

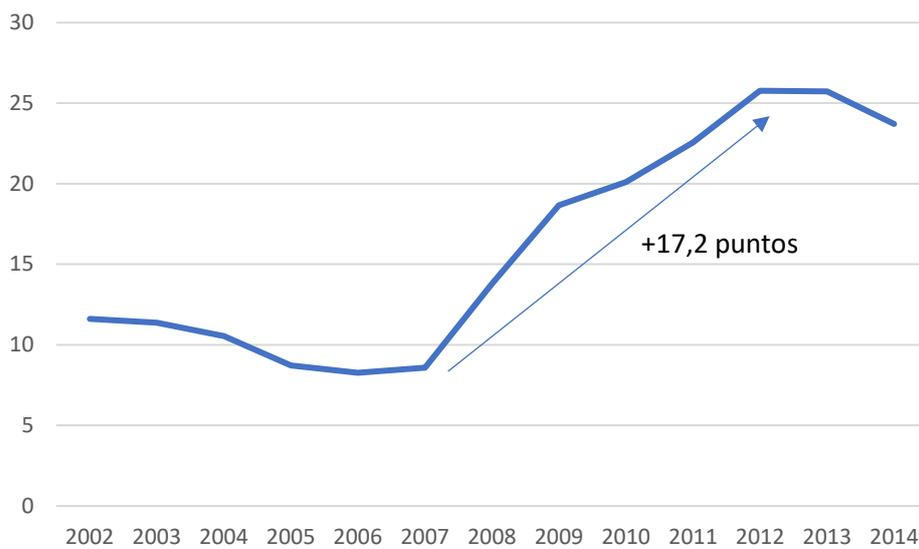
En cuanto a la crisis financiera del 2007, el efecto ha sido considerablemente más grave que en otras crisis. Ello probablemente se debe a la especial intensidad de esta crisis que, a diferencia de otras, afectó a todo el planeta, y no solo a un solo país. En el caso de España el PIB cayó más del 16% en términos reales en un plazo de cinco años; la tasa de desempleo aumentó más del 17% en seis años; los precios de los inmuebles cayeron más del 40% durante siete años; el IBEX 35 cayó más del 50% en 5,4 años y el endeudamiento público aumentó un 182%.

Figura 1. 15 Efecto de la crisis del 2007 sobre el PIB real en España



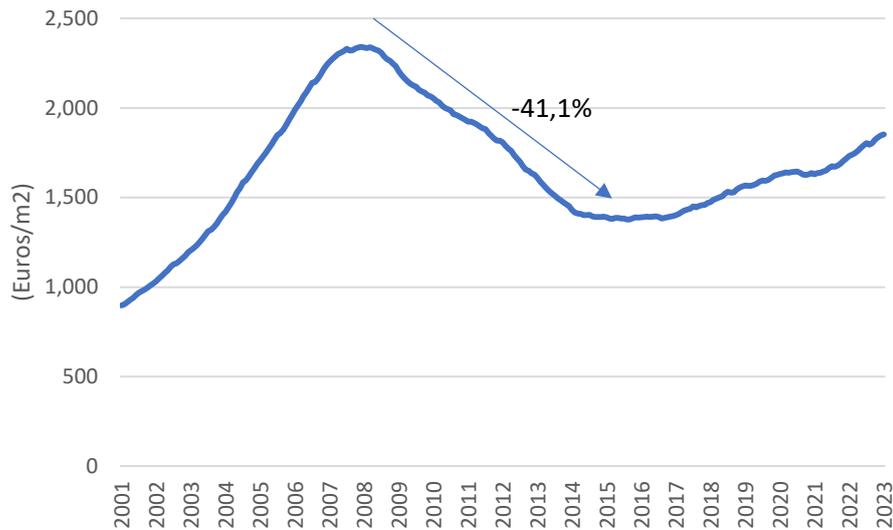
Fuente: Instituto Nacional de Estadística (INE)

Figura 1. 16 Efecto de la crisis del 2007 sobre el desempleo en España



Fuente: INE

Figura 1. 17 Efecto de la crisis del 2007 sobre los precios inmobiliarios en España



Fuente: TINSA<sup>43</sup>

Figura 1. 18 Efecto de la crisis del 2007 sobre la bolsa (IBEX 35)

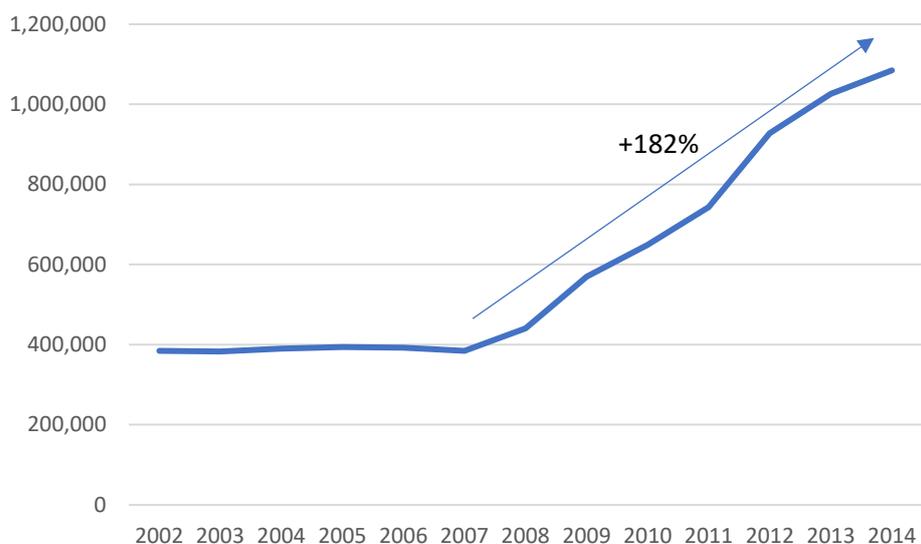


Fuente: Bolsas y Mercados Españoles (BME)<sup>44</sup>

<sup>43</sup> Cf. <https://www.tinsa.es/servicio-de-estudios/imie/mercados-locales/tinsa-imie-4t2022/TINSA>

<sup>44</sup> Cf. <https://www.bolsasymercados.es/esp/Estudios-Publicaciones/Estadisticas>

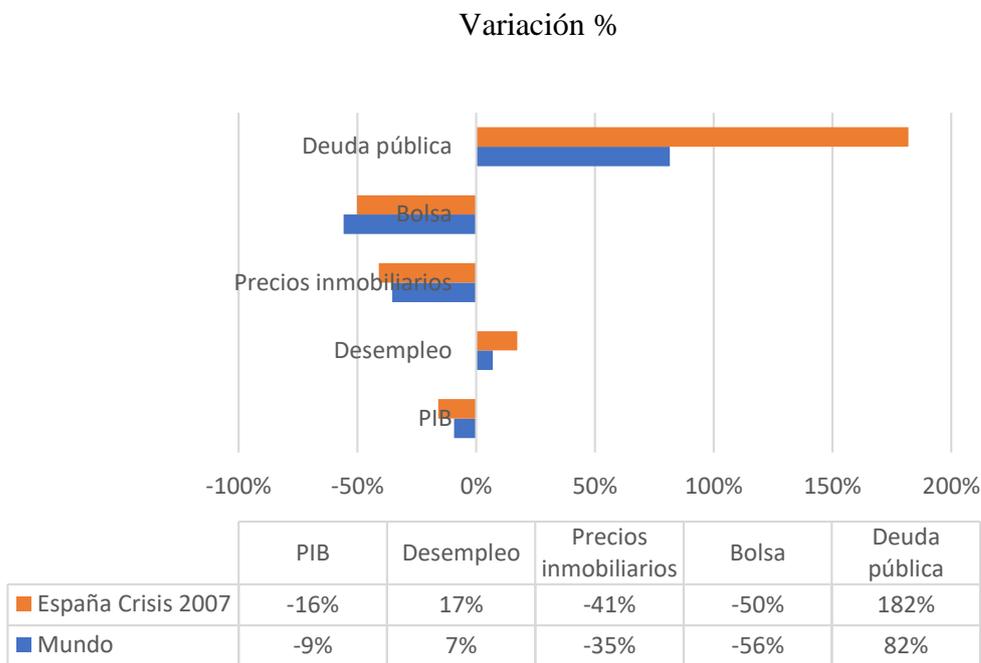
Figura 1. 19 Efecto de la crisis del 2007 sobre la deuda pública en España<sup>45</sup>



Fuente: INE

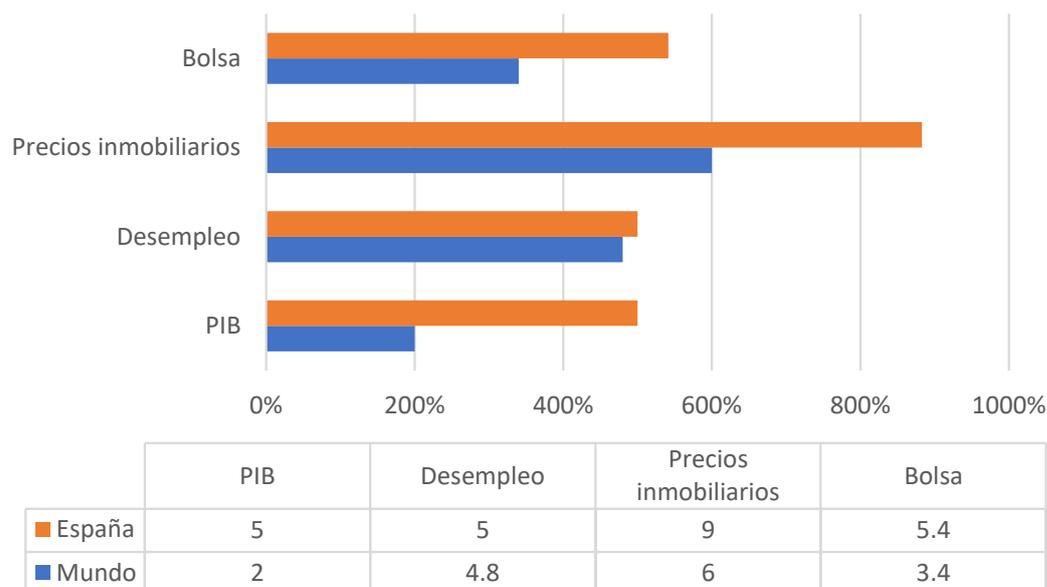
Como se puede observar a continuación, el efecto de la crisis del 2007 en España ha sido mucho más grave que en otras crisis por su impacto y duración:

Figura 1. 20 Comparación de las crisis mundiales con la de España del 2007



Duración en años

<sup>45</sup> En términos reales.



### *Las reformas de los mercados financieros a raíz de la crisis del 2007*

Es preciso entender que las crisis financieras son fenómenos inevitables y difíciles de predecir. Evidentemente esto no quiere decir que no haya que hacer nada por intentar evitarlas, sino que por mucho que un país dedique recursos a identificar en que sectores de la economía se están elevando los riesgos financieros, estos acaban manifestándose donde menos se espera. Esto explica la impredecibilidad de muchas crisis financieras, lo cual no quiere decir que muchas otras sí eran previsibles. Como afirma Jaime Caruana, antiguo gobernador del Banco de España del 2000-2006 y del Banco de Pagos Internacionales (BIS) entre 2009-2017:

el objetivo de la regulación no puede ni debe ser el de intentar reemplazar una adecuada gestión de los riesgos por parte del sector privado. No se pueden regular ni la euforia ni el miedo. Ni siquiera es razonable esperar que se reduzca a cero la posibilidad de que se produzcan crisis financieras. De hecho, la asunción de riesgos es parte integral del funcionamiento de los mercados financieros, una parte necesaria para que el sistema financiero contribuya al crecimiento económico. Sin embargo, lo que sí puede y debe intentar la regulación es tratar de corregir los fallos de mercados y limitar la tendencia de los agentes económicos a infraestimar las externalidades y a las implicaciones sistémicas que se derivan de la asunción individual de los riesgos.

A raíz de la crisis financiera, los reguladores internacionales introdujeron una serie de medidas encaminadas a evitar las crisis bancarias. Las más importantes son las denominadas Basilea III del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, y la legislación Dodd-Frank del gobierno de Estados Unidos.

## Basilea III

Basilea III es la tercera de las reformas propuestas por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea<sup>46</sup>. Anteriormente se publicaron Basilea I en 1988 y Basilea II en 1994. Basilea III fue aprobada en 2017 y revisada en 2019 e incluye entre otras las siguientes recomendaciones:

- Mayores niveles de capital regulatorio y de mejor calidad para hacer frente a pérdidas inesperadas. El capital de más calidad que corresponde a acciones y reservas acumuladas (nivel 1) pasa del 4% de los activos ponderados por riesgo al 6%. Los activos ponderados por riesgo son los activos del banco ponderados por un factor de ajuste que refleja el riesgo. Este factor de ajuste es mayor para los créditos sin garantía (100%) que para los bonos del Estado (0%)
- Limitación de la tasa de apalancamiento de los bancos. La tasa de apalancamiento es el cociente entre el capital de nivel 1 y las exposiciones dentro y fuera de balance de los bancos. Los bancos más grandes han de mantener un mínimo del 3% del capital de nivel 1 sobre estas exposiciones
- Mejora de la liquidez bancaria, lo que implica que deben tener inversiones en productos con la suficiente liquidez para hacer frente a un periodo mínimo de 30 días de tensión (ratio de la cobertura de liquidez) y la diferencia entre la duración de los activos y pasivos ha de ser menor (coeficiente de financiación estable neta)
- Acumulación de beneficios durante periodos de bonanza para hacer frente a situaciones adversas (regulación contracíclica)

## Dodd-Frank

- Esta ley fue aprobada en julio de 2010 bajo el gobierno de Obama y sufrió una reforma en 2018 bajo el de Trump, que flexibilizó los requisitos para los bancos de menor tamaño. Las medidas más importantes de esta ley son<sup>47</sup>:
- Introduce requisitos de capital y de apalancamiento parecidos a los de Basilea III. Establecimiento de requisitos de capital mínimos (Nivel 1) entre el 4,5-6,5% de los activos ponderados por riesgo
- Limita la tasa de apalancamiento medida como capital regulatorio sobre activos totales medios de entre el 4-5%

---

<sup>46</sup> Bank of International Settlements (BIS), “Basilea III: marco regulador internacional para los bancos”, [https://www.bis.org/bcbs/basel3\\_es.htm](https://www.bis.org/bcbs/basel3_es.htm).

<sup>47</sup> Commodity Futures Trading Commission, “Dodd Frank Act”. <https://www.cftc.gov/LawRegulation/DoddFrankAct/index.htm>

- Impone la realización de *test de stress* a los bancos con la imposición de restricciones al pago de dividendos para aquellos bancos que no los superan
- Establece un organismo de supervisión llamado *Financial Stability Oversight Council* cuyo objetivo es identificar riesgos financieros e incluso imponer la división de aquellos bancos que se consideran demasiado grandes para quebrar
- Crea un organismo para la protección del consumidor, el *Consumer Financial Protection Bureau* cuyo objeto es proteger al consumidor de prácticas abusivas por parte de las instituciones financieras
- Prohíbe a los bancos realizar operaciones especulativas con la cartera propia del banco, la llamada regla de Volcker. Las operaciones con la cartera propia serán las necesarias para la actividad comercial, como puede ser la compraventa de divisas, pero no para la especulación
- Introduce el control de las actividades de compraventa o *trading* con derivados a cargo de la *Securities Exchange Commission* (SEC) y la obligación de que los Hedge Funds o fondos de inversión libre se registren en la SEC e informen de sus operaciones con objeto de identificar riesgos financieros. Estas medidas consiguieron reducir el volumen de operaciones de derivados OTC
- Crea la *Financial Insurance Office* que regula a las compañías de seguros con objeto de identificar riesgos financieros en estas compañías y la *Office of Credit Ratings* con objeto de regular a las compañías de rating como *Standard&Poors* o *Moody's* para asegurarse de que realizan adecuadamente su labor.
- Recomienda la imposición de límites a la retribución de los directivos de los bancos. No obstante, esta última recomendación todavía no se ha implementado<sup>48</sup>.

La reforma de Donald Trump en 2018 consistió en lo siguiente:

- Aumentó el tamaño mínimo de los bancos sujetos a una regulación más estricta, desde los 50.000 millones de dólares de activos totales hasta los 250.000 millones.
- Eliminó la regla de Volcker para aquellos bancos de menos de 10.000 millones de dólares de activos totales que a partir de ahora pueden realizar operaciones especulativas con su cartera propia.

---

<sup>48</sup> Brooke Masters. "Banker accountability is easier to demand than deliver". *Financial Times*, (22/03/2023). <https://www.ft.com/content/df8ab4c0-cdb9-479e-a233-3ed2a80d708b>

*Otras medidas sugeridas para luchar contra las crisis financieras a raíz de la crisis del 2007*

Las medidas destinadas a luchar contra las crisis financieras se pueden agrupar en dos clases: las que reducen la probabilidad de que surjan y las que ayudan a que sus efectos sean menos severos cuando surgen.

Las primeras son las siguientes:

- a) Mayor conocimiento de los nuevos productos antes de su aprobación
- b) Limitar las garantías gubernamentales
- c) Acabar con la balcanización del sistema de regulación
- d) Introducir regulaciones comprensivas, no discrecionales, contingentes y efectivas
- e) Facilitar que la información sobre la exposición de riesgos de las compañías esté disponible tanto para el regulador como para los mercados
- f) Introducir el criterio de estabilidad financiera en el mandato de la Reserva Federal
- g) Obligar a que las compañías sistémicas mantengan tasas de capital regulatorio mayores o contraten seguros
- h) Facilitar que los bancos tengan preparados planes de liquidación ordenada en caso de quiebra
- i) Modificar los mecanismos de retribución de los directivos
- j) Regular las puertas giratorias y la contratación del personal que trabaja en el regulador financiero
- k) Aumentar la duración de los subsidios al desempleo y la cobertura sanitaria universal

Las segundas son las siguientes:

- a) Los organismos encargados han de tener la capacidad suficiente para luchar contra la crisis
- b) Las políticas monetarias y fiscales han de ir al unísono
- c) Aunque parezca razonable, obligar a que los acreedores de los bancos sufran pérdidas puede agravar la crisis
- d) Restaurar la capacidad fiscal y de política monetaria de los gobiernos

Medidas para reducir la probabilidad de crisis financieras:

a) Mayor conocimiento de los nuevos productos antes de su aprobación

Las innovaciones financieras como las titulizaciones pueden ser positivas, pero la experiencia nos ha enseñado que antes de introducirlas de forma masiva es preciso un mejor conocimiento de los riesgos sistémicos que implican.

b) Limitar las garantías gubernamentales

Las garantías gubernamentales a las compañías como la denominada «Put de Greenspan» hacen que los inversores asuman demasiados riesgos. Por tanto, es necesario que los inversores no se vean protegidos de los costes de sus actividades especulativas por el gobierno. De lo contrario tendrán incentivos para asumir riesgos excesivos.

Esto es especialmente pertinente sobre aquellas compañías consideradas demasiado grandes para quebrar, por amenazar la estabilidad de todo el sistema financiero. Son las llamadas compañías sistémicas. Proteger a estas compañías y no al resto les haría tener una ventaja comparativa ya que sus costes de financiación serán menores.

c) Acabar con la balcanización del sistema de regulación

Es importante que todas las compañías financieras estén sometidas a una regulación similar para que no haya incentivos para realizar arbitraje regulatorio. Esto es, a cambiar la forma legal o la jurisdicción para aprovecharse de la regulación más benigna. Por ejemplo, es notorio que los problemas que llevaron al rescate de AIG se debió en parte a que esta compañía había conseguido que su regulación estuviese a cargo del *Office of Thrift Supervision*, un regulador poco exigente. La reforma Dodd-Frank introdujo medidas encaminadas orientadas a evitar este tipo de comportamientos. No en vano eliminó la *Office of Thrift Supervision*.

d) Introducir regulaciones comprensivas, no discrecionales, contingentes y efectivas

Las regulaciones que no dependen del estado de ánimo del regulador, sino que están fijadas de antemano, las que solo se aplican cuando hay necesidad o las que tienen un coste de implementación menor tienen más probabilidad de ser efectivas y perdurar en el tiempo. Un ejemplo de ellas es la conversión forzosa de deuda de los bancos en capital si, como consecuencia de la crisis, el nivel de capital baja por debajo de un determinado nivel.

- e) Facilitar que la información sobre la exposición de riesgos de las compañías esté disponible tanto para el regulador como para los mercados

La falta de información respecto a las exposiciones de riesgo de las compañías fue un agravante que contribuyó a desencadenar el pánico financiero, al secar por completo el mercado interbancario<sup>49</sup>. Los diferentes bancos se negaron a prestarse dinero entre sí por temor a impagos.

Si los mercados conocen la exposición de las diferentes compañías pueden ejercer una disciplina sobre aquellas compañías que tienen mayor riesgo. Los costes de financiación de estas aumentarán y se reducirán los incentivos a que tomen mayores riesgos. Tanto Basilea III como Dodd Frank han introducido normas en este sentido.

- f) Introducir el criterio de estabilidad financiera en el mandato de la Reserva Federal

En la actualidad la Reserva Federal de Estados Unidos fija los tipos de interés exclusivamente bajo dos criterios: mantener una tasa de desempleo baja y garantizar una inflación reducida. Dicha política, como se ha visto, ha sido un desencadenante de la crisis financiera al mantener tipos de interés bajos demasiado tiempo, lo que alimentó la burbuja en el precio de los activos. Es necesario que la Reserva Federal considere también el impacto de los tipos de interés sobre la estabilidad financiera, y no solo sobre las tasas de desempleo e inflación.

- g) Obligar a que las compañías sistémicas mantengan tasas de capital regulatorio mayores o contraten seguros

Las compañías sistémicas pueden tener acceso a unos costes de financiación menores dado que los inversores les asignan una probabilidad de quiebra menor que al resto, pues el gobierno nunca las dejará caer por el efecto que dicha quiebra tendría para el sistema financiero. Para compensar este menor coste de financiación y reducir la probabilidad de una quiebra el regulador podría exigir mayores tasas de capital regulatorio a estas compañías, e incluso exigir la contratación de coberturas o seguros ante quiebras. Una alternativa al aumento del capital regulatorio podría ser la conversión forzosa de la deuda en capital si el capital regulatorio bajase de cierto nivel, lo que serviría además para que el mercado diese una señal si considera que los riesgos de la compañía aumentan.

---

<sup>49</sup> El mercado interbancario es el mercado donde los bancos se prestan dinero entre sí.

Para evitar un aumento del riesgo sistémico el regulador solo debería permitir a compañías no apalancadas, como son los fondos de inversión, la compra de bonos convertibles de compañías sistémicas o la concesión de seguros a estas compañías<sup>50</sup>.

- h) Facilitar que los bancos tengan preparados planes de liquidación ordenada en caso de quiebra

Los bancos se diferencian del resto de las compañías en que están sujetos al riesgo de sufrir corridas bancarias. Una vez que se desata una corrida bancaria los procedimientos habituales de resolución de quiebras no funcionan, pues literalmente los activos del banco pueden desaparecer en cuestión de horas<sup>51</sup>. Es importante que los bancos tengan preparados planes de liquidación que se puedan implementar a muy corto plazo, por ejemplo, durante un fin de semana.

- i) Modificar los mecanismos de retribución de los directivos

La retribución de los directivos bancarios debería estar conectada con los resultados a largo plazo de la institución y no con los resultados a corto plazo. Esto evitará que tomen decisiones oportunistas que vayan contra el interés a largo plazo de la institución. Por ejemplo, la retribución variable por resultados debería ser depositada en una cuenta accesible solo al cabo de un cierto número de años, si durante ese periodo no ha habido pérdidas.

- j) Regular las puertas giratorias y la contratación del personal que trabaja en el regulador financiero

En los Estados Unidos el responsable del fondo de rescate pasó a trabajar en el fondo de bonos más grande del mundo, y otro empleado del departamento del Tesoro pasó a dirigir uno de los bancos privados del país. Esto daña la confianza en el sistema.

Una gran parte de los directivos que trabajan en las agencias reguladoras vienen de la industria financiera. Por tanto, aunque no hay duda de sus buenas intenciones, su mentalidad está condicionada por haber trabajado durante años en la industria. Se debería incrementar la diversidad en el personal que trabaja en los órganos reguladores para que tengan sensibilidades diferentes.

---

<sup>50</sup> Esto es así porque en caso de crisis financiera si los compradores de estos bonos están apalancados, esto es, se financian con deuda, una caída en el precio de los bonos podría llegar a quebrarlos.

<sup>51</sup> Un ejemplo paradigmático fue la reciente corrida bancaria del SVB. La facilidad de operar mediante teléfonos móviles aumenta la velocidad de la corrida.

- k) Aumentar la duración de los subsidios al desempleo y la cobertura sanitaria universal

Uno de los motivos por los que en los Estados Unidos la Reserva Federal está tan preocupada por reducir la tasa de desempleo, aun a costa de mantener tipos de interés bajos demasiado tiempo, es que los desempleados corren el riesgo de perder pronto sus subsidios de desempleo y la cobertura sanitaria, ya que los seguros sanitarios están ligados al empleador.

Algunas de las medias mencionadas ya han sido implementadas o están en vías de serlo por los reguladores financieros.

Medidas para reducir la severidad de las crisis financieras cuando se producen:

- a) Los organismos encargados han de tener la capacidad suficiente para luchar contra la crisis

Es normal que en regímenes democráticos la opinión pública sea reacia a permitir que los poderes públicos empleen recursos públicos para rescatar al sector financiero, al que la mayoría considera responsable de la crisis, no sin falta de razón. Sin embargo, cuando se está desatando una crisis financiera es importante actuar cuanto antes, pues no hacerlo incrementa el coste final. Esto significa que los gobiernos tienen que tener la capacidad de inyectar capital en los bancos si fuera necesario, de adquirir activos para sostener su precio, y de garantizar sus pasivos, que es la forma más efectiva para prevenir el pánico.

- b) Las políticas monetarias y fiscales han de ir al unísono

Cuando se desata una crisis es fundamental que la política monetaria reduzca de forma agresiva los tipos de interés para facilitar el crédito en un momento de fuerte restricción, al mismo tiempo que la política fiscal ha de ser expansiva para que el gasto público compense la caída abrupta del consumo y la inversión privada. De nada sirven los rescates si los precios de los activos y los fallidos siguen aumentando por una falta de dinamismo económico.

- c) Aunque parezca razonable obligar a los acreedores de los bancos a sufrir pérdidas, puede agravar la crisis

El motivo es que puede desencadenar ventas masivas de deuda y un colapso de los mercados interbancarios por el temor a pérdidas. Por tanto, en ocasiones es mejor garantizar la deuda bancaria para evitar el pánico, a pesar de los costes fiscales a corto plazo y del riesgo moral. De no hacerlo probablemente los costes fiscales serán mayores a largo plazo pues la crisis será más severa.

d) Restaurar la capacidad fiscal y monetaria de los gobiernos

Las crisis financieras obligan a los países a un esfuerzo fiscal considerable para aplacarlas, no solo por los rescates con dinero público, sino también por el aumento de la inversión pública y los estabilizadores automáticos<sup>52</sup>. Ello produce un fuerte aumento del endeudamiento público. Por ejemplo, en Estados Unidos la deuda gubernamental se incrementó del 35% del PIB en 2001 al 75% en el 2011. Asimismo, los tipos de interés bajaron del 6,5% al 0%.

Si este fuerte endeudamiento y estos tipos de interés reducidos se mantienen durante mucho tiempo se corre el riesgo de que una nueva crisis financiera nos coja sin capacidad para actuar desde la política fiscal y monetaria. Es preciso corregir los desequilibrios fiscales y monetarios para ir llenando el arsenal con que poder luchar contra la próxima crisis.

*La crisis bancaria de marzo del 2023*

La reciente crisis financiera puede ser vista como una consecuencia de la crisis del 2007, ya que ha puesto de manifiesto que las medidas implementadas a raíz de esa crisis no solo no han sido suficientes para evitar las crisis bancarias<sup>53</sup>, sino que las han propiciado.

El problema vuelve a tener su epicentro en Estados Unidos, concretamente en la quiebra de dos bancos: el SB y el SVB. El primero con 110.000 millones de dólares de activos y el segundo con 209.000 millones de dólares de activos y número 16 del país por tamaño<sup>54</sup>. Posteriormente al pánico desatado obligó también al rescate del FNB, la entidad número 14 por tamaño<sup>55</sup>, este último mediante la inyección de 30.000 millones de dólares por un consorcio de los mayores bancos del país y finalmente por su venta a *JPMorgan*, la número 1 por tamaño, así como del rescate del banco suizo CSFB, uno de los más grandes bancos europeos a cargo UBS, otro banco suizo.

---

<sup>52</sup> Se refiere al aumento del gasto público asociado con la recesión. Por ejemplo, aumento de los subsidios por desempleo y reducción de los ingresos fiscales.

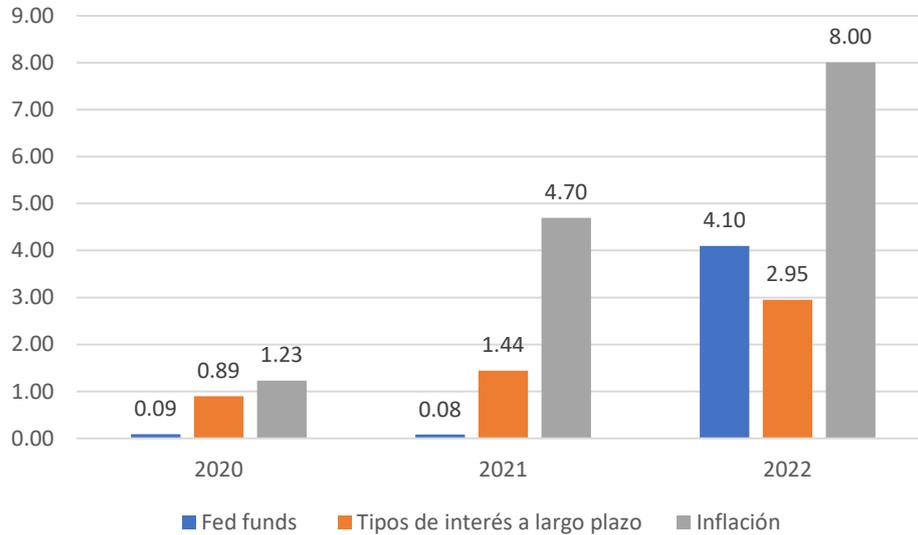
<sup>53</sup> Gran parte de estas medidas están recogidas en los acuerdos de Basilea III que rigen la mayoría de los bancos a nivel internacional y la legislación Dodd Frank en Estados Unidos.

<sup>54</sup> Cf. <https://www.fdic.gov/news/speeches/2023/spmar2723.html>

<sup>55</sup> Cf. <https://www.federalreserve.gov/releases/lbr/current/>

El desencadenante de esta crisis es la rápida subida de los tipos de interés de la Reserva Federal de Estados Unidos (*Fed funds rate*) para hacer frente a la inflación, una subida que presionó al alza los tipos de interés a largo plazo:

Figura 1. 21 Tipos de interés e inflación en Estados Unidos

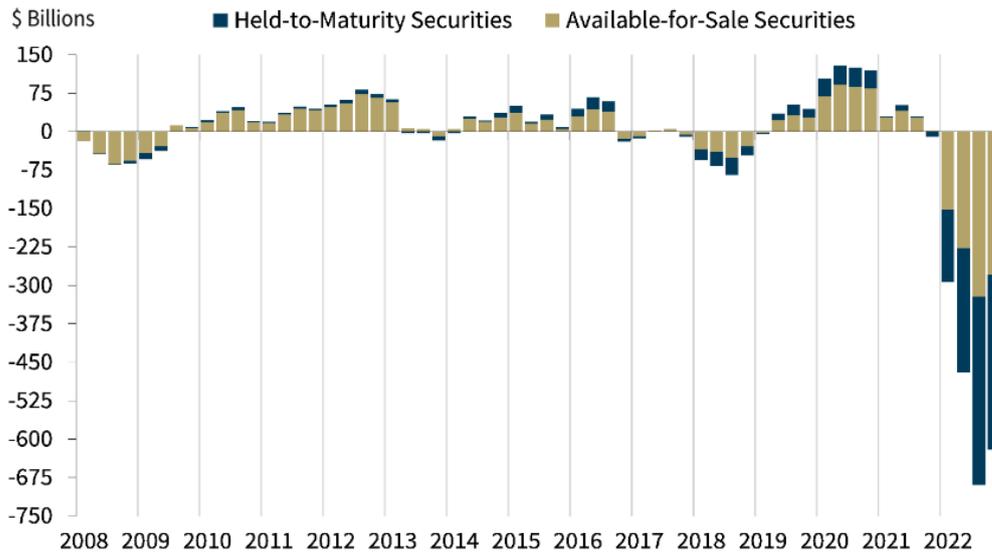


Fuente: OCDE

Como consecuencia de la subida de los tipos de interés a largo plazo, los precios de los bonos a largo plazo que los bancos habían adquirido<sup>56</sup> se desplomaron, creando cuantiosas pérdidas sobre el papel, esto es, pérdidas no realizadas que solamente se realizarían si tuvieran que vender los bonos.

<sup>56</sup> El precio de un bono del estado es el valor actualizado del nominal del bono a vencimiento. Por ejemplo si se trata de un bono a diez años de 1.000 dólares el precio vendrá determinado por  $P=1.000/(1+\text{tipo de interés})^{10}$ . Si el tipo de interés sube del 0% al 5% el precio bajará de 1.000 a 614 dólares. Cuanto mayor será la duración del bono mayor será la sensibilidad del precio a cambios en los tipos de interés.

Figura 1. 22 Ganancias/pérdidas no realizadas en las carteras de bancos

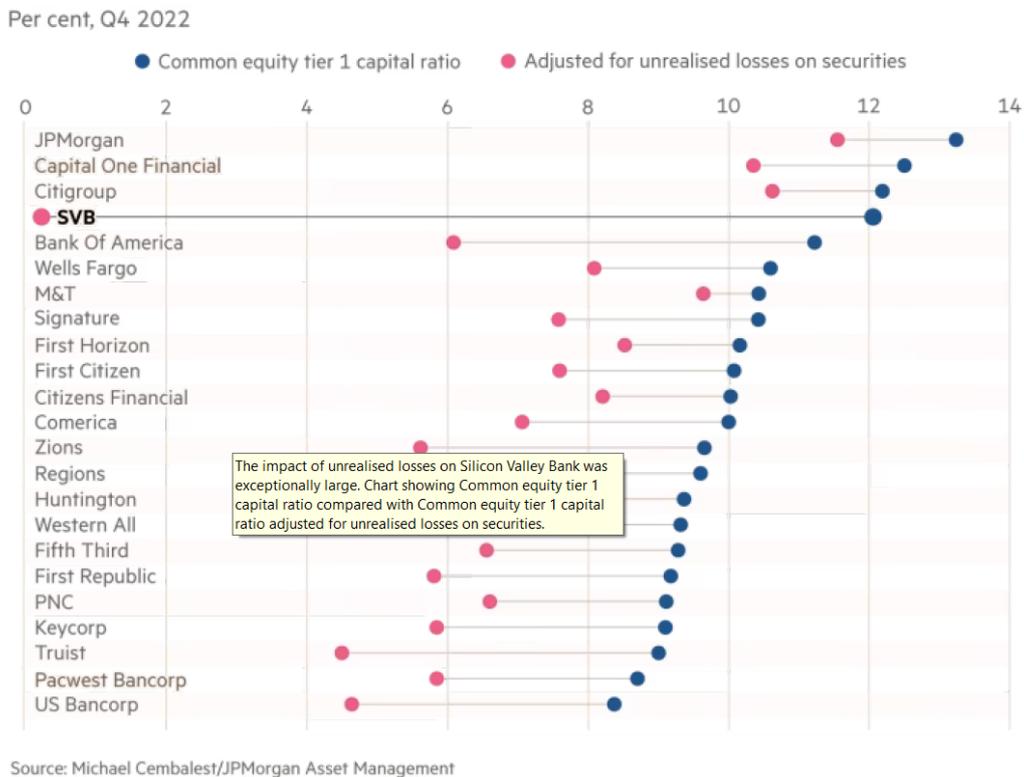


Fuente: Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC)

En el caso del SVB el impacto fue especialmente grave. Este banco se diferenciaba del resto en que la mayoría de sus depositantes eran compañías tecnológicas, esto es, el número de clientes particulares era muy reducido (<5%). Como resultado el saldo medio de cada depósito era muy elevado. El 95% de los depósitos excedía del máximo de 250.000 dólares asegurados por el fondo de garantía de depósitos de Estados Unidos (FDIC). Estos dos factores hacían que el banco fuera especialmente frágil ante una pérdida de confianza.

El banco para aumentar su rentabilidad invirtió gran parte de los depósitos en bonos del Estado de más duración, que ofrecen una mayor rentabilidad. Como la sensibilidad del precio de un bono está directamente relacionada con la duración del mismo, cuando la Reserva Federal comenzó a subir agresivamente los tipos de interés para controlar la inflación, los precios de estos bonos se desplomaron y amenazaron con superar el capital del banco.

Figura 1. 23 Impacto de las pérdidas no realizadas en la cartera de bancos



Sobre el papel el SVP era un banco muy seguro. Tenía colchones de capital y coeficientes de liquidez muy altos. Sin embargo, la alta dependencia en depósitos de clientes como vía de financiación y el alto porcentaje de los mismos que no estaban asegurados por el fondo de garantía de depósitos<sup>57</sup> fueron su talón de aquiles. Cuando emergieron dudas sobre la solvencia del banco, los depositantes rápidamente se apresuraron a retirar sus depósitos, lo que desencadenó una corrida bancaria.

El problema del SVP no es único. Como puede advertirse en la figura 1.22 las pérdidas contables no realizadas en la cartera de bonos del estado de los bancos de Estados Unidos derivadas de la subida de los tipos de interés son significativas y amenazan con superar el capital de los bancos (figura 1.23). Si los bancos estuvieran obligados a reflejar el precio de mercado de los bonos que han adquirido, lo que ocurriría si tuvieran que venderlos para hacer frente a retiradas de depósitos, el sistema podría llegar a quebrar.

Para evitar esta eventualidad la Reserva Federal ha permitido que los bancos puedan emplear estos bonos como colateral para pedir prestado dinero de esta institución sin tener que reflejar el precio de mercado de los bonos. Es decir, la Reserva Federal presta

<sup>57</sup> El banco tenía 152.000 millones de dólares en depósitos no asegurados y sólo 20.000 asegurados.

por el 100% del valor nominal de los bonos, no por el valor de mercado, que es muy inferior.

La decisión de invertir en bonos del Estado de larga duración para aumentar la rentabilidad del banco está relacionada con el sistema de retribución de los dos máximos directivos del banco y con deficiencias en su regulación. Según el *Financial Times*, los dos máximos directivos del banco tenían su compensación ligada a la rentabilidad sobre capital (*Return on equity*) y como esta aumentó considerablemente su compensación también lo hizo.

Figura 1. 24 Retribución de los directivos y rentabilidad sobre el capital del SVB



Fuente: *Financial Times*

Asimismo, la decisión del gobierno de Trump de modificar la regulación Dodd-Clark para eximir a los bancos de menor tamaño de ciertos controles, como son los *test de stress*, puede haber contribuido a que el problema pasase desapercibido por los reguladores<sup>58</sup>.

<sup>58</sup> No obstante, el banco había recibido varias notificaciones por parte de la Reserva Federal que alertaban de la situación de fragilidad del banco ante subidas de los tipos de interés.

## CAPITULO 2 EL MAGISTERIO ECLESIAL Y LOS MERCADOS FINANCIEROS: CONCEPTOS BASICOS

La Iglesia es anterior a los mercados financieros, pero hay elementos morales de la tradición eclesial que tienen que ver con ellos, como son el cobro de intereses, la riqueza, o la propiedad privada.

### 2.1 Postura de la Iglesia frente a la licitud del préstamo con interés

Aristóteles se había manifestado contrario al préstamo con interés al ser «el tipo más odioso» de ganancia antinatural, pues el interés va contra la naturaleza del dinero:

Lo que se detesta con razón es la práctica del préstamo a interés, porque la ganancia que se obtiene proviene de la moneda misma y no responde al fin que ha presidido su creación. Pues la moneda ha sido inventada para el intercambio, mientras que el interés multiplica la cantidad misma de moneda. Es incluso el origen del término interés *tokos*: pues los seres engendrados se parecen a sus padres, y el interés es una moneda nacida de una moneda<sup>59</sup>.

Esta postura contrasta con la licitud del cobro de intereses en el derecho romano, que permitía cargar un 12% de interés en los préstamos monetarios y hasta un 50% en los préstamos en especie<sup>60</sup>.

La postura de la Iglesia sobre este particular ha ido evolucionando gradualmente con el paso del tiempo: de la prohibición estricta manifestada por los Padres de la Iglesia, se pasó a su admisión por Santo Tomás en determinadas circunstancias -cuando existe riesgo de negocio-, y ya en el siglo XX a declarar lícito el cobro de intereses si no son excesivos o están justificados.

Los Padres de la Iglesia se manifestaron en contra de los préstamos con interés basándose en las Escrituras:

Amad, pues, a vuestros enemigos, y haced bien, y prestad, no esperando de ello nada; y será vuestro galardón grande, y seréis hijos del Altísimo; porque él es benigno para con los ingratos y malos (Lc 6, 35).

Esta postura fue mantenida de forma firme por numerosos concilios como los de Elvira (canon 30) entre el 300 y el 324; el de Arlés en el 314; el de Nicea (canon 17) en el 325; el de Clichy en 626; el II de Letrán en 1139; el de Vienne en el 1315; y el V de Letrán

---

<sup>59</sup> Aristóteles, *Política*, 1258b

<sup>60</sup> Spiegel, *El desarrollo del pensamiento económico*, 85.

en 1515. Asimismo, la condena eclesial fue también trasladada a la legislación civil por Carlomagno en el 789 al prohibir la usura clerical y seglar.

Graciano, Alejandro de Hales o Alberto Magno entre el siglo XI y el XIII se mostraron en contra del cobro de intereses porque equivale a la venta del tiempo, un bien de Dios; no produce bienes y se identifica con su uso, como cualquier bien consumible, por lo que pedir la devolución de la cosa prestada y cobrar por su uso es cobrar dos veces por lo mismo.

Santo Tomas, citando a Aristóteles, declara ilícito el préstamo con interés al distinguir entre el uso de un bien para el consumo y el uso para el usufructo o arrendamiento. Mientras que no existe justificación alguna para cobrar en exceso del precio si se trata del consumo de un bien, esto es, cuando el bien se destruye al consumirse; sí es legítimo cobrar por el usufructo, alquiler o posesión, que no implica destrucción del bien. Para Santo Tomás, al tratarse el dinero de un bien de consumo no es lícito cobrar interés:

Mas el dinero, según el Filósofo, en V Ethic. y en I Polit., se ha inventado principalmente para realizar los cambios; y así, el uso propio y principal del dinero es su consumo o inversión, puesto que se gasta en las transacciones. Por consiguiente, es en sí ilícito percibir un precio por el uso del dinero prestado, que es lo que se denomina la usura<sup>61</sup>.

Sin embargo, Santo Tomás en la *Summa* si considera lícito participar de las ganancias de una inversión cuando existe riesgo, por lo que, si ese préstamo se instrumentaliza como participación en un negocio sujeto a los riesgos inherentes a toda sociedad comercial, sí sería lícito:

El que presta dinero transfiere el dominio de éste al prestatario. Por esta razón, al que se le presta dinero lo posee con sus propios riesgos y está obligado a restituirlo íntegramente; de ahí que el que prestó no deba exigir más. Por el contrario, el que confía su dinero al comerciante o al artesano, constituyendo con él de algún modo cierta sociedad, no le transfiere la propiedad de su dinero, sino que éste sigue siendo suyo, de tal forma que el mercader negocia o el artesano trabaja con él con los riesgos del mismo propietario; por consiguiente, puede éste exigir lícitamente, como fruto de una cosa suya, una parte de las ganancias que se obtengan<sup>62</sup>.

---

<sup>61</sup> *ST*, II-II, q. 78, a 1.

<sup>62</sup> *Ibid.*, a 2.

Esta forma lícita de prestar dinero a cambio de un beneficio fue ampliamente utilizada en la Edad Media bajo la forma del *consorcio*, sociedad formada entre el inversor y el empresario por la que el primero compartía los beneficios, pero también los riesgos del consorcio. Henry W. Spiegel atribuye el crecimiento económico en el Medievo a la prohibición de la usura y a la difusión del consorcio:

El que las inversiones de este tipo se hicieran más frecuentes que el uso de fondos prestados pudo muy bien haber sido un estímulo para la expansión económica que tuvo lugar en una amplia zona del mundo occidental al final de la Edad Media<sup>63</sup>.

Similar al consorcio son los *censales*, una especie de instrumento a medio camino entre el préstamo y el consorcio por el que el comprador recibía una anualidad fija o variable en función del beneficio de la inversión. Al estar sujeta a riesgo, al igual que el consorcio, los teólogos medievales la consideraron lícita.

Pero no solo los consorcios o censales legitimaban el préstamo con interés. Los Montes de Piedad eran unas instituciones que prestaban a cambio de una garantía que en caso de impago era vendida. Parte del diferencial entre el precio de venta y la deuda era retenida por la institución para cubrir sus gastos operativos. Esta práctica, que podía verse como una cierta justificación del préstamo con interés, fue aprobada por el concilio Laterano V y el de Trento.

No obstante, algunos autores continúan manteniendo la postura contraria de los Padres de la Iglesia. Así, en el siglo XV el franciscano San Bernardino de Siena y el dominico San Antonino reiteran la condena sobre la usura. Para este último la usura “es peor pecado que el adulterio o el asesinato, pues es pecado continuo mientras que el resto son intermitentes”. Esta misma oposición al cobro de intereses la sostienen los teólogos de la escuela de Salamanca en el siglo XVI, como los dominicos Francisco de Victoria, Domingo de Soto o Tomás de Mercado, y el jesuita Luis de Molina.

Posteriormente, la condena de la usura fue reiterada por Benedicto XIV en 1745 con la encíclica *Vix pervenit* en estos términos.

Esa especie de pecado que se llama usura, y que tiene su propio lugar y lugar en el contrato de préstamo, consiste en esto: cada uno exige lo del préstamo (que por su propia naturaleza sólo pide que se devuelva la cantidad que se prestó) que se le dé más de lo que se recibió; y por tanto pretende que, además del capital, se le debe cierta ganancia, en razón del propio préstamo. Por tanto, toda ganancia de este tipo que exceda del capital es ilícita y tiene carácter usurero<sup>64</sup>.

Sin embargo, ya en 1917 el primer Código de Derecho Canónico en el canon 1.543 admite la posibilidad de cobrar un interés siempre que sea moderado:

---

<sup>63</sup> Spiegel, *El desarrollo del pensamiento económico*, 88.

<sup>64</sup> Encíclica *Vix pervenit*, 3. I.

Si se le entrega a alguien una cosa fungible, de tal suerte que pase a ser suya y después tenga que devolver otro tanto del mismo género, no se puede percibir ninguna ganancia por razón del mismo contrato; pero al prestar una cosa fungible, no es de suyo ilícito estipular el interés legal, siempre que no conste que es excesivo, y aun uno más alto, si hay título justo y proporcionado que lo cohoneste.

Aunque la encíclica *Rerum novarum* (RN) condena la usura, el Concilio Vaticano II guarda silencio sobre la misma y los mismo ocurre con el Catecismo y el nuevo Código de Derecho<sup>65</sup>. No obstante, *Caritas in veritate* (CV) menciona la usura al hablar de los más desfavorecidos:

La experiencia de la microfinanciación .... ha de ser reforzada y actualizada, sobre todo en esos momentos en que los problemas financieros pueden resultar dramáticos para los sectores más vulnerables de la población, que deben ser protegidos de la amenaza de la usura y la desesperación. Los más débiles deben ser educados para defenderse de la usura (CV 65).

Ahora bien, la condena de la usura no se refiere al cobro de intereses, pues de lo contrario lo mencionaría, sino a un cobro excesivo, como ya lo recogía el código de 1917.

Finalmente, el Compendio de la Doctrina Social de la Iglesia (CDSI) publicado en 2005 dice: «Si en la actividad económica y financiera la búsqueda de un justo beneficio es aceptable, el recurso a la usura está moralmente condenado» (CDSI 341)

Como hemos visto, la postura del Magisterio de la Iglesia respecto al cobro de intereses ha ido evolucionando a lo largo de los siglos. En la actualidad se considera una actividad lícita moralmente, salvo cuando son de naturaleza usuraria, es decir, excesivos. El problema surge a la hora de determinar cuándo se consideran excesivos o no. Está claro que el baremo a utilizar tiene que variar en función del riesgo y del plazo.

Las autoridades civiles han introducido legislación al respecto. En el caso de España se remonta a la Ley de junio de 1908<sup>66</sup>, cuyo primer artículo dice así:

Será nulo todo contrato de préstamo en que se estipule un interés notablemente superior al normal del dinero y manifiestamente desproporcionado con las circunstancias del caso ó en condiciones tales que resulte aquél leonino, habiendo motivos para estimar que ha sido aceptado por el prestatario á causa de su situación angustiosa, de su inexperiencia ó de lo limitado de sus facultades mentales.

Para el caso de los tipos de interés más altos, como son los de las tarjetas de crédito *revolving*, el Tribunal Supremo en sentencia del 15 de febrero de 2023 considera

---

<sup>65</sup> Juan Manuel Rozas Valdés, "Ayer y hoy de la condena católica de la usura," *Anales De La Fundación Francisco Elías De Tejada*, no. 18 (2012), 78, <https://dialnet.unirioja.es/descarga/articulo/4391496.pdf>  
<https://dialnet.unirioja.es/servlet/extart?codigo=4391496>.

<sup>66</sup> Cf. <https://www.boe.es/buscar/doc.php?id=BOE-A-1908-5579>

abusivo un crédito *revolving* que esté por encima de seis puntos porcentuales por encima del tipo medio publicado por el Banco de España. Dado que el último tipo de interés publicado es del 17,95% (marzo 2023), el tipo máximo de interés permitido para este tipo de operaciones es del 23,95%.

## 2.2 Postura de la Iglesia frente a la riqueza y la propiedad privada

Al igual que lo ocurrido con el cobro de intereses, la postura de la Iglesia frente a la riqueza y la propiedad privada ha experimentado una evolución a lo largo de la historia.

Los Padres de la Iglesia, como San Basilio o San Ambrosio, se manifestaron mayoritariamente en contra de la riqueza y la propiedad privada. Santo Tomás, sin embargo, consideraba lícita la posesión de la propiedad privada, pero en cuanto a su uso, solo el de los bienes necesarios y no el de los superfluos.

El Magisterio posterior de la Iglesia, basándose en Santo Tomás, viene a confirmar el derecho a la propiedad privada -Leon XIII en la encíclica RN llega a decir que la propiedad privada es de derecho natural-, pero no como un derecho absoluto, sino subordinado a otro de rango superior, que es su función social y el destino universal de los bienes. En caso de conflicto, los poderes públicos tienen el derecho y el deber de determinar de la forma más justa la manera de reconciliar estos dos principios.

Los primeros cristianos tomaron buena nota sobre las palabras de Jesús en relación con la riqueza: «No deben almacenarse tesoros en la tierra, sino para el cielo» (Mt 6, 19-20) «Nadie puede servir a dos señores. No se puede servir a Dios y al Becerro del Oro» (Mt 6, 24), «Hijo, recuerda que en vida recibiste bienes y Lázaro, por su parte, desgracias. Ahora él es consolado y tú atormentado» (Lc 16, 19-20); ¿De qué le sirve a uno ganar el mundo entero si se pierde o se arruina a sí mismo?» (Lc 9, 22-25) y sobre todo «Qué difícil es para el rico entrar en el Reino de los Cielos. Le sería más fácil a un camello entrar por el ojo de una aguja que a un rico entrar en el Reino de los Cielos» (Mc 10, 25-31).

Hechos de los apóstoles relata cómo estos vendían sus bienes y compartían la venta con la comunidad dando a cada cual según sus necesidades. Ahora bien, también es cierto que San Pablo advierte contra los que pretenden vivir sin trabajar (2 Te. 3, 10-12) y conmina a los ricos a no poner esperanza en las riquezas y a ser generosos, con lo que implícitamente no se condena absolutamente las riquezas si se hace buen uso de ellas (1 Tim 6, 17-19). Postura similar es sostenida por Clemente de Alejandría (150-215 dc) que hace una lectura alegórica de la parábola del joven rico. No se trata de condenar la

riqueza material, sino la actitud de la persona ante los bienes materiales, que han de estar al servicio de los espirituales.

Sin embargo, los Padres de la Iglesia como San Basilio se muestran muy críticos contra la riqueza:

Conviene que ponderen los prudentes que el uso de las riquezas se les ha concedido para que sean los repartidores de ellas, no para gozar; deben alegrarse cuando se desprende de ellas, como el que deja lo ajeno y no llevarlo a mal como si perdiesen una cosa suya. ¿Por qué te afliges? ¿Por qué se exagera tu corazón cuando oyes: «Vende lo que tienes»?<sup>67</sup>

San Ambrosio dice:

no te pertenece la parte de bienes que das al pobre; le pertenece lo que tú le das. Porque lo que para uso de los demás ha sido dado, tú te lo apropias. La tierra ha sido dada para todo el mundo, no tan sólo para los ricos<sup>68</sup>.

San Jerónimo llega a decir que el rico es persona injusta o heredero de una persona injusta y que la economía es un juego de suma cero pues las ganancias de una persona siempre son a costa de otra. San Juan Crisóstomo se muestra contrario a la propiedad privada al decir «no compartir con los pobres los propios bienes es robarles y quitarles la vida. No son nuestros los bienes que tenemos, sino los suyos»<sup>69</sup>. Lo mismo hace San Agustín quien hace responsable a la propiedad privada de todos los males y anima a la gente a abstenerse o renunciar al amor a la riqueza.

No obstante, el sínodo de Gaugra en Paflagonia, actual Turquía, en el 340 refutó la creencia de que la única manera de salvarse era vendiendo todos los bienes para dárselos a los ricos<sup>70</sup>.

En lo referente a la propiedad privada Santo Tomás en la *Summa* distingue entre la propiedad de algo y su uso. La propiedad privada es lícita, pero esto no justifica el uso egoísta:

Acerca de los bienes exteriores, dos cosas le competen al hombre. La primera es la potestad de gestión y disposición de los mismo, y en cuenta a esto, es lícito que el hombre posea cosas propias. Y es también necesario para la vida humana. En segundo lugar, también compete al hombre, respecto de los bienes exteriores, el uso de los mismos; y en cuanto a esto no debe tener el hombre las cosas exteriores como propias, sino como comunes, de modo que fácilmente de participación de éstas en las necesidades de los demás. Por eso dice el Apóstol, en 1 Tim 17-18; Manda a los ricos de este siglo que den y repartan con generosidad sus bienes<sup>71</sup>.

---

<sup>67</sup> Alberto C. Capboscq, "Homilía para los ricos, de Basilio Magno," (2006).

<sup>68</sup> *Populorum progressio* 23.

<sup>69</sup> De Lazaro Concio II, 6: PG 48, 992D

<sup>70</sup> Spiegel, *El desarrollo del pensamiento económico*, 65

<sup>71</sup> *ST*, II-II, q. 66, a 1.

En cuanto al disfrute de los bienes, Santo Tomás distingue entre los bienes necesarios y los superfluos. Los primeros son lícitos, no así los segundos:

Puesto que el uso de los manjares y de placeres no es en sí ilícito, sino sólo cuando desborda el orden de la razón; y las facultades poseídas son necesarias para la alimentación, la educación de la prole y la sustentación de la familia y demás necesidades corporales: la posesión de la riqueza no es de suyo ilícita (en el ámbito de lo moral natural) si se observa el orden de la razón de suerte que se posea justamente lo que se tiene y que no se ponga en ella el fin de la voluntad y se la emplee en provecho propio y ajeno<sup>72</sup>.

Esta doctrina del Aquinate fue recogida por el papa Leon XIII en la encíclica RN en 1891, donde considera la propiedad privada de derecho natural y también distingue entre los bienes necesarios y los superfluos<sup>73</sup>; los segundos han de repartirse con los necesitados<sup>74</sup>:

Sobre el uso de las riquezas hay una doctrina excelente y de gran importancia ... El fundamento de dicha doctrina consiste en distinguir entre la recta posesión del dinero y el recto uso del mismo. Poseer bienes en privado ... es derecho natural del hombre, y usar de este derecho, sobre todo en la sociedad de la vida, no sólo es lícito, sino incluso necesario en absoluto ... Y si se pregunta cuál es necesario que sea el uso de los bienes, la Iglesia responderá sin vacilación alguna: «En cuanto a esto, el hombre no debe considerar las cosas externas como propias, sino como comunes; es decir, de modo que las comparta fácilmente con otros en sus necesidades». De donde el Apóstol dice: "Manda a los ricos de este siglo ... que den, que compartan con facilidad".

A nadie se manda socorrer a los demás con lo necesario para sus usos personales o de los suyos; ni siquiera a dar a otro lo que él mismo necesita para conservar lo que convenga a la persona, a su decoro: «Nadie debe vivir de una manera inconveniente». Pero cuando se ha atendido suficientemente a la necesidad y al decoro, es un deber socorrer a los indigentes con lo que sobra. «Lo que sobra, dadlo de limosna» (RN 17).

Asimismo, esta encíclica no está en contra del ahorro, sino que lo apoya, así como la difusión de la propiedad privada:

Si el obrero percibe un salario lo suficientemente amplio para sustentarse así mismo, a su mujer y a sus hijos, dado que sea prudente, se inclinará fácilmente al ahorro y hará lo que parece aconsejar la misma naturaleza; reducir gastos, al objeto de que quede algo con que ir constituyendo un pequeño patrimonio (RN 33).

Hay que luchar, por consiguiente, ... para que ... se repartan también con la suficiente profusión entre los trabajadores, no para que éstos se hagan remisos en el trabajo -pues que el hombre ha nacido para el trabajo, como el ave para volar-, sino para que aumenten con el ahorro el patrimonio familiar (RN 61).

---

<sup>72</sup> *Summa* contra gentiles, Lib. II, cap. CXXVII, cfr. Ed. B. A. C, vol. II, Madrid, 1967, 480

<sup>73</sup> Los bienes necesarios incluyen la comida, la ropa, la vivienda, así como los socialmente necesarios, que vienen determinados por las condiciones sociales en las que uno vive, p.ej un vehículo para ir a trabajar. El salario justo ha de ser suficiente para sufragar los bienes necesarios y socialmente necesarios, los impuestos y permitir un cierto ahorro.

<sup>74</sup> El reparto de los bienes superfluos entre los necesitados se denomina limosna de justicia y el de los bienes necesarios limosna de caridad.

La encíclica *Quadragesimo anno* (QA), escrita en 1931 cuarenta años después de la RN por Pio XI, reitera la posición de León XIII respecto a la licitud de la propiedad privada y la necesidad de que el uso de dicha propiedad tenga también en cuenta su función social, y no solo individual:

Debe tenerse por cierto y probado que ni León XIII ni los teólogos que han enseñado bajo la dirección y magisterio de la Iglesia han negado jamás ni puesto en duda ese doble carácter del derecho de propiedad llamado social e individual (QA 45).

Advertía también de que los cuarenta años transcurridos desde la última encíclica había traído una concentración de la riqueza en manos de unos pocos derivada de un liberalismo económico que imponía un imperialismo internacional del dinero. Esta situación exigía la subordinación de los intereses individuales a los generales del bien común pues toda actividad ha de estar regida por la justicia y la caridad.

*Mater et magistra* (MM), encíclica escrita en 1961 por Juan XXIII, reivindica, como las anteriores, el derecho a la propiedad privada, que ha extenderse a todas las clases y ser compatible con su función social:

No basta, sin embargo, afirmar que el hombre tiene un derecho natural a la propiedad privada, de los bienes, incluidos los de producción, si, al mismo tiempo, no se procura, con toda energía, que se extienda a todas las clases sociales el ejercicio de este derecho (MM 113).

Pero nuestros predecesores han enseñado también de modo constante el principio de que al derecho de propiedad privada le es intrínsecamente inherente una función social (MM 119).

Con palabras parecidas se expresa la encíclica del mismo papa *Pacem in terris* (PT) escrita en 1963:

También surge de la naturaleza humana el derecho a la propiedad privada de los bienes ... Por último, y es ésta una advertencia necesaria, el derecho de propiedad privada entraña una función social (PT 21 y 22).

Esto mismo sostiene la constitución apostólica *Gaudium et spes* (GS) en 1965:

El hombre, usando estos bienes, no debe considerar las cosas exteriores que legítimamente posee como exclusivamente suyas, sino también como comunes, en el sentido de que no le aprovechen a él solamente, sino también a los demás (GS 69).

La misma propiedad privada tiene también, por su misma naturaleza, una índole social, cuyo fundamento reside en el destino común de los bienes. Cuando esta índole social es descuidada, la propiedad muchas veces se convierte en ocasión de ambiciones y graves desórdenes, hasta el punto de que se da pretexto a sus impugnadores para negar el derecho mismo (GS 71).

La encíclica *Populorum progressio* (PP) de Pablo VI incide en la misma cuestión en 1967 al afirmar:

Nadie puede reservarse para uso exclusivo suyo lo que de la propia necesidad le sobre, en tanto que a los demás falta lo necesario. En una palabra: el derecho de propiedad no deber ejercerse con detrimento de la utilidad pública, según la doctrina tradicional de los Padres de la Iglesia y de los grandes teólogos. Si se llegase al conflicto entre derechos privados adquiridos y exigencias comunitarias primordiales, corresponde a los poderes públicos aplicarse a resolverlos con la activa participación de las personas y de los grupos sociales (PP 23).

La prevalencia de la función social de la propiedad frente al derecho a la propiedad privada queda también clara en esta encíclica:

El bien común exige, pues, algunas veces la expropiación si, por el hecho de su extensión, de su explotación deficiente o nula, de la miseria que de ello resulta a la población, del daño considerable producido a los intereses del país, algunas posesiones sirven de obstáculo a la prosperidad colectiva (PP 24).

Esta encíclica recuerda que «todo hombre tiene derecho a encontrar en ella (la tierra) todo lo que necesita» y que:

... todos los demás derechos, cualesquiera que sean, aun comprendidos en ellos los de propiedad y libre comercio, a ello están subordinados; no deben estorbar, antes al contrario, deben facilitar su realización y es un deber social grave y urgente hacerlos volver a su finalidad primaria (PP 22).

Asimismo, esta encíclica condena el liberalismo económico como lo había hecho Pío XI para recordar que «la economía ha de estar al servicio del hombre» y llama a un diálogo entre los países desarrollados y los que están en vías de desarrollo para que estos últimos no se vean ahogados por las deudas. Para ello los intereses y el plazo de amortización de las deudas deberían dejar suficiente margen de actuación a los países deudores. Concluye esta encíclica reconociendo el papel positivo de la industrialización para el desarrollo de los pueblos y la importancia que este último tiene para preservar la paz. Este desarrollo no es solo económico, sino integral ya que «debe promover a todos los hombres y a todo el hombre». Esta es la mejor manera de garantizar la paz. No en vano afirma que «el desarrollo es el nuevo nombre de la paz».

Juan Pablo II en la encíclica *Laborem exercens* (LE) de 1981 vuelve a recordar la postura tradicional de la Iglesia:

La tradición cristiana no ha sostenido nunca este derecho como absoluto e intocable. Al contrario, siempre lo ha entendido en el contexto más amplio del derecho común de todos a usar los bienes de la entera creación: el derecho a la propiedad privada como subordinado al derecho al uso común, al destino universal de los bienes (LE 14).

Dios ha dado la tierra a todo el género humano para que ella sustente a todos sus habitantes, sin excluir a nadie ni privilegiar a ninguno. He ahí pues, la raíz primera del

destino universal de los bienes de la tierra ... el principio del uso común de los bienes creados para todos es el primer principio de todo el ordenamiento ético-social» (LE 19).

Y en la encíclica *Solicitudo rei sociales* (SRS) recuerda en 1987 la hipoteca social que recae sobre la propiedad privada:

Es necesario recordar una vez más aquel principio peculiar de la doctrina cristiana: los bienes de este mundo están originariamente destinados a todos. El derecho a la propiedad privada es válido y necesario, pero no anula el valor de tal principio. En efecto, sobre ella grava «una hipoteca social», es decir, posee, como cualidad intrínseca, una función social fundada y justificada precisamente sobre el principio del destino universal de los bienes (SRS 42).

Asimismo, reivindica en la encíclica *Centesimus annus* (CA) en 1991 la función social de la propiedad privada al referirse a la finalidad de la empresa:

En efecto, la finalidad de la empresa no es simplemente la producción de beneficios, sino la existencia misma de la empresa como comunidad de hombres que, de diversas maneras, buscan la satisfacción de sus necesidades fundamentales y constituyen un grupo particular al servicio de la sociedad entera (CA 35).

El papa Francisco en la exhortación apostólica *Evangelii gaudium* (EG) en 2013 y en las encíclicas LS en 2015 y *Fratelli tutti* (FT) en 2020 vuelve a insistir en la posición tradicional de la Iglesia al afirmar «la tradición cristiana nunca reconoció como absoluto e intocable el derecho a la propiedad privada y subrayó la función social de cualquier forma de propiedad privada»<sup>75</sup>. Es más, el papa Francisco da un papel primordial al destino universal de los bienes, por encima del legítimo derecho a la propiedad privada:

Siempre, junto al derecho de propiedad privada, está el más importante y anterior principio de la subordinación de toda propiedad privada al destino universal de los bienes de la tierra y, por tanto, el derecho de todos a su uso .... esto tiene consecuencias muy concretas que deben reflejarse en el funcionamiento de la sociedad (FT 123).

Finalmente, el CDSI la Iglesia publicado en 2005 en su número 177 nos recuerda: «La tradición cristiana nunca ha aceptado el derecho a la propiedad privada como absoluto e intocable, y el 178 afirma: «La enseñanza social de la Iglesia exhorta a reconocer la función social de cualquier forma de propiedad privada».

---

<sup>75</sup> *Laudato si*, 93 y *Fratelli tutti*, 120.

# CAPITULO 3 LOS DOCUMENTOS RSFM, DESEF Y LS

En este capítulo vamos a analizar el documento RSFM del 2011 y los dos documentos posteriores que tratan de la misma temática: el DESEF del 2018 y la encíclica LS del 2015.

## 3.1 Magisterio eclesial en relación con RSFM y DESEF

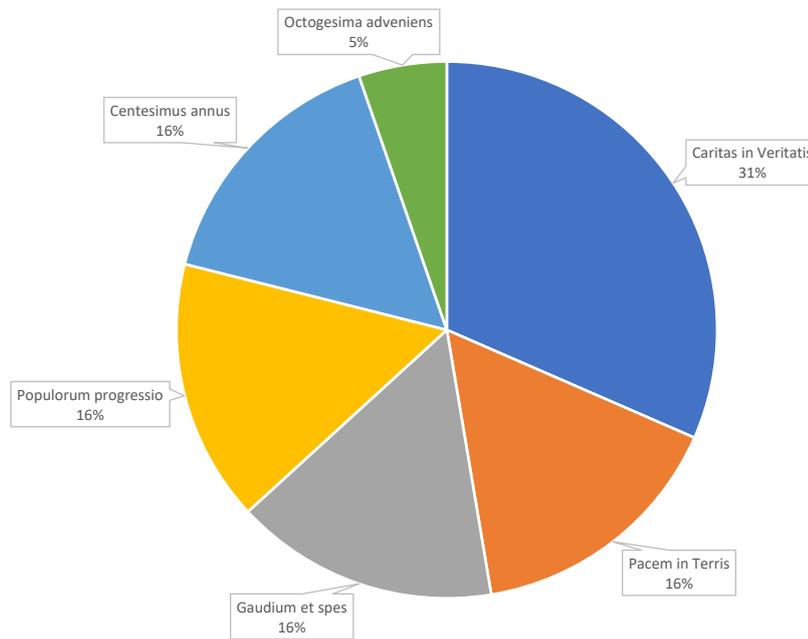
Son numerosas las referencias de los dos documentos a pronunciamientos del Magisterio de la Iglesia Católica. A continuación, enumeramos las fuentes citadas en los dos documentos:

Tabla 3. 1 Fuentes citadas en los dos documentos

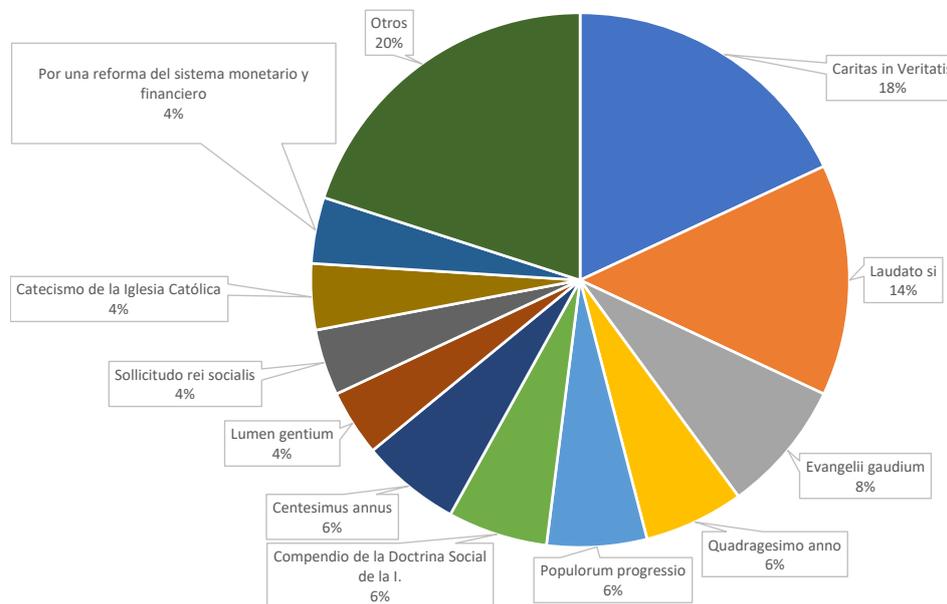
Nº Documento	Fecha	Primer documento (2011)	Segundo documento (2018)							
		Por una reforma del sistema financiero y monetario internacional	Consideraciones para un discernimiento ético sobre algunos aspectos del actual sistema económico y financiero							
1 Quadragesimo anno	1931		89	105	132					
2 Pacem in Terris	1963	70 71 74								
3 Lumen gentium	1964		5	48						
4 Gaudium et spes	1965	34 39 70	64							
5 Dignitatis humanae	1965		14							
6 Populorum progressio	1967	13 76 77	9	13	24					
7 Octogesima adveniens	1971	37								
8 Laborem exercens	1981		9							
9 Sollicitudo rei socialis	1987		28	42						
10 Caritas in Veritatis	1991	21 45 57 67 71	35	36	37	45	55	58	59	66 67
11 Catecismo de la Iglesia Católica	1992		1,908	2,409						
12 Fides et ratio	1998			98						
13 Compendio de la Doctrina Social de la I.	2004		343	358	369					
14 Discurso cuerpo diplomático	2007		99							
15 Centesimus annus	2009	34 40 52	17	24	42					
16 CTI en busca de una ética universal	2009		87							
17 Por una reforma del sistema financiero y monetario i.	2011		1	4						
18 Evangelii gaudium	2013		53	58	178	204				
19 Mensaje Jornada Mundial de la Paz	2014		5							
20 Discurso ante el parlamento europeo	2014		106							
21 Laudato si	2015		13	109	175	189	198	203	231	
22 Amoris laetitia	2016		44							
23 Discurso sobre economía de comunión	2017		8							

Figura 3. 1 Distribución porcentual de las fuentes

Primer Documento (2011)



Segundo Documento (2018)



Como podemos observar CV es la encíclica más citada en los dos documentos. En segundo lugar, aparece PT en el primer documento y LS en el segundo documento.

A continuación, hago un recorrido sobre cada una de las 23 fuentes citadas siguiendo el orden de la tabla 3.1. Como suele ser habitual en todos los pronunciamientos magisteriales existe una relación orgánica entre ellos, por ejemplo, CV se basa en PT para reivindicar la creación de una autoridad pública mundial y PP se basa en GS a la hora de hablar de la necesidad de escrutar los signos de los tiempos para dar testimonio de la verdad.

#### 3.1.1 QA

El segundo documento cita esta encíclica en tres ocasiones: el número 89 para recomendar la colaboración entre países en el ámbito económico, el número 105 para poner de manifiesto la concentración del poder económico en manos de unos pocos que lo administran a su antojo y el número 132 para denunciar los abusos que se producen en el ámbito financiero por aquellos que se dedican a la especulación sin atender a los perjuicios que causan.

#### 3.1.2 PT

El primer documento hace referencia a los números 70, 71 y 74 de PT para poner de manifiesto la necesidad de una «Autoridad pública mundial» que permita hacer frente a los desafíos derivados de la globalización.

#### 3.1.3 *Lumen gentium* (LG)

El segundo documento emplea el número 48 y el 5 de la Constitución dogmática sobre la Iglesia para recordar que esta es sacramento universal de salvación y, como tal, busca siempre el bien común que «florece como anticipación del Reino de Dios que la Iglesia está llamada a anunciar».

#### 3.1.4 GS

El primer documento se basa en el número 34 de GS para reiterar el llamamiento de la Iglesia a que todos participen en el objetivo de lograr mejores condiciones de vida, ya que así se responde a la voluntad de Dios; en el 70 para abogar por políticas financieras y monetarias que no perjudiquen a los más débiles y en el 39 para afirmar que el progreso humano interesa al Reino de Dios.

El segundo documento nombra esta encíclica en una ocasión para advertir que la actividad económica debe seguir sus propios principios, pero respetando la dignidad de las personas y el bien común (64).

### 3.1.5 *Dignitatis humanae* (DH)

El segundo documento hace referencia la número 14 de esta declaración del Concilio Vaticano II sobre la libertad religiosa para reivindicar la libertad de la Iglesia a la hora de expresar su juicio respecto a la necesidad de reformar los mercados financieros.

### 3.1.6 PP

Esta es la primera encíclica que surge tras el Concilio Vaticano II que pretende aplicar las enseñanzas del Concilio en materia social. El primer documento habla de los números 13, 76 y 77 para ilustrar el papel de la Iglesia como continuadora de la obra de Cristo, quien vino al mundo para servir y no para ser servido. Asimismo, critica el liberalismo por poner en peligro el equilibrio y la paz mundial y menciona la importancia del desarrollo: «el nuevo nombre de la paz».

El segundo documento cita a esta encíclica en tres ocasiones para advertir sobre la injusticia que supone la desigualdad entre una oligarquía privilegiada y el resto de la población empobrecida (9), para justificar el derecho que tiene la Iglesia a manifestar su juicio sobre las reformas financieras necesarias (13) y para defender el derecho de los poderes públicos a expropiar la propiedad privada cuando está en juego el bien común (24).

### 3.1.7 LE

En esta encíclica se resalta el papel subordinado que tiene el capital sobre el trabajo y se condena al capitalismo rígido que defiende el derecho exclusivo a la propiedad privada de los medios de producción.

El segundo documento se refiere al número 9 de esta encíclica con el fin de poner de relevancia la importancia del trabajo para preservar la dignidad del hombre, pues por el trabajo el hombre se hace más hombre, y el riesgo de que se convierta en un instrumento de opresión, pervirtiendo su significado original como bien del hombre.

### 3.1.8 SRS

Escrita en conmemoración del 20 aniversario de la encíclica PP, esta encíclica de Juan Pablo II se dedica a profundizar sobre las causas del subdesarrollo del tercer mundo y lo que significa el verdadero desarrollo, que va más allá de adquirir posesiones materiales: el desarrollo ha de ser integral.

El segundo documento hace referencia a esta encíclica para denunciar la desigualdad en la distribución de los bienes terrenos, sin olvidar tampoco que el tener por tener no da

fruto si no está destinado a perfeccionar al ser (28), al mismo tiempo que remarca el principio del destino universal de los bienes y la opción preferencial por los pobres (42).

### 3.1.9 CV

El primer documento menciona los números 21, 45, 57, 67, y 71 de esta encíclica de Benedicto XVI para exponer la necesidad, derivada de la crisis, de «discernir y proyectar de un modo nuevo» (21), de adoptar una ética económica «amiga de la persona» (45), de respetar el principio de subsidiaridad en las relaciones entre los diferentes niveles de la autoridad, sea esta internacional, nacional o local (57) y de crear una «Autoridad política mundial» sujeta a los principios de subsidiaridad, y solidaridad que esté orientada a la consecución del bien común y el desarrollo humano integral (67). Finalmente, el número 71 advierte de la imposibilidad de alcanzar el desarrollo integral «sin hombres rectos, sin operadores económicos y agentes políticos que sientan fuertemente en su conciencia la llamada al bien común».

El segundo documento cita esta encíclica hasta en 9 ocasiones para recordar que el mercado no puede ejercer correctamente su función sin solidaridad y confianza recíproca entre los agentes (35), que la actividad económica debe estar orientada a la búsqueda del bien común y, por ello, no debe regirse solo por la lógica mercantil, sino que ha de estar asociada a la actividad política (36), que la lógica del «don sin contrapartida» ha de complementar la lógica económica (37), que la economía tiene necesidad de una ética, pero «no de una ética cualquiera, sino de una ética amiga de la persona» (45), que el ser humano tiene un carácter relacional que le enriquece (55), que los principios de subsidiaridad y solidaridad han de ir de la mano (58), que existe una sabiduría moral común en todas las culturas (59), que el consumidor ha de discernir la forma más ética de consumir pues «tiene una responsabilidad social específica» (66) y que es necesaria una regulación de los mercados financieros a nivel global (67).

### 3.1.10 Catecismo de la Iglesia Católica

El segundo documento hace referencia al número 1.908 del catecismo para poner de manifiesto que bienestar social y desarrollo económico van de la mano y al número 2.409 para denunciar la especulación financiera, que consiste en «hacer variar artificialmente la valoración de los bienes con el fin de obtener un beneficio en detrimento ajeno».

### 3.1.11 *Fides et ratio* (FR)

El segundo documento cita esta encíclica al referirse a la búsqueda perenne de la verdad por parte de la razón humana para orientar su acción moral (5).

### 3.1.12 CDSI

El segundo documento hace referencia al número 343 de este documento para reivindicar la necesidad de la cooperación entre los agentes económicos con objeto de crear mayor valor añadido en los mercados, al 358 para pedir a los ahorradores que discriminen bajo criterios morales en qué compañías invierten sus ahorros y al 369 para advertir del riesgo de que, centrada en ella misma, la economía financiera pervierta su propio fin: servir a la economía real.

### 3.1.13 Discurso al Cuerpo diplomático acreditado ante la Santa Sede

El segundo documento cita este discurso de Benedicto XVI para pedir la asistencia de los países ricos a los más pobres y una quita razonable en la deuda externa que estos últimos han contraído con los primeros.

### 3.1.14 CA

Esta encíclica de Juan Pablo II, publicada en conmemoración del centésimo aniversario de la encíclica RN de León XIII, es mencionada en tres ocasiones en el primer documento (números 34, 40 y 52) para poner de relevancia la existencia de «algo que es debido al hombre porque es hombre» por encima de la lógica del mercado, para recordar que hay bienes que son más que simples mercancías y para manifestar la necesidad de que los avances logrados en la convivencia entre las gentes de un mismo país se extiendan también a las relaciones entre países.

El segundo documento hacer referencia a los números 17, 24 y 42 de esta encíclica para advertir sobre la necesidad de respetar la libertad de iniciativa de la persona en bien del progreso económico, pero una libertad que tiene que tener en cuenta también una ética.

### 3.1.15 En búsqueda de una ética universal

El segundo documento se refiere al número 87 de este documento de la Comisión Teológica Internacional para remarcar la necesidad de una ética basada en la libertad, la verdad, la justicia y la solidaridad, valores irrenunciables de toda ética acorde con la ley natural.

### 3.1.16 RSFM

El segundo documento hace referencia a este documento en dos ocasiones al hablar de la desigualdad económica entre países y dentro de los mismos (1) y al reivindicar diversas reformas del sistema financiero que eviten los daños producidos por la explosión de las burbujas especulativas (4).

### 3.1.17 DESEF

Este es el segundo de los dos documentos que estamos analizando. Coincide con el primero en que «la industria financiera tiene un potencial sin igual para hacer daño». Por ello es necesaria su regulación, ya que las burbujas especulativas son fruto de la desregulación. Asimismo, coincide también con el primero en varias de las medidas propuestas, como son la separación de la función de banca de inversión de las de la banca comercial.

### 3.1.18 *Evangelii Gaudium* (EG)

El segundo documento cita esta exhortación en cuatro ocasiones para proclamar que grandes masas de población corren el riesgo de ser excluidas y descartadas (53), que «el dinero debe servir y no gobernar» (58), que Dios «no redime solamente la persona individual, sino también las relaciones sociales entre los hombres» (178) y que los mercados son incapaces de autorregularse (204).

### 3.1.19 Mensaje para la Celebración de la 47ª Jornada mundial de la Paz

El segundo documento cita este mensaje del papa Francisco en el que llama a la fraternidad entre el género humano para reivindicar la responsabilidad social de la empresa.

### 3.1.20 Discurso al Parlamento Europeo

El segundo documento se refiere a este discurso cuando habla del carácter relacional del ser humano, que no es solo un individuo aislado, una *mónada* cada vez menos sensible al prójimo.

### 3.1.21 LS

El segundo documento emplea hasta siete citas de esta encíclica del papa Francisco: la 13 para reivindicar un desarrollo sostenible, la 109 para advertir que «el mercado por sí mismo no garantiza el desarrollo humano integral y la inclusión social», la 175 para reivindicar una Autoridad política mundial con suficiente poder para doblegar la influencia de los poderes económicos transnacionales en la consecución del bien común, la 189 hace referencia a la necesidad que la política y la economía se pongan al servicio de la vida humana, lamentándose de la falta de reacción ante la crisis financiera para

«repensar los criterios obsoletos que siguen rigiendo al mundo», la 198 para llamar a la coordinación entre el mundo financiero y el mundo político en la búsqueda del bien común, la 223 para reivindicar la sobriedad liberadora como camino más directo para la auténtica felicidad, y la 231, que a su vez hace referencia a CV y al Mensaje para la Jornada Mundial de la paz del año 1977, para resaltar que la caridad ha de ir más allá de las relaciones entre individuos para extenderse a las relaciones sociales, económicas y políticas con objeto de alcanzar «una civilización del amor».

### 3.1.22 *Amoris laetitia* (AL)

El segundo documento hace referencia al número 44 de esta encíclica para advertir sobre la necesidad de que los poderes públicos implementen políticas sostenibles a largo plazo, en particular, en lo referente a la defensa de la familia como institución clave para el bienestar de la sociedad.

### 3.1.23 Discurso sobre economía de comunión

El segundo documento se refiere a este discurso del papa Francisco ante el movimiento de los Focolares para poner de manifiesto que el compartir supone también la multiplicación de los bienes, al crearse nuevos bienes, y no solo su distribución.

La mayor parte de estas fuentes están inspiradas en los principios y valores de la Doctrina Social de la Iglesia (DSI), que no es una tercera vía entre el capitalismo o el marxismo, sino una categoría propia, como dice Juan Pablo II en la encíclica RSS:

No es tampoco una *ideología*, sino la *cuidadosa formulación* del resultado de una atenta reflexión sobre las complejas realidades de la vida del hombre en la sociedad y en el contexto internacional, a la luz de la fe y de la tradición eclesial. Su objetivo principal es *interpretar* esas realidades, examinando su conformidad o diferencia con lo que el Evangelio enseña acerca del hombre y su vocación terrena y, a la vez, trascendente, para *orientar* en consecuencia la conducta cristiana. Por tanto, no pertenece al ámbito de la *ideología*, sino al de la teología y especialmente de la teología moral (SRS 41).

### *Los DSI y sus principios y valores*

Como reza el número 160 del CDSI: «Los principios permanentes de la doctrina social de la Iglesia constituyen los verdaderos y propios puntos de apoyo de la enseñanza social católica». No deben ser interpretados de forma parcial, sino como un *corpus* unitario. Estos principios están asociados a una serie de valores asociados a la dignidad de la persona: la verdad, la libertad, la justicia, la solidaridad, la paz y la caridad.

Tabla 3.2 Principios y valores de la DSI

Principios de la DSI	Valores de la DSI
1 Dignidad de la persona	1 Verdad
2 Derechos Humanos	2 Libertad
3 Identidad relacional de la persona	3 Justicia
4 Bien común	4 Solidaridad
5 Solidaridad	5 Paz
6 Subsidiaridad	6 Caridad
7 Concepción orgánica de la vida social	
8 Participación	
9 Carácter humano de las estructuras	
10 Destino universal de los bienes	
11 Opción preferencial por los pobres	

Fuente: Orientaciones para el estudio y enseñanza de la DSI en la formación de los sacerdotes<sup>76</sup> y CDSI

Tabla 3.3 Asignación de los principios de la DSI a las fuentes<sup>77</sup>

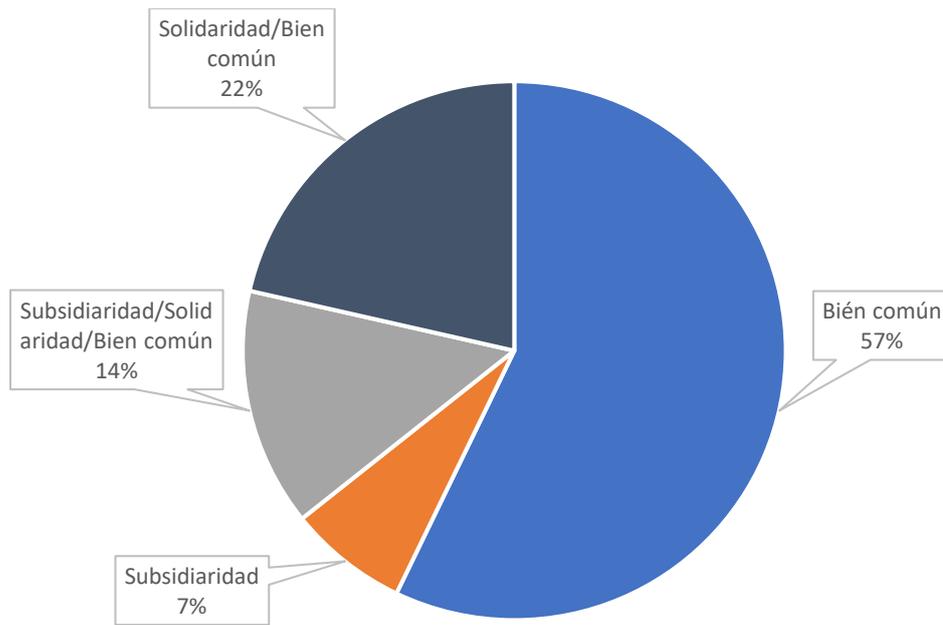
Primer Documento (2011)

Nº	Fuente	Contenido	Principio de la DSI
1	PT	70, 71, 74 Necesidad de una Autoridad Política Mundial	Subsidiaridad/Solidaridad/Bien común
2	GS	39 El progreso humano interesa al Reino de Dios	Bien común
3	GS	70 Aboga por políticas monetarias y financieras que no perjudiquen a los más débiles	Solidaridad/Bien común
4	GS	38 Llama a que todos participen en el objetivo de lograr mejores condiciones de vida	Solidaridad/Bien común
5	PP	76 Crítica el liberalismo por poner en peligro el equilibrio y la paz mundial	Bien común
6	PP	77 Importancia del desarrollo como «nuevo nombre de la paz»	Bien común
7	PP	13 La Iglesia como continuadora de la obra de Cristo que vino al mundo para servir	Bien común
8	CV	45 Necesidad de una ética económica amiga de la persona	Bien común
9	CV	57 Respeto al principio de subsidiaridad	Subsidiaridad
10	CV	67 Crear una Autoridad Política Mundial sujeta a ppio. de subsidiaridad/solidaridad/bien común	Subsidiaridad/Solidaridad/Bien común
11	CV	71 Imposibilidad del desarrollo humano integral sin hombre que sientan llamada al bien común	Bien común
12	CA	34 Hay algo debido al hombre por encima de la lógica del mercado	Bien común
13	CA	40 Hay bienes que son más importantes que meras mercancías	Bien común
14	CA	52 Los avances en la convivencia dentro de un país han de extenderse a la convivencia entre países	Solidaridad/Bien común

<sup>76</sup> Congregación para la Educación Católica, *Orientaciones para el estudio y enseñanza de la doctrina social de la Iglesia en la formación de los sacerdotes*. Grupo Prosa, (1988).

<sup>77</sup> Esta asignación de los principios a las fuentes es subjetiva.

Porcentualmente la distribución de los principios a las fuentes es la siguiente:

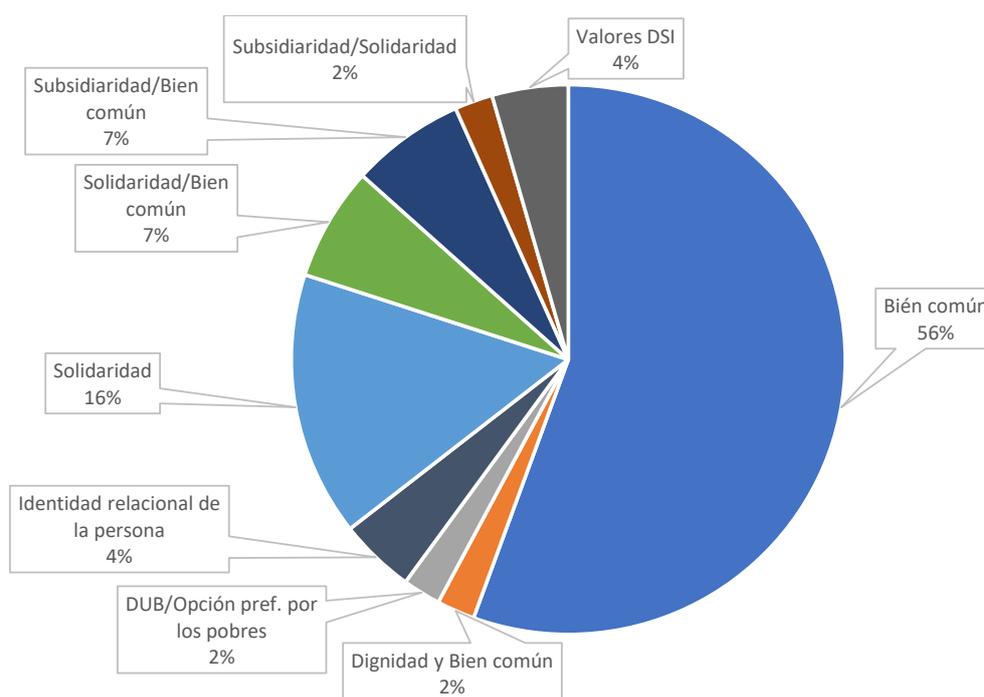


## Segundo Documento (2018)

Nº	Fuente	Contenido	Principio de la DSI	
1	QA	89	Recomienda la colaboración entre países	Bién común
2	QA	105	Denuncia la concentración de poder económico	Bién común
3	QA	132	Denuncia los abusos de los especuladores	Bién común
4	LG	48, 5	La Iglesia es sacramento universal de salvación que busca el <i>bien común</i>	Bién común
5	GS	64	La actividad económica ha de seguir sus propios principios respetando la dignidad y el bien común	Dignidad y Bien común
6	DH	14	La Iglesia ha de tener libertad para expresar su voz respecto a la economía	Bién común
7	PP	9	Denuncia la desigualdad entre una mayoría y una minoría opulenta	Solidaridad
8	PP	13	La Iglesia puede expresar su juicio sobre las reformas financieras	Bién común
9	PP	24	Los poderes públicos pueden expropiar la propiedad privada en defensa del <i>bien común</i>	Bién común
10	LE	9	Importancia del trabajo para preservar el <i>bien común</i>	Bién común
11	SRS	28	El tener tiene que perfeccionar el ser	Bién común
12	SRS	42	<i>Destino universal de los bienes (DUB)</i> y opción preferencial por los pobres	DUB/Opción pref. por los pobres
13	CV	35	El mercado no puede ejercer bien su función sin <i>solidaridad</i> y confianza	Solidaridad
14	CV	36	La actividad económica no puede seguir sólo la lógica económica, sino el <i>bien común</i>	Bién común
15	CV	37	La lógica del don sin contrapartida ha de completar la lógica económica	Solidaridad
16	CV	45	La economía necesita una ética amiga de la persona	Bién común
17	CV	55	El hombre tiene un carácter <i>relacional</i> que le enriquece	Identidad relacional de la persona
18	CV	58	Los principios de <i>subsidiaridad</i> y <i>solidaridad</i> han de ir de la mano	Subsidiaridad/Solidaridad
19	CV	59	Existe sabiduría moral en todas las culturas	Bién común
20	CV	66	Las decisiones de consumo tienen que seguir una ética	Bién común
21	CV	67	Necesidad de una regulación de los mercados financieros a nivel global	Subsidiaridad/Bien común
22	CIC	1908	Bienestar social y desarrollo económico van de la mano	Bién común
23	CIC	2409	Denuncia la especulación: variar artificialmente los precios para beneficio propio	Bién común
24	FR	5	Busca perenne de la verdad por parte de la razón para orientar la acción moral	Valores DSI
25	CDSI	343	Necesidad de cooperación entre los agentes económicos	Solidaridad
26	CDSI	358	Las decisiones de ahorro tienen que seguir una ética	Bién común
27	CDSI	369	La economía financiera puede pervertir su propio fin de servir a la economía real	Bién común
28	Discurso <sup>1</sup>		Necesidad de asistencia de los países ricos a los pobres y quita razonable de la deuda	Solidaridad
29	CA	17, 24, 42	Respetar la libertad de iniciativa pero con una ética	Bién común
30	Etic. Univ. <sup>2</sup>	87	Necesidad de una ética basada en la libertad, la verdad, la justicia y la solidaridad	Valores DSI
31	RSFM	1	Desigualdad económica dentro y fuera de los países	Solidaridad
32	RSFM	4	Reivindica la reforma de los mercados financieros para prevenir crisis financieras	Bién común
33	EG	53	Grandes masas corren el riesgo de ser excluidas	Solidaridad
34	EG	58	El dinero debe servir y no gobernar	Bién común
35	EG	204	Los mercados no pueden autorregularse	Subsidiaridad/Bien común
36	JMP <sup>3</sup>	47	Llamada a la responsabilidad social	Solidaridad/Bien común
37	Discurso <sup>4</sup>		Carácter relacional de la persona	Identidad relacional de la persona
38	LS	13	Reivindica el desarrollo sostenible	Bién común
39	LS	109	El mercado no garantiza la DSI y la inclusión social	Solidaridad/Bien común
40	LS	175	Reivindica una autoridad política mundial para el bien común	Subsidiaridad/Bien común
41	LS	189	La economía y la política han de ponerse al servicio de la vida humana	Bién común
42	LS	198	Coordinación del mundo financiero y político en busca del bien común	Bién común
43	LS	223	Necesidad de una sobriedad liberadora para conseguir la felicidad	Bién común
44	AL	44	Políticas sostenibles a largo plazo en defensa de la familia	Bién común
45	Discurso <sup>5</sup>		Compartir supone multiplicar los bienes	Solidaridad/Bien común

- 1 Discurso al Cuerpo Diplomático de la Santa Sede
- 2 En busca de una ética universal (Comisión Teológica Internacional)
- 3 47ª Jornada Mundial de la Paz
- 4 Discurso al Parlamento Europeo
- 5 Discurso sobre *economía de comunión* (Focolares)

Porcentualmente la distribución de los principios a las fuentes es la siguiente:



Como se puede observar, el bien común es el principio de la DSI sobre el que se fundamentan la mayoría de las fuentes de los dos documentos, con un peso similar en ambos documentos (56%-57%). El bien común es una categoría que surge ya en los inicios de la DSI en la encíclica RN. Para esta encíclica, el bien común es responsabilidad del Estado<sup>78</sup> y lo asocia con la paz y el orden (cf. RN 26). Posteriormente, GS 26 afirma la responsabilidad de la comunidad política en la búsqueda del bien común<sup>79</sup>, y lo define como «el conjunto de condiciones de la vida social que hacen posible a las asociaciones y a cada uno de sus miembros el logro más pleno y más fácil de la propia perfección». Esta constitución extiende la obligación de velar por el bien común a todos los individuos (GS 30) y grupos sociales (GS 26), siendo el orden público responsabilidad del Estado. Asimismo, relaciona estrechamente bien común y paz (GS 78).

El CDSI deriva la categoría de bien común de la «dignidad, unidad e igualdad de todas las personas». Afirma este documento que no se trata solo de la simple suma de los bienes particulares, sino que: «Siendo de todos y de cada uno es y permanece común, porque es indivisible y porque sólo juntos es posible alcanzarlo, acrecentarlo y

<sup>78</sup> RN 23 dice: «el Estado debe velar por el bien común como propia misión suya».

<sup>79</sup> GS 72 dice: «La comunidad política nace, pues, para buscar el bien común, en el que encuentra su justificación plena y su sentido y del que deriva su legitimidad primigenia y propia».

custodiarlo...»<sup>80</sup>. La Congregación para la Educación Católica lo considera por encima del interés privado y razón de ser de los poderes públicos.

El bien común está ligado al desarrollo humano integral tanto de los individuos como de los grupos sociales. Ahora bien, el bien común no se limita a lo meramente terrenal, como afirma Julio L. Martínez:

El bien común terrenal debe estar siempre en conformidad con el bien supremo que lleva el hombre a su destino eterno, pues Dios en sí mismo es el pleno bien común. No cabe, en la visión cristiana del bien personal y social, reducirlo a la componente terrenal disolviendo la trascendente<sup>81</sup>.

### 3.2 Diagnóstico, arquitectura y medidas del 1º documento: RSFM (2011)

El documento está estructurado siguiendo la metodología teológica tripartita: ver, juzgar y actuar<sup>82</sup>.

#### 3.2.1 Ver: economía financiera, desarrollo económico y desigualdades

El documento afirma en la primera sección bajo el título «Desarrollo económico y desigualdades» que la economía financiera ha crecido en los últimos años a tasas muy superiores a las que lo ha hecho la economía real, lo que ha desencadenado una burbuja financiera y una severa crisis posterior. Aunque es cierto que el crecimiento económico durante el siglo XX ha sido muy significativo, las desigualdades también se han incrementado entre países y dentro de un mismo país.

El documento compara la evolución de la economía real, medida por el PIB, con la financiera, a partir del volumen de activos financieros. Mientras que la economía real ha experimentado un crecimiento moderado derivado del aumento gradual en los insumos (capital y trabajo) y de las mejoras en productividad, la financiera lo ha hecho a tasas mucho más elevadas.

Según el documento, esta divergencia en el crecimiento se ha acelerado a partir de los años 90 del siglo pasado impulsada por las entidades financieras que, al dar crédito, generan moneda<sup>83</sup>. El límite en la expansión del crédito, y por tanto en la generación de moneda, viene determinado por el nivel máximo de riesgo crediticio que puede soportar el sistema financiero. Cuanto mayor es el riesgo crediticio asumido, mayores serán las

---

<sup>80</sup> CDSI 164

<sup>81</sup> Julio L. Martínez, *por una política del bien común* (Madrid: BAC, 2022), 196.

<sup>82</sup> Un exponente de este método es Bernard Lonergan, teólogo canadiense fallecido en 1984 con su obra *Método en Teología*

<sup>83</sup> El mecanismo de generación de moneda viene determinado por el multiplicador monetario, que se define como  $(1+a)/(w+a)$ , donde  $a$  es la relación entre el efectivo y los depósitos y  $w$  el coeficiente de caja.

tasas de impagos y las pérdidas asociadas, lo que puede llevar a la quiebra de las entidades bancarias más débiles y a una fuerte contracción del crédito<sup>84</sup>.

La nueva moneda generada por la expansión crediticia tiene un impacto inflacionario en el precio de los activos que origina burbujas. Pero tarde o temprano toda burbuja acaba por estallar, lo que agrava la crisis financiera al reducirse el valor de los activos que ejercen de colateral de los préstamos<sup>85</sup>.

A diferencia de la mayoría de las crisis financieras del pasado que afectaban a países en desarrollo, la crisis financiera del 2007 surgió en Estados Unidos, epicentro del mundo desarrollado. Como de costumbre el detonante fue el estallido de la burbuja inmobiliaria que se había formado debido al exceso de crédito, cuyo ejemplo paradigmático fueron las hipotecas basura o *subprime*<sup>86</sup>. Como respuesta a esta crisis el gobierno estadounidense se decantó inicialmente por una política liberal no intervencionista permitiendo la quiebra de *Lehman Brothers*, uno de los mayores bancos de inversión. Sin embargo, debido a la enorme desconfianza que la quiebra generó respecto a la solvencia de las instituciones financieras, los gobiernos mundiales cambiaron rápidamente de estrategia y adoptaron políticas de apoyo fuertemente intervencionistas<sup>87</sup>.

Las crisis financieras acaban repercutiendo en la economía real empezando por la construcción para expandirse gradualmente al resto de los sectores de la economía. Las consecuencias sobre la economía real son siempre muy negativas, con la quiebra de muchas empresas, aumento del desempleo y un marcado descenso del PIB.

El documento advierte también que el crecimiento económico se ha producido en un entorno de una gran desigualdad, dentro de un mismo país y entre países<sup>88</sup>.

---

<sup>84</sup> Muchos recordarán como antes de la crisis del 2007 los bancos llegaron a conceder hipotecas por el 100% del valor de tasación de los inmuebles a personas sin contrato laboral fijo, condiciones hoy en día impensables.

<sup>85</sup> El documento menciona ejemplos pasados crisis financieras como los de los países en vías de desarrollo como México, Brasil, Rusia, Corea, Tailandia y Argentina en los 80/90.

<sup>86</sup> Estas hipotecas llamadas *subprime* se diferenciaban de las hipotecas clásicas en que los criterios de evaluación del riesgo crediticio eran mucho menos exigentes, con unos intereses muy reducidos durante un periodo inicial, pero que aumentaban significativamente posteriormente. Algunos bancos tenían pocos incentivos a evaluar el riesgo de estas hipotecas, ya que no las mantenían en sus balances puesto que las vendían a otros inversores mediante su titularización.

<sup>87</sup> Se estima que el total de ayudas públicas alcanzó el 20% del PIB mundial.

<sup>88</sup> El documento afirma: «el proceso de globalización, con sus aspectos positivos está a la base del grande desarrollo de la economía mundial del siglo XX ... A la vez, sin embargo, no ha aumentado la equitativa distribución de la renta, sino que en muchos casos ha empeorado»

### 3.2.2 Juzgar: liberalismo económico, utilitarismo, individualismo y tecnocracia

El documento achaca el aumento de la desigualdad al liberalismo económico, a la visión utilitarista e individualista y a la creencia en que la solución pasa por medidas meramente técnicas. Por el contrario, el documento opina que la respuesta solo puede venir de una ética basada en los principios y valores de la DSI.

La raíz de las desigualdades es, según el documento, la ideología del liberalismo económico que huye de reglas y controles. Estas reglas, ya de por sí imperfectas a nivel nacional, brillan por su ausencia en el ámbito internacional.

Un segundo motivo es el predominio de una visión utilitarista e individualista bajo la creencia de que «lo que es bueno para el individuo es bueno para la comunidad», algo que no siempre es cierto, ya que olvida que la solidaridad es imprescindible para alcanzar el bien común.

El documento menciona la advertencia de Pablo VI en la encíclica PP sobre la amenaza que el liberalismo económico representaba para la paz mundial. Para este papa el auténtico desarrollo se logra mediante la defensa de la vida y la promoción del progreso cultural y moral de las personas. Según Pablo VI el desarrollo «es el nuevo nombre de la Paz».

En el mismo sentido se pronunció Benedicto XVI en CV al exponer una visión crítica del utilitarismo, el individualismo y la tecnocracia. Para este Papa la raíz de la crisis no es sólo económica sino moral y considera imprescindible que la economía se rija por una ética amiga de la persona.

En la segunda sección titulada «El rol de la técnica y el desafío ético», el documento reconoce la contribución de la técnica al desarrollo económico, pero sostiene que la nueva cuestión social no puede solucionarse exclusivamente desde la técnica, como sostiene el neo-liberalismo. Benedicto XVI advertía en CV sobre el peligro de la tecnocracia. Para la solución de la cuestión social se necesita un discernimiento y una valoración de tipo ético y no solo técnico.

La crisis ha puesto de manifiesto comportamientos egoístas y codiciosos no solo entre países sino también en un mismo país. La injusticia que genera podrá desembocar en conflictos de todo tipo. Se requiere una ética que reconozca la primacía del ser frente al tener, y una ética de la *solidaridad* que busque el *bien común* mundial y no solo los intereses particulares. Esta ética ha de mantener el sentido de pertenencia a la familia humana y reconocer el valor compartido de la *dignidad humana*. Decía Juan Pablo II en

la encíclica CA «por encima de la lógica de los intercambios a base de los parámetros y de sus formas justas, existe algo que es debido al hombre porque es hombre, en virtud de su eminente dignidad» (CA 34). Para este papa el mercado no puede tener la primacía. Con preocupación advierte sobre el peligro de «una idolatría del mercado, que ignora la existencia de bienes que, por su naturaleza, no son ni pueden ser simples mercancías» (CA 40).

### 3.2.3 Actuar: medidas basadas en los principios y valores de la DSI

Una vez analizadas las causas del aumento de las desigualdades, el documento pasa a realizar recomendaciones concretas en lo referente a la regulación de los mercados financieros aplicando los principios y valores de la DSI. Dado el carácter global de los mercados financieros, estas recomendaciones son también a nivel global.

En la tercera sección bajo el nombre «El gobierno de la globalización» el documento cita a PT (70-74) y a CV (57 y 67) para afirmar que la creciente interdependencia entre países y la naturaleza global de los problemas hace necesaria la creación de una autoridad pública mundial inmune a los equilibrios de poder entre los más fuertes para dar respuestas integrales, no solo sectoriales, inspiradas por la *solidaridad* y por la *subsidiaridad*<sup>89</sup> y orientadas al *bien común*. Esta autoridad mundial es especialmente necesaria para la regulación de los mercados financieros, y ha de estar inspirada por los valores de la *caridad* y la *verdad* para conseguir unos mercados financieros eficaces, eficientes, libres, estables, que faciliten el desarrollo sostenible y el progreso social de todos.

La autoridad mundial no ha de ser impuesta, sino que ha de ser fruto de un acuerdo libre tras un proceso de maduración progresiva de las conciencias, y ha de involucrar a un número cada vez mayor de países mediante un diálogo sincero que no margine, sino que valore las opiniones minoritarias.

Este proceso ha de estar precedido por una fase preliminar de concertación, cuyo punto de partida puede ser la Organización de las Naciones Unidas. Deberá ser *super partes* por encima de toda visión parcial para la realización del bien común, y no ha de responder solo al interés de los países desarrollados, sino que ha de servir a todas las naciones respetando su diversidad cultural.

En la cuarta y última sección titulada «Hacia una reforma del sistema financiero y monetario internacional que responda a las exigencias de todos los Pueblos», el

---

<sup>89</sup> El documento cita CV 57: «el gobierno de la globalización debe ser de tipo subsidiario, articulado en múltiples niveles y planos diversos, que colaboren recíprocamente».

documento advierte que los mecanismos de regulación de las finanzas internacionales desarrollados al término de la segunda guerra mundial bajo los acuerdos de *Bretton Woods*<sup>90</sup> con la creación de instituciones como el Fondo Monetario Internacional han dejado de regular la creación de moneda a nivel global debido al acelerado proceso de desregulación financiera y a los avances en las técnicas financieras acaecidos en los últimos años<sup>91</sup>. Como consecuencia, la economía financiera y la creación de moneda han aumentado a tasas mucho más elevadas que la economía real, elevando el riesgo de futuras crisis financieras.

El documento valora positivamente el proceso de concertación de la política económica y financiera internacional en grupos de países como el G7 y su ampliación al G20, pero lo considera insuficiente y aboga por la creación de un verdadero Banco Central mundial que ejerza a nivel mundial las mismas funciones que realizan los bancos centrales a nivel nacional.

El objetivo perseguido es la primacía de la política que busca el *bien común* sobre la economía y las finanzas. Estas últimas han de recuperar su función social en la búsqueda del *bien común* y la fraternidad universal.

Aparte de la creación de una autoridad pública mundial inmune a los equilibrios de poder, el documento aboga por la implementación de las siguientes medidas:

- Imposición fiscal a las transacciones financieras (tasa Tobin) sobre todo a las que se producen en mercados secundarios<sup>92</sup> para promover el desarrollo global y sostenible y contribuir a la constitución de una reserva mundial de apoyo a los países en crisis y al saneamiento del sistema monetario y financiero
- Recapitalización de los bancos bajo la condición de que tengan comportamientos virtuosos que desarrollen la economía real
- Separación entre la actividad de banca ordinaria de la de la banca de inversión

---

<sup>90</sup> *Bretton Woods* es el nombre de la localidad donde tuvo lugar una conferencia en 1944 cuyo objetivo fue el de regular las relaciones comerciales y financieras mundiales tras la II Guerra Mundial.

<sup>91</sup> Numerosos países han eliminado los controles de capitales y liberalizado los mercados financieros.

<sup>92</sup> Por mercados secundarios se entienden aquellos en los que se realizan transacciones de compra y venta de acciones o bonos ya emitidos. Los primarios son aquellos donde se realizan las primeras emisiones.

### 3.3 Diagnóstico, arquitectura y medidas del 2º documento: DESEF (2018)

A continuación, resumimos el contenido del documento empleando la misma metodología tripartita: ver, juzgar y actuar.

#### 3.3.1 Ver

Este documento, al igual que el anterior, constata en su introducción la influencia creciente de los mercados financieros en el bienestar de la población, y la necesidad, por tanto, de una regulación adecuada y de unos principios éticos claros que garanticen el *bien común*, como anticipo del Reino de Dios, cuyo anuncio es tarea de la Iglesia. Estos principios éticos, compartidos por todas las culturas, se basan en la *dignidad de la persona*.

El documento, lo mismo que el anterior, reconoce el aumento de la riqueza en la segunda mitad del siglo XX, pero se lamenta que dicho aumento ha sido desigual, tanto dentro de un mismo país como entre países. La crisis financiera del 2007 representa una oportunidad para repensar el sistema de relaciones económicas existentes, especialmente en lo que respecta a la regulación de los mercados financieros, para tener en cuenta el *bien común*.

#### 3.3.2 Juzgar y Actuar

El documento achaca las causas del aumento de la desigualdad al egoísmo de unos pocos, al énfasis exclusivo en el crecimiento económico, a la falta de ética y de regulación en los mercados, a la preocupación exclusiva por los beneficios de los accionistas, a la globalización, a la movilidad transfronteriza de capitales, a los paraísos fiscales y a las innovaciones financieras, como las inversiones de alta frecuencia, las ventas en corto, o los productos derivados, entre otros.

Para el documento la solución a estos problemas solo puede venir de una ética basada en los principios de la DSI.

El documento señala que el egoísmo de unos pocos ha de dejar paso a la fraternidad con objeto de que todos se beneficien y no haya personas excluidas. Como dice el papa Francisco en la encíclica EG: «el dinero debe servir y no gobernar». Por ello, el objeto del documento es reflexionar sobre las medidas necesarias para que los mercados financieros cumplan adecuadamente su misión y no sean fuente de abusos y de crisis recurrentes.

En la segunda sección bajo el nombre «Consideraciones básicas de fondo», el documento advierte que la Iglesia no apadrina ningún modelo económico determinado, sino que limita sus reflexiones a señalar que los mercados han de respetar la *dignidad humana* y el *bien común*, dos principios fundamentales de la DSI.

Los mercados financieros, a pesar de su complejidad, son fruto de la libertad de la persona, y como tal requieren de una ética, pero no una ética cualquiera sino de una ética amiga de la persona. Esta ética se ha de basar en una visión del hombre alejada de la de mero consumidor para centrarse en su *carácter relacional* y racional -otro principio de la DSI- en busca de un bienestar integral y no solo puramente económico. El ser humano solo se puede entender desde su carácter relacional, que garantiza su supervivencia y es huella de su creador, que le llama a la comunión con él y con su prójimo.

En este sentido, el intercambio de bienes adquiere un significado que excede el valor del bien en sí, al incluir otros valores como la confianza o la imparcialidad. Por ello, la lógica del don sin contrapartida es imprescindible. Lo contrario sería cosificar la relación, algo por desgracia muy común hoy en día.

El objetivo de la economía no ha de ser, por tanto, el crecimiento indiscriminado de las ganancias o el PIB, sino un mundo en el que prime la promoción integral de la persona humana más allá de los aspectos materiales, el *destino universal de los bienes* y la *opción preferencial por los pobres*, principios de la DSI. Ello permitirá lograr un mundo más justo y solidario.

El documento recuerda la regla de oro de no hacer al prójimo aquello que no nos gustaría que nos hicieran a nosotros.

Sin menoscabar la importancia de la libertad para el ejercicio de la actividad económica, ya que sin ella la economía no puede prosperar, el documento advierte que un mal ejercicio de la libertad sin regulación alguna atenta contra la misma economía, por lo que los gobiernos deben estar atentos a no dejarse dominar por el creciente poder de los poderes económicos supranacionales.

El documento constata que los mercados, y en especial los financieros, por su enorme influencia sobre la economía real, no son capaces de regularse por sí mismos para la consecución del bien común

Un ejemplo de inmoralidad es el abuso por parte de las instituciones financieras de su posición de ventaja respecto al acceso a la información que utilizan para comercializar

productos financieros, en sí válidos, pero poco adecuados para determinadas personas, que carecen de la información o la capacidad suficiente para evaluarlos. Otro ejemplo son las inversiones especulativas y de alta frecuencia o *high frequency trading* que canalizan el capital hacia usos poco productivos, así como las operaciones de venta en corto o *short selling* tendentes a reducir artificialmente el valor de los títulos de deuda pública con fines especulativos, sin atender a los perjuicios que ello ocasiona a países enteros.

Tampoco es lícito aprovecharse de una posición dominante en beneficio propio sin importar el coste que tenga para los demás. Asimismo, la preponderancia de la economía financiera amenaza con dañar la dignidad del trabajo, al tratarlo exclusivamente como un insumo más en la producción, no muy diferente de otros. El trabajo pasa a convertirse en un mero medio para alcanzar un único fin que es el dinero. Consecuencia inmediata es el predominio de la *cultura del descarte* que margina a tantas personas incapaces de encontrar un trabajo digno.

El documento recuerda que la actividad financiera ha de estar al servicio de la economía real canalizando las inversiones hacia actividades productivas y no especulativas, especialmente mediante el crédito cooperativo, el crédito público, las microfinanzas y la ayuda a los países en desarrollo.

En la tercera sección bajo el título «Algunas puntualizaciones en el contexto actual» el documento compara el mercado con un organismo vivo por cuyas venas fluyen los capitales. La salud de ese organismo puede verse amenazada por instrumentos financieros novedosos, por lo que las autoridades han de supervisar su introducción para garantizar la salud del sistema.

Esta necesidad de supervisión no solo afecta a los nuevos instrumentos financieros, sino a la totalidad del sistema, tanto de forma positiva: promocionando los comportamientos virtuosos, como negativa: prohibiendo los dañinos. La necesidad de regulación es hoy en día más urgente por la innovación financiera, la globalización y la movilidad transfronteriza de capitales que permite a estos escapar de la regulación de un determinado país. Ello exige instituciones regulatorias independientes y coordinadas a nivel internacional en la búsqueda del bien común.

La ausencia de regulación no solo lleva a comportamientos poco éticos, sino a la emergencia de burbujas especulativas desencadenantes de crisis financieras. En este sentido es importante la separación de las actividades de banca de inversión y negociación de la cartera propia del banco, donde el riesgo es mayor, de las de banca

comercial, donde el riesgo ha de estar mucho más controlado. Asimismo, es muy importante garantizar la transparencia en la información facilitada al ahorrador para que sepa en todo momento en qué está invertido su dinero.

El documento llama la atención sobre determinados comportamientos poco éticos de los intermediarios financieros, como son la excesiva rotación de la cartera de los clientes con el solo propósito de obtener más comisiones de intermediación, la selección de productos de inversión que benefician al intermediario sin atender a las necesidades del cliente, la falta de diligencia a la hora de defender sus intereses y la concesión de préstamos sujetos a compromisos de inversión en determinados productos poco adecuados para el ahorrador.

El enfoque exclusivo en la maximización de los beneficios de los accionistas sin tener en cuenta los intereses de consumidores, trabajadores o la responsabilidad social de la empresa va asociado a mecanismos de remuneración de los directivos enfocados en el corto plazo que acaban debilitando la salud económica de la empresa a medio y largo plazo y atentan contra el bien común. Es, por tanto, necesario conjugar la búsqueda del beneficio legítimo con la necesaria responsabilidad social, lo que exige aunar la razón económica con la razón ética.

Es importante que los bancos ejerzan de forma competente su función de canalización del crédito mediante un análisis prudente del riesgo, y que cuenten con suficiente capital para que las crisis financieras no acaben en una socialización de las pérdidas.

Asimismo, sería conveniente la introducción de comités éticos en los bancos para apoyar a los comités de riesgo en la evaluación de la política crediticia, garantizar que cumplen con las obligaciones fiduciarias con sus clientes y para la consecución del bien común.

Especial cuidado se ha de tener en la creación de productos financieros de alto riesgo, como la titularización de hipotecas basura o *subprime*. Estos productos benefician a los intermediarios financieros que los crean, pero pueden originar enormes pérdidas a los ahorradores y causar riesgos sistémicos para el conjunto del sistema financiero. En este sentido, es importante una regulación adecuada *super partes* de las agencias de evaluación de riesgo o de *rating* para que su evaluación de estos productos sea adecuada y se eviten también situaciones de oligopolio por parte de ellas. Esta regulación es, si cabe, más importante cuando los bancos que conceden las hipotecas las empaquetan en titulaciones que venden en su totalidad a inversores, con lo que el incentivo para evaluar el riesgo de crédito se ve sustancialmente reducido.

Dada la opacidad de los productos derivados, como las titulizaciones de titularizaciones, es muy difícil evaluar su riesgo y su valor fundamental. Ello las convierte en bombas de relojería generadoras de burbujas especulativas que, tarde o temprano, acaban por estallar con los resultados que todos conocemos. El hecho de que muchos de estos productos coticen en mercados no regulados extrabursátiles, los llamados *Over The Counter* (OTC), dificulta aún más su control y los hace más expuestos al fraude. En todo caso, suponen un desvío de inversiones a fines especulativos y no a la financiación de la economía real. Por todo ello son éticamente cuestionables.

El mismo cuestionamiento ético lo merecen las permutas de incumplimiento crediticio o *Credit Default Swaps* (CDS), los cuales son instrumentos derivados por los que el inversor recibe una compensación ante la quiebra de un tercero sobre el que se emite el CDS. El inversor que adquiere ese CDS puede tener o no una exposición de riesgo a ese tercero. De no tenerlo, en cuyo caso se denominan *naked CDS*, la adquisición de ese CDS sería puramente especulativa y éticamente reprobable, máxime cuando busca beneficiarse de una quiebra. Se trata de una especie de canibalismo económico que afecta a la confianza y daña el funcionamiento de la economía, máxime cuando el tercero en cuestión se trata de una nación.

La manipulación de la tasa LIBOR o nivel de interés de los préstamos interbancarios y de los tipos de cambio entre divisas supone una violación ética grave dado su impacto global en el sistema económico y financiero. El hecho de que tales manipulaciones hayan sido frecuentes y duraderas durante años es prueba de la falta de regulación y control de los mercados financieros.

Hasta hace bien poco las instituciones financieras veían a los comités internos de control de conformidad o *compliance* como una institución destinada a un cumplimiento puramente formal de los requisitos legales para evitar sanciones. Sin embargo, dicha actitud es claramente insuficiente, pues no se trata solo de evitar sanciones, sino de garantizar que se cumple, no solo la ley, sino también el espíritu de la misma. En este sentido, los comités éticos podrían ejercer una labor muy positiva al considerar principios éticos y no sólo legales.

La denominada banca en la sombra o *shadow banking* y los paraísos fiscales son instrumentos de evasión del control de los reguladores que alimentan las burbujas especulativas desviando hacia actividades especulativas inversiones que podrían ir a financiar la economía real y facilitando la elusión fiscal y el lavado de dinero. Igual motivación es compartida por el mercado *offshore* de los euro-dólares, que son

depósitos de dólares en bancos fuera de los Estados Unidos, que no están sujetos a la misma regulación a la que están sujetos los bancos en Estados Unidos.

La fiscalidad justa ejerce una importante labor redistributiva y de creación de riqueza mediante la financiación de inversiones públicas. Por ello, los paraísos fiscales constituyen un grave perjuicio al facilitar la evasión fiscal y sustraer capitales que son necesarios para el desarrollo de los países, especialmente de los más pobres. Un impuesto a las transacciones financieras hacia los paraísos fiscales podría solucionar gran parte del problema del hambre en el mundo.

Desgraciadamente, aunque ha habido progresos para la regulación de los paraísos fiscales, todavía queda mucho por hacer debido a la fuerte resistencia que ejercen amparándose en su gran poder de influencia. Sería preciso una exigencia de mayor transparencia por parte de las empresas transnacionales respecto de donde pagan sus impuestos y mayores sanciones a aquellos países que faciliten la evasión fiscal y el lavado de dinero.

Un punto aparte merece la gestión de la deuda pública de los países pobres. En muchos casos, los capitales privados depositados en los paraísos fiscales igualan o superan esa deuda que con frecuencia es fruto de la socialización de las pérdidas originadas por entidades privadas. Solo los intereses abonados en el servicio de la deuda suponen una grave losa que obliga a la realización de ajustes estructurales. La solución de este problema de la deuda pasa por una gestión más profesional de las finanzas públicas en los países pobres y por una reducción o quita de la deuda por parte de los países acreedores, muchos de los cuales son países ricos que se lo pueden permitir. Ello redundaría en una reducción del riesgo financiero sistémico y en una mejora en la situación de los países pobres.

En documento termina esta sección recordando que cada uno de nosotros como consumidores y ahorradores debemos ejercer un juicio ético a la hora de consumir y ahorrar, huyendo de aquellas empresas poco éticas que desarrollan su actividad al margen del bien común, como son las que no respetan unos mínimos derechos laborales o contaminan impunemente aprovechándose de normativas ambientales poco exigentes.

En la cuarta y última sección (Conclusión) el documento afirma que los retos a los que nos enfrentamos no deben hacernos desfallecer en la búsqueda del bien común pensando que ante semejantes fuerzas opresoras poco podemos hacer individualmente. Muy al contrario, debemos ser conscientes de que nuestro esfuerzo se apoya en el poder

de Cristo que es el Señor de la historia y en la red de relaciones que supone la Iglesia terrena y celestial.

Tabla 3. 4 Comparación entre los dos documentos

1. Por una reforma del sistema financiero y monetario internacional en la perspectiva de una autoridad pública con competencia universal (2011)	2. Consideraciones para un discernimiento ético sobre algunos aspectos del actual sistema económico y financiero (2018)
<p>Nº Resumen:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1 La economía financiera ha crecido mucho más que la real</li> <li>2 El crecimiento del crédito crea burbujas financieras que dañan la economía</li> <li>3 El crecimiento económico no ha reducido la desigualdad</li> <li>4 Ello se debe al modelo liberal y a la visión individualista y utilitarista</li> <li>5 El mercado no puede tener la primacía</li> <li>6 Se necesita una ética. No basta la tecnocracia</li> <li>7 El G7 y el G20 son un paso positivo pero insuficiente para la coordinación</li> </ol>	<p>Nº Resumen:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1 Reconoce el aumento de la riqueza en las segunda mitad del siglo XX</li> <li>2 La Iglesia no apadrina ningún modelo económico</li> <li>3 El crecimiento económico no ha reducido la desigualdad</li> <li>4 Los mercados financieros no pueden autorregularse</li> <li>5 Para la Iglesia el hombre es más que un mero consumidor: prima su carácter relacional</li> <li>6 Se necesita unos principios éticos claros para garantizar el bien común</li> <li>7 La economía ha de llevar a un desarrollo integral del hombre</li> </ol>
<p>Nº Recomendaciones particulares:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1 Creación de una autoridad pública mundial, para regular los mercados financieros</li> <li>2 Imposición fiscal a las transacciones financieras</li> <li>3 Recapitalización de los bancos si tienen comportamientos virtuosos</li> <li>4 Separación entre la actividad de banca ordinaria de la banca de inversión</li> </ol>	<p>Nº Recomendaciones particulares:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1 Mayor coordinación entre los reguladores, que han de ser independientes</li> <li>2 Imposición fiscal a transacciones financieras a paraísos fiscales</li> <li>3 Garantizar que los bancos mantienen suficiente capital ante una crisis</li> <li>4 Separación entre la actividad de banca ordinaria de la banca de inversión</li> <li>5 Mejor supervisión, especialmente de los instrumentos financieros novedosos</li> <li>6 Mayor transparencia en la información facilitada a los ahorradores</li> <li>7 Prohibir la oferta de productos financieros no adecuados a los ahorradores</li> <li>8 Restringir las inversiones especulativas de alta frecuencia</li> <li>9 Restringir las ventas en corto (<i>short-selling</i>)</li> <li>10 Fomentar el crédito cooperativo, el público, las microfinanzas y la ayuda al desarrollo</li> <li>11 Prohibir la excesiva rotación de las carteras con objeto de obtener comisiones</li> <li>12 Prohibir los préstamos con requisitos de contratación poco adecuados al deudor</li> <li>13 Orientar la retribución de los directivos hacia objetivos a medio/largo plazo</li> <li>14 Introducir criterios de responsabilidad corporativa aparte del beneficio</li> <li>15 Introducir los comités éticos en los bancos</li> <li>16 Regulación de las agencias de evaluación de riesgos (<i>rating</i>)</li> <li>17 Regular los productos de alto riesgo como las titulizaciones de hipotecas <i>subprime</i></li> <li>18 Regular los mercados extrabursátiles no regulados (OTC)</li> <li>19 Prohibición de permutas de incumplimiento crediticio (CDS), sin exposición al riesgo</li> <li>20 Regular las tasa LIBOR para evitar manipulaciones</li> <li>21 Regular los comités internos de <i>compliance</i> * para que cumplan el espíritu de la ley</li> <li>22 Regular la banca en la sombra, los paraísos fiscales y los euro-dólares</li> <li>23 Regular los paraísos fiscales</li> <li>24 Mayor transparencias de las compañías transnacionales sobre dónde pagan impuestos</li> <li>25 Condonación de parte de la deuda de los países pobres</li> <li>26 Promover el consumo y la inversión ética por parte de los ciudadanos</li> </ol> <p>* Comités de cumplimiento de conformidad</p>

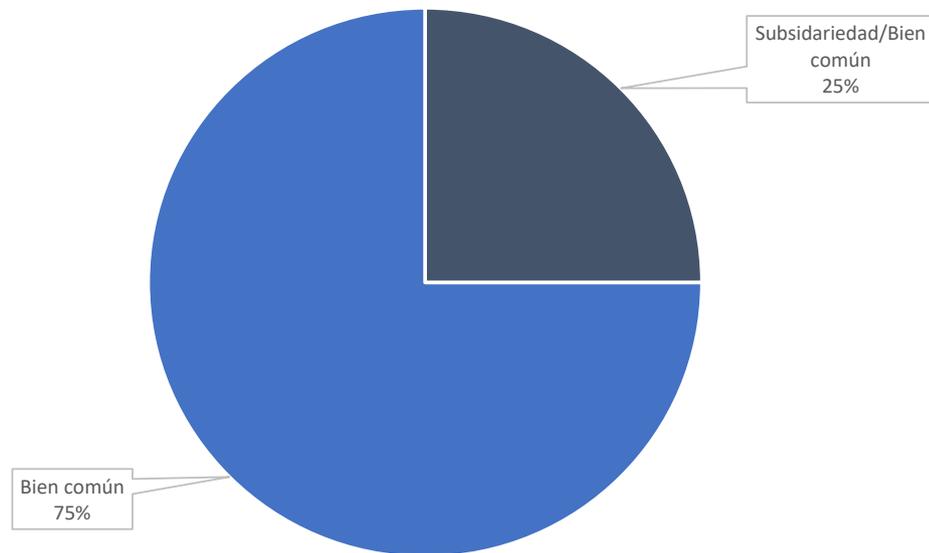
### 3.4 Balance de las recomendaciones según los principios de la DSI

Como se ve claramente, la mayor parte de las recomendaciones están inspiradas en el principio del bien común.

Tabla 3. 5 Asignación de los principios de la DSI a las recomendaciones

Primer Documento (2011)

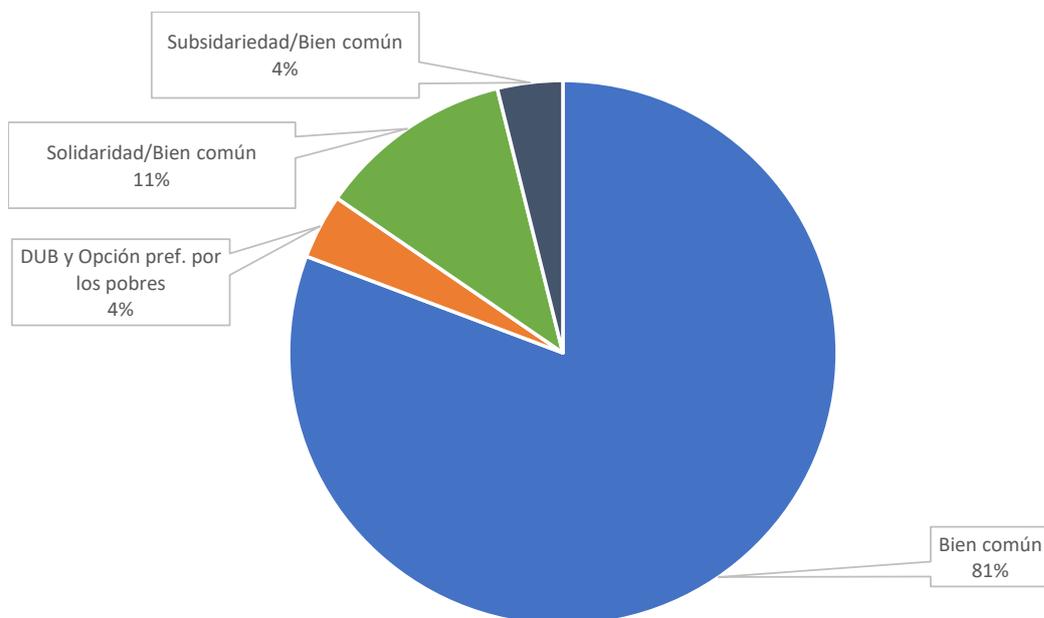
Nº	Recomendaciones particulares:	Principio DSI
1	Creación de una autoridad pública mundial, para regular los mercados financieros	Subsidiariedad/Bien común
2	Imposición fiscal a las transacciones financieras	Bien común
3	Recapitalización de los bancos si tienen comportamientos virtuosos	Bien común
4	Separación entre la actividad de banca ordinaria de la banca de inversión	Bien común



## Segundo Documento (2018)

Nº	Recomendaciones particulares:	Principio DSI
1	Mayor coordinación entre los reguladores, que han de ser independientes	Subsidiariedad/Bien común
2	Imposición fiscal a transacciones financieras a paraísos fiscales	Bien común
3	Garantizar que los bancos mantienen suficiente capital ante una crisis	Bien común
4	Separación entre la actividad de banca ordinaria de la banca de inversión	Bien común
5	Mejor supervisión, especialmente de los instrumentos financieros novedosos	Bien común
6	Mayor transparencia en la información facilitada a los ahorradores	Bien común
7	Prohibir la oferta de productos financieros no adecuados a los ahorradores	Bien común
8	Restringir las inversiones especulativas de alta frecuencia	Bien común
9	Restringir las ventas en corto ( <i>short-selling</i> )	Bien común
10	Fomentar el crédito cooperativo, el público, las microfinanzas y la ayuda al desarrollo	Solidaridad/Bien común
11	Prohibir la excesiva rotación de las carteras con objeto de obtener comisiones	Bien común
12	Prohibir los préstamos con requisitos de contratación poco adecuados al deudor	Bien común
13	Orientar la retribución de los directivos hacia objetivos a medio/largo plazo	Bien común
14	Introducir criterios de responsabilidad corporativa aparte del beneficio	Solidaridad/Bien común
15	Introducir los comités éticos en los bancos	Bien común
16	Regulación de las agencias de evaluación de riesgos (rating)	Bien común
17	Regular los productos de alto riesgo como las titulizaciones de hipotecas <i>subprime</i>	Bien común
18	Regular los mercados extrabursátiles no regulados (OTC)	Bien común
19	Prohibición de permutas de incumplimiento crediticio (CDS), sin exposición al riesgo	Bien común
20	Regular las tasa LIBOR para evitar manipulaciones	Bien común
21	Regular los comités internos de <i>compliance</i> * para que cumplan el espíritu de la ley	Bien común
22	Regular la banca en la sombra, los paraísos fiscales y los euro-dólares	Bien común
23	Regular los paraísos fiscales	Bien común
24	Mayor transparencias de las compañías transnacionales sobre dónde pagan impuestos	Bien común
25	Condonación de parte de la deuda de los países pobres	DUB y Opción pref. por los pobres
26	Promover el consumo y la inversión ética por parte de los ciudadanos	Solidaridad/Bien común

\* Comités de cumplimiento de conformidad



### 3.5 Los mercados financieros y LS

El propósito de esta sección es analizar la influencia que las cuestiones ambientales, sociales y de gobernanza, referidas con el acrónimo ASG<sup>93</sup>, están teniendo en los mercados financieros y relacionarla con la encíclica LS.

Francisco denuncia en esta encíclica el papel de los poderes económicos que, defendiendo sus intereses (LS 56, 129, 196, 203), se oponen a la solución de los problemas ambientales, enmascarando u ocultando los síntomas de deterioro (LS 31, 169).

Para Francisco, citando al Patriarca Ecuménico Bartolomé, la raíz de los problemas ecológicos son éticas y espirituales. Se trata de una falta de ética, de cultura y de espiritualidad, consecuencia de la utilización del paradigma tecnocrático y de un antropocentrismo desviado, por lo que las soluciones meramente técnicas, solo atacarían los síntomas y no las causas; es preciso «un cambio del ser humano» (LS 9)

Francisco denuncia la desigualdad que implica el deterioro ambiental, pues afecta sobre todo a los más pobres (LS 48), y que los problemas ecológicos y sociales son inseparables: «un verdadero planteo ecológico se convierte siempre en un planteo social» (LS 49). Asimismo, habla de una «deuda ecológica» de los países ricos con los más pobres (LS 51).

Francisco cree que la solución al «antropocentrismo desviado» (LS 118) tiene que basarse en los principios de la DSI: considera el clima como un bien común «de todos y para todos» (LS 23) y la ecología integral como inseparable de la noción de bien común (LS 156), recuerda la subordinación de la propiedad privada al destino universal de los bienes (LS 93), recalca la importancia de la identidad relacional de la persona cuando dice «La crítica al antropocentrismo desviado tampoco debería colocar en un segundo plano el valor de las relaciones entre las personas» (LS 119), afirma que «el principio del bien común se convierte inmediatamente, como lógica e ineludible consecuencia, en un llamado a la solidaridad y en una opción preferencial por los más pobres» (LS 158). Finalmente, llama a la participación de todos: «Hay que dejar de pensar en «intervenciones» sobre el ambiente para dar lugar a políticas pensadas y discutidas por todas las partes interesadas» (LS 183).

Si bien la denuncia que hace Francisco del mundo económico se ajustaba plenamente a la realidad cuando se publicó la encíclica en 2015, hay que constatar el profundo

---

<sup>93</sup> Viene del inglés: *Environmental, Social and Governance criteria* (ESG)

cambio de actitud en la postura tradicional de los grandes fondos de inversión internacionales, que obedece al reconocimiento de los enormes riesgos derivados del cambio climático. Este cambio de postura comenzó a percibirse a partir de 2015, año de publicación de LS, acelerándose considerablemente en los últimos años.

Creo que el papa Francisco ya es consciente de ello. No en vano, el 15 de Junio de 2019 directivos de empresas energéticas y fondos de inversión firmaron un acuerdo en el Vaticano sobre la determinación de precios de carbono y la publicación de riesgos medioambientales<sup>94</sup>.

Como evidencia del cambio de postura del mundo financiero describo la introducción de los Principios de Inversión Responsable de las Naciones Unidas en 2006 basados en criterios ASG, analizo las cartas enviadas desde el 2012 por *Blackrock*, la mayor gestora del mundo por activos bajo gestión, a los directivos de las empresas participadas por el fondo, y detallo el desarrollo en 2011 de las reglas contables del *Sustainability Accounting Standards Board (SASB)*<sup>95</sup> para la publicación de información sobre cumplimiento de normas de sostenibilidad y de las recomendaciones en 2017 de la *Task Force on Climate-related Financial Disclosure (TCFD)*<sup>96</sup> sobre publicación de información financiera relacionada con el clima. Finalmente hablo de los compromisos de inversión para la descarbonización acordados en 2021 en el marco de la COP26<sup>97</sup> por la *Glasgow Financial Alliance for Net Zero (GFANZ)*<sup>98</sup>, una alianza de compañías financieras internacionales que representan el 40% de los activos financieros mundiales.

Por último, hago una comparación entre las cartas de *Blackrock*, que llaman a las compañías participadas a que inviertan bajo criterios ASG, y la encíclica LS. A mi modo de ver son numerosas las coincidencias entre ambas, no en vano comparten objetivos comunes como son la protección del medioambiente y los derechos humanos. Sin embargo, existen también marcadas diferencias en cuanto a los destinatarios y al diagnóstico y solución de los problemas. Los destinatarios son el mundo financiero en el caso de las inversiones ASG y todas las personas de buena voluntad en el caso de LS, y el diagnóstico y la solución de los problemas es más bien tecnocrática en el caso de las inversiones ASG y basada en el reconocimiento de un antropocentrismo desviado y

---

<sup>94</sup> Cf. <https://www.ecojesuit.com/energy-ceos-sign-joint-statements-at-the-vatican-on-carbon-pricing-and-climate-risk-disclosures/>

<sup>95</sup> Cf. <https://www.sasb.org/about/>

<sup>96</sup> Cf. <https://www.fsb-tcf.org/about/>

<sup>97</sup> COP es el acrónimo inglés de «Conference Of the Parties» de la Convención Marco de las Naciones Unidas sobre el Cambio Climático (CMNUCC).

<sup>98</sup> Cf. <https://www.gfanzero.com/>

en la aceptación de que la creación es un don de Dios que debe de ser cuidado por el hombre en el caso de LS.

### 3.5.1 Evolución histórica de la posición del mundo financiero en la cuestión de las inversiones bajo criterios ASG

La visión tradicional de la empresa está basada en el paradigma neoclásico. En este paradigma el objetivo de la empresa es maximizar el retorno a sus accionistas. Cualquier otro tipo de consideración sobra, como afirma Milton Friedman:

There is one and only one social responsibility of business -to use its resources and engage in activities designed to increase its profits so long as it stays within the rules of the game, which is to say, engages in open and free competition without deception or fraud<sup>99</sup>

Según el paradigma neoclásico, la consideración de otros objetivos reduciría la rentabilidad al accionista. Este último tienen vías alternativas para ejercer sus preferencias morales, así que las empresas se han de limitar a maximizar la rentabilidad financiera dentro de la ley.

A raíz del libro de Friedman fueron surgiendo otras voces que reclamaban también un papel a otros agentes. Según esta visión la empresa ha de tener en cuenta las externalidades negativas que imponen costes a toda la comunidad, incluidos los accionistas de otras compañías. Por ello la empresa ha de responder no solo antes sus accionistas, sino ante todas las partes interesadas o *stakeholders*, incluidos los clientes, empleados, suministradores, otras empresas y las comunidades en las que opera<sup>100</sup>.

Aunque siempre ha habido voces en contra de ampliar el objetivo de la empresa<sup>101</sup>, en los últimos años son mayoría las que abogan por una visión más amplia de las responsabilidades empresariales.

En 2005 el Secretario General de la ONU Kofi Annan invitó a una grupo de inversores institucionales a redactar los Principios de Inversión Responsable basados en la aplicación de criterios ambientales, sociales y de gobernanza (ASG) en la toma de decisiones de inversión. En Abril de 2006 se publicaron dichos principios que con el tiempo han ido ganando aceptación. De las 100 compañías firmantes en la fecha de su

---

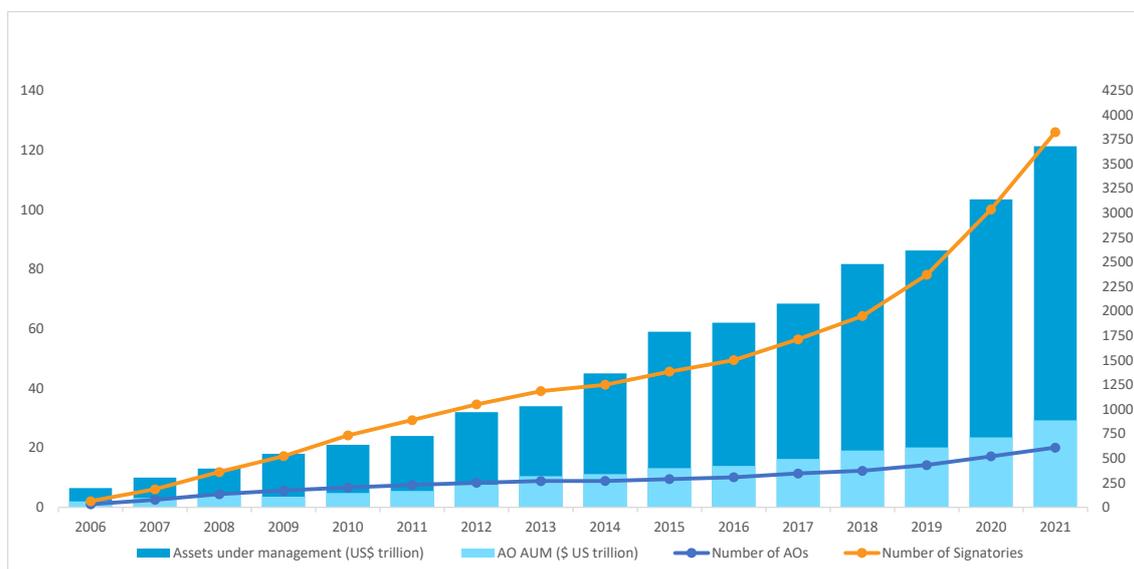
<sup>99</sup> Milton Friedman and Rose D. Friedman, *Free to choose* (San Diego u.a: Harcourt Brace Jovanovich, 1990).

<sup>100</sup> Daniel H. Gray, "Standards of Corporate Responsibility Are Changing," *Financial Analysts Journal* 27, no. 5 (1971), 28, <https://doi.org/10.2469/faj.v27.n5.28>.

<sup>101</sup> Una de estas voces es la de Terry Smith fundador del fondo *Fundsmith Equity* de 40 mil millones de dólares de activos bajo gestión y uno de los mayores accionistas de Unilever, quien se queja del mal comportamiento bursátil de la compañía y lo atribuye a su obsesión por la sostenibilidad que les impide enfocarse en los fundamentales del negocio (Financial Times 12/01/2022).

publicación, se ha pasado a más de 4,000 en 2021 que representa más de 120 billones de dólares en activos bajo gestión, alrededor de 1,4 veces el PIB mundial<sup>102</sup>.

Figura 3. 2 Signatarios de los Principios de Inversión Responsable



Fuente: Principles for Responsible Investment<sup>103</sup>

Un hecho significativo es la carta enviada por *Blackrock*, el mayor fondo inversor del mundo y signatario de los Principios de Inversión Responsable, a los directivos de las empresas participadas por el fondo urgiéndoles a mirar más allá de los resultados financieros:

Society is demanding that companies, both public and private, serve a social purpose. To prosper over time, every company must not only deliver financial performance, but also show how it makes a positive contribution to society<sup>104</sup>

*Blackrock* está convencido de que la evaluación correcta de riesgos empresariales relacionados con la sostenibilidad depende del acceso a información homogénea y de calidad. Por ello en 2019 solicitó a todas las compañías donde invierte que publiquen información financiera según las recomendaciones del SASB y de la TCFD.

Otras muestras recientes de interés del mundo financiero sobre estas cuestiones son los compromisos de la GFANZ y la creciente popularidad de los fondos que invierten bajo criterios ASG.

En el marco de la COP26, la GFANZ formada por 450 empresas pertenecientes al sector financiero de 45 países con más de 130 billones de dólares en activos o el 40%

<sup>102</sup> Cf. <https://www.unpri.org/pri/about-the-pri>

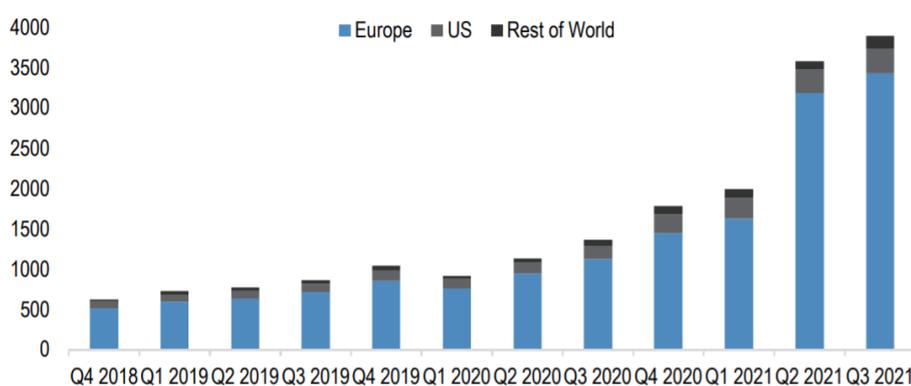
<sup>103</sup> Cf. <https://www.unpri.org/about-us/what-are-the-principles-for-responsible-investment>

<sup>104</sup> Cf. <https://www.blackrock.com/corporate/investor-relations/larry-fink-ceo-letter>

del total mundial, se comprometió a lograr la meta de cero emisiones y financiar este objetivo con los 100 billones de dólares de inversión necesaria para alcanzarlo durante las tres próximas décadas.

El volumen de fondos que invierten bajo criterios ASG prácticamente se ha doblado entre marzo y diciembre de 2021 alcanzando los 3,9 billones de dólares, la mayor parte en Europa. Según *Bank of America* uno de cada tres dólares que entraron en fondos de bolsa en 2021 fueron a fondos que invierten bajo criterios ASG<sup>105</sup>.

Figura 3. 3 Evolución de los activos gestionados bajo criterios ASG

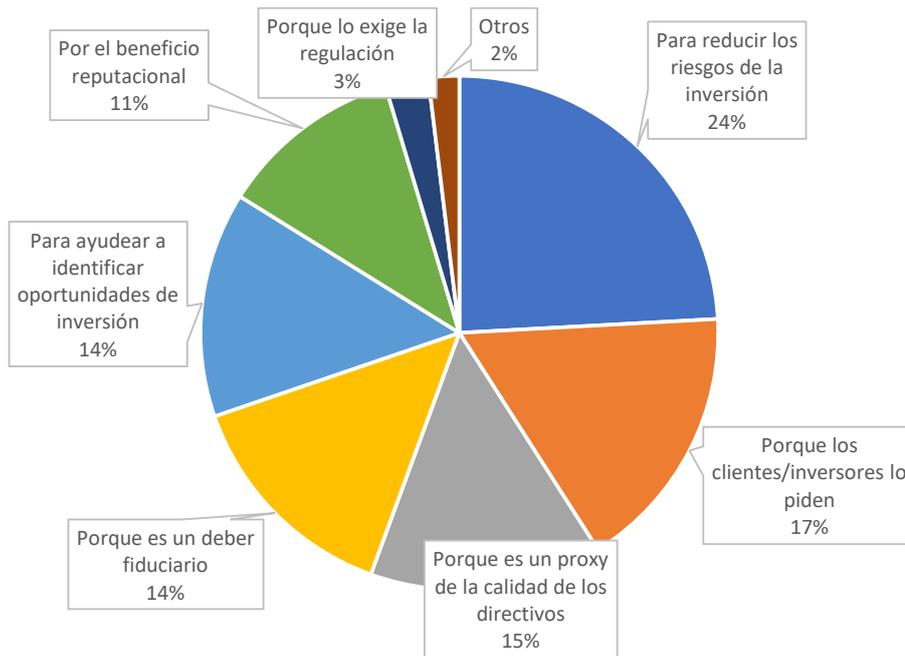


Fuente: J.P. Morgan

Como indica la figura adjunta el principal motivo por el que los inversores están cada vez más interesados en cuestiones ASG es para gestionar mejor el riesgo. No parece, por tanto, que la decisión venga motivada principalmente por cuestiones morales.

<sup>105</sup> Expansión, 31/12/2021 pg. 19

Figura 3. 4 Motivos por los que los inversores tienen en cuenta cuestiones ASG

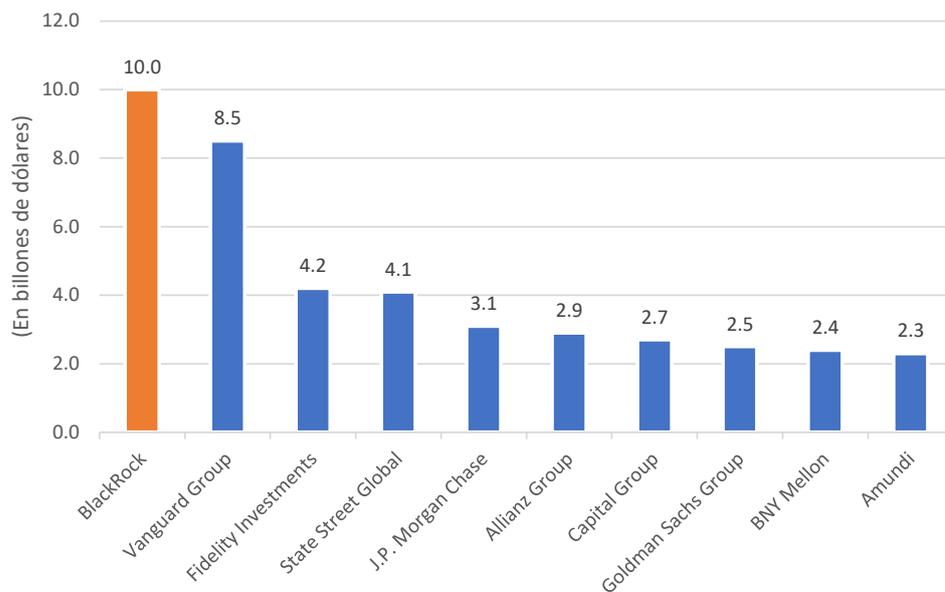


Fuente: CFA Institute

### 3.5.2 Evaluación de las cartas a las compañías participadas de *Blackrock*

*Blackrock* es la mayor gestora de activos del mundo con casi 10 billones de euros de activos, equivalente a unas diez veces el PIB español.

Figura 3. 5 Las diez mayores gestoras de activos a nivel mundial por activos



Fuente: Fundspeople<sup>106</sup>

<sup>106</sup> Cf. <https://fundspeople.com/es/las-gestoras-mas-grandes-del-mundo-en-2022/>

### *La tradición de las cartas anuales del CEO de Blackrock*

Desde el 2012, con la excepción del 2013, su consejero delegado Larry Fink escribe una carta a los presidentes de las compañías participadas por *Blackrock* en el que expone su visión sobre los retos más importantes a los que han de hacer frente las compañías. Esta carta es muy útil para darse cuenta de las cuestiones clave en la agenda de los mayores inversores mundiales.

Como se ve en la tabla 3.5, el contenido de la carta no ha dejado de aumentar. Las 667 palabras de la primera han pasado a más de 8.000 en 2023, algo que refleja la extensión creciente de los temas tratados.

### *Las cuestiones ASG en las cartas*

Lo más llamativo no es el aumento en los temas tratados, sino el hecho de que hasta el 2016 Larry Fink no hizo ninguna referencia a cuestiones ASG. Bien es cierto que el 24 de mayo del 2015 había tenido lugar la publicación de LS y el 12 de diciembre del 2015 la firma del Acuerdo de Paris para la lucha contra el cambio climático, en el marco de la COP 21. A partir de 2016, y en especial en los últimos años, las cuestiones ASG han acaparado una parte fundamental de la carta, si bien en 2023 han tenido un peso menor.

Algunos autores como el columnista del *Financial Times* Brook Masters especulan que ello se debe a la oposición política:

His [Larry Fink] outspoken support for tackling climate change via investment has made the New York fund manager a target of conservatives. Republican state officials have pulled more than \$4bn of government pension and treasury funds from the firm on the grounds that it is “boycotting” fossil fuel companies or putting social concerns ahead of its fiduciary duty to maximise returns for customers<sup>107</sup>.

No obstante, otros críticos, como Alexandra Mihailescu, opinan lo contrario:

Despite not mentioning ESG explicitly in BlackRock’s nearly 10.000 word long “Annual Chairman’s Letter to Investors”, it is implicitly woven into the text throughout. This isn’t a shift in direction, just a shift in language. Don’t mistake this for retreat -ESG is not abandoned, just embedded. This is a message to all stakeholders that sustainability risk and “double materiality” remain key pillars for both investing and doing business -with the viability of the economy, people and the planet in mind<sup>108</sup>.

---

<sup>107</sup> Cf. <https://www.ft.com/content/cbabba40-f449-48fc-bab9-609583171406>

<sup>108</sup> Cf. <https://www.ft.com/content/99c7a516-12ae-43ff-960f-e1e104241594>

Tabla 3. 6 Porcentaje de palabras relacionadas con la temática ASG sobre el total

Año	Numero total de palabras de la carta	Palabras ASG*	% Palabras ASG
2012	667		
2014	716		
2015	1,182		
2016	1,680	151	9%
2017	1,470	91	6%
2018	1,989	149	7%
2019	1,434	222	15%
2020	2,328	1,845	79%
2021	2,895	2,663	92%
2022	3,075	2,867	93%
2023	8,138	2,043	25%

\*Ambientales, Sociales y de Gobierno

Fuente: *Blackrock*<sup>109</sup> y elaboración propia

#### *Evolución de los objetivos de las cartas*

Desde mi punto de vista las cartas se podrían agrupar en dos grandes grupos. Un primer grupo de 2012 a 2015 con una visión estrecha de los objetivos de *Blackrock* (maximizar el retorno de los inversores), y un segundo grupo a partir entre 2016 con una visión más amplia (tiene en cuenta otras partes interesadas aparte de los inversores) especialmente la transición energética.

Para apreciar la evolución en el pensamiento de Larry Fink hacia posturas alineadas con LS es útil fijarse en los mensajes más significativos.

En 2012 Larry Fink declara que el único objetivo de *Blackrock* es maximizar el retorno de sus inversores, algo en las antípodas de los postulados de LS.

En 2014, tras un año en el que no se publicó carta alguna, añade como objetivo de *Blackrock* mejorar la situación financiera de “a la gente que sirve”, sin especificar muy bien quienes son. Sigue a las antípodas de LS, pero es un primer paso hacia una visión más amplia de la responsabilidad corporativa.

En 2015 incluye la mejora de la economía como otro de los objetivos de *Blackrock*. Otro pequeño paso en la dirección de ampliar la responsabilidad corporativa en la línea de LS.

<sup>109</sup> Cf. <https://www.blackrock.com/corporate/investor-relations/larry-fink-annual-chairmans-letter>

En 2016 menciona la necesidad de incorporar consideraciones ASG en la toma de decisiones, lo que representa un cambio cualitativo. No obstante, el argumento que emplea sigue basado en consideraciones puramente financieras en el sentido de que estas cuestiones representan riesgos y oportunidades financieras. Según *Blackrock* aquellas compañías que tratan estas cuestiones correctamente demuestran excelencia operativa. Aventuro que este paso crucial en la línea de LS, quizá esté motivado por la publicación de la encíclica el año previo.

En 2017 vuelve a mencionar la importancia de considerar factores ASG, pero esta vez añade la importancia de reconocer el papel de la compañía como miembro de la comunidad en la que opera. Deja a la imaginación del lector qué significa ser miembro de la comunidad, pero uno puede pensar que se refiere a ser un miembro responsable que tiene en cuenta las necesidades de la comunidad; otro paso más en la dirección de LS.

En 2018 Larry Fink menciona de la necesidad que tienen las compañías de contribuir positivamente a la sociedad y de aumentar la prosperidad y seguridad de los ciudadanos. Ya no deja a la imaginación lo que significa ser un miembro de la comunidad. Ha de ser un miembro que contribuya positivamente a la comunidad; sigue la senda propuesta por LS.

En 2019 reconoce que los gobiernos son incapaces de resolver determinadas cuestiones sociales, políticas y económicas y es deber de las compañías contribuir a su solución. Añade también que los beneficios de las empresas no pueden ser el único criterio y que son esenciales para que las compañías sirvan a todas las partes interesadas, no solo a los inversores sino también a los empleados, clientes y comunidades. Nuevamente otro paso más en la dirección de LS, esta vez reconociendo que las compañías son una parte esencial de la solución de los problemas sociales, políticos y económicos.

En el 2020 Larry Fink anuncia que estamos a las puertas de un cambio fundamental en las finanzas mundiales como resultado de la crisis climática y que ésta es la cuestión que más preocupa a los clientes de *Blackrock*. Añade también que *Blackrock* votará en contra del Consejo de Administración de las compañías participadas por el fondo en la Junta Anual de accionistas, esto es, pedirá la sustitución de los directores de las compañías, si considera que no publican indicadores de sostenibilidad o incumplen objetivos de sostenibilidad<sup>110</sup>. Y como muestra de que habla en serio, dice que así lo ha

---

<sup>110</sup> La carta añade “This year, we are asking the companies that we invest in on behalf of our clients to: (1) publish a disclosure in line with industry-specific SASB guidelines by year-end (Sustainability Accounting Standards Board) .... and (2) disclose climate-related risk in line with TCFD’s

hecho en el caso de 2,700 compañías. Otro paso más en la dirección de LS, pero esta vez con un lenguaje duro; quien no cumpla que se atenga a las consecuencias.

En el 2021 *Blackrock* reconoce que es neutral en emisiones de carbono y declara que luchará para que el objetivo de neutralidad en emisiones de carbono globales se alcance antes del 2050. También anuncia el gran número de compañías que se han adherido a las recomendaciones sobre publicación de factores de sostenibilidad bajo las normas SASB y TCFD. Nuevamente un paso más en la dirección de LS con evidencia del progreso realizado ese año.

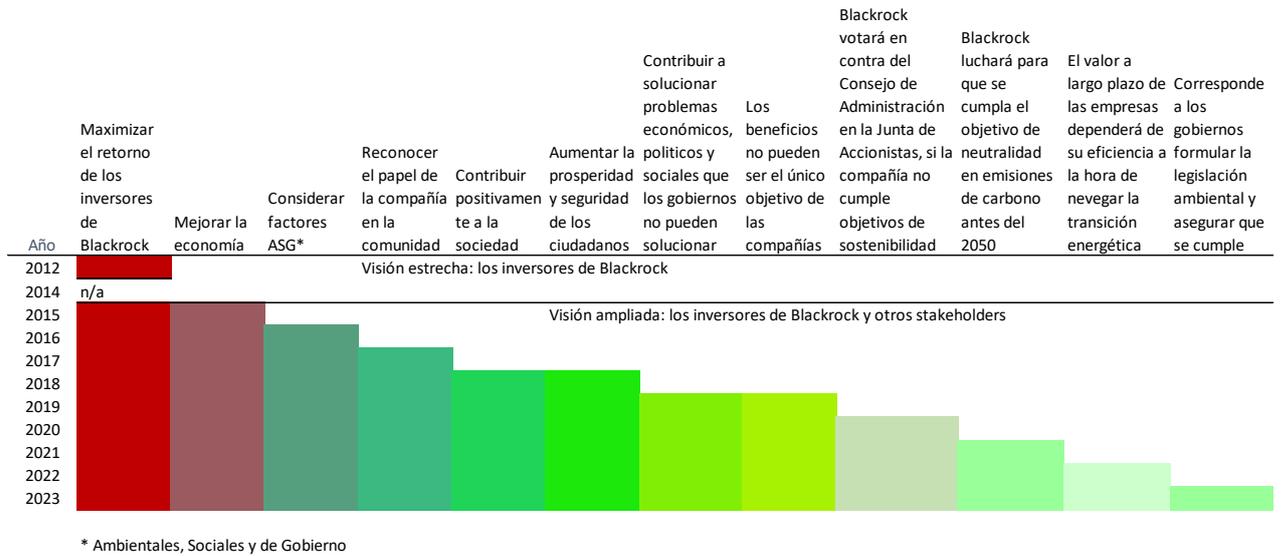
En el 2022 *Blackrock* afirma que todo el mundo, accionistas, empleados, clientes, comunidades y reguladores esperan que las compañías jueguen un papel en la descarbonización de la economía y que pocas cosas van a determinar más hacia dónde se van a encaminar las inversiones y, por tanto, el valor a largo plazo de las empresas que la manera en que navegan eficientemente la transición energética en el futuro. Las futuras 1.000 mayores empresas de reciente creación no serán buscadores de internet o redes sociales, sino compañías que ayuden a que el mundo se descarbonice y que la transición energética se haga al menor coste posible. Como se observa, sigue la misma dinámica que en cartas anteriores.

En el 2023 la carta afirma que corresponde a los gobiernos, no a las compañías, fijar los objetivos de transición energética, formular la legislación ambiental y asegurar su cumplimiento. La transición energética va a ser desigual según los países y sectores económicos. El petróleo y gas seguirán teniendo un papel esencial en los próximos años. En esta última carta se sigue reivindicando un papel preponderante de las cuestiones ASG en las estrategias empresariales, pero se aprecia un ligero cambio de actitud para recordar que la responsabilidad final en este tema la tienen los gobiernos.

---

recommendations (Task Force on Climate-related Financial Disclosure), you have not already done so. This should include your plan for operating under a scenario where the Paris Agreement's goal of limiting global warming to less than two degrees is fully realized, as expressed by the TCFD guidelines".

Figura 3. 7 Objetivos de *Blackrock* según Larry Fink



Fuente: *Blackrock* y elaboración propia

### 3.5.3 Puntos comunes y divergentes entre las cartas de *Blackrock* y LS

A continuación, realizo una comparación que entre las cartas de *Blackrock* y LS para ilustrar puntos comunes y divergentes. Esta comparación no pretende ser exhaustiva.

#### *Puntos comunes*

Tanto la encíclica como las cartas ponen de manifiesto la gravedad de la crisis medioambiental. Bien es cierto que la encíclica se adelantó a las cartas ya que data del 2015 y las cartas solo alertan de la emergencia climática en el 2020.

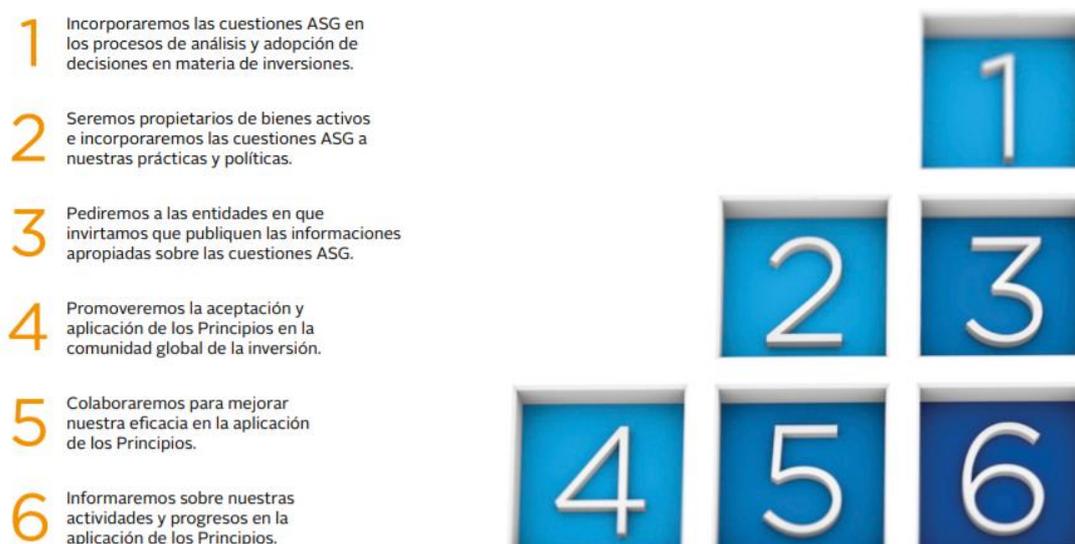
LS en el número 187 coincide con las cartas al afirmar que la rentabilidad no puede ser el único criterio a tener en cuenta en las inversiones. La carta de 2019 afirma que los beneficios no pueden ser el único objetivo de las compañías.

La encíclica pone de manifiesto en el número 53 la necesidad de construir liderazgos que marquen caminos. Un ejemplo de este liderazgo es el que representan las cartas llamando a la responsabilidad ambiental y social a los directivos de las compañías en las que invierte *Blackrock*.

LS en número 54 advierte de la debilidad de la reacción política internacional. Algo parecido hace la carta del 2019 al afirmar que las compañías han de contribuir a solucionar los problemas que los gobiernos son incapaces de solucionar.

Ese mismo año *Blackrock* habla de la necesidad de acatar los seis Principios de Inversión Responsable promulgados por las Naciones Unidas. Estos principios se basan en la toma de decisiones de inversión considerando factores ASG.

Figura 3. 6 Principios de Inversión Responsable de las Naciones Unidas



Fuente: Principles for Responsible Investment<sup>111</sup>

Tabla 3. 8 Ejemplos de cuestiones ASG

Ambientales	Sociales	Gobierno
Cambio climático	Satisfacción del cliente	Composición del consejo
Polución	Protección de datos	Estructura comité de auditoría
Biodiversidad	Diversidad de género	Corrupción y sobornos
Deforestación	Motivación de empleados	Retribución a directivos
Eficiencia energética	Relaciones con la comunidad	Lobbying
Gestión de residuos	Derechos Humanos	Contribuciones políticas
Escasez de agua	Condiciones laborales	Denuncia de irregularidades

Fuente: Principles for Responsible Investment

a. Factores ambientales (A)

Los factores ambientales tienen en cuenta cuestiones como el cambio climático, el uso sostenible de la tierra, la gestión de los plásticos y del agua, la exploración de hidrocarburos, la generación de metano o la biodiversidad.

La consideración de estos factores ambientales coincide con el cuidado de la casa común de LS.

<sup>111</sup> Cf. <https://www.unpri.org/download?ac=10970>

## b. Factores sociales (S)

Los factores sociales se basan en el reconocimiento de los derechos humanos en tres ámbitos: compromiso político, procesos de debida diligencia y acceso a reparaciones por incumplimiento.

COMPROMISO POLÍTICO	PROCESOS DE DEBIDA DILIGENCIA				ACCESO A UNA REPARACIÓN
Adoptar un compromiso político de respeto a los derechos humanos reconocidos internacionalmente	Identificar los resultados negativos para las personas (reales y potenciales) originados por empresas en las que se invierte	Prevenir y mitigar los resultados negativos (reales y potenciales) identificados	Supervisar la gestión en curso sobre los resultados en materia de derechos humanos	Comunicar a clientes, beneficiarios, partes interesadas afectadas y público general sobre los resultados y las medidas adoptadas	Habilitar o proporcionar acceso a una reparación

Fuente: Principles for Responsible Investment

Los derechos humanos incluyen como mínimos los siguientes:

	<b>Carta Internacional de Derechos Humanos</b> <small>(que comprende la Declaración Universal de los Derechos Humanos; el Pacto Internacional de Derechos Económicos, Sociales y Culturales; el Pacto Internacional de Derechos Civiles y Políticos y los dos Protocolos Opcionales)</small>	<b>Declaración de la Organización Internacional del Trabajo relativa a los Principios y Derechos Fundamentales en el Trabajo y los ocho convenios fundamentales</b>
EJEMPLOS	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Derecho a la no discriminación</li> <li>■ Derecho a la salud</li> <li>■ Derecho a un nivel de vida adecuado</li> <li>■ Derecho a la libertad de expresión</li> <li>■ Derecho a la privacidad</li> <li>■ Derecho al salario digno</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ La eliminación del trabajo forzoso u obligatorio</li> <li>■ La eliminación efectiva del trabajo infantil</li> <li>■ La eliminación de la discriminación en materia de empleo y ocupación</li> <li>■ Libertad de asociación y libertad sindical y derecho a la negociación colectiva</li> </ul>

Fuente: Principles for Responsible Investment

El respeto a los derechos humanos es fundamental para la consecución de los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS) que constituyen otro de los objetivos finales de los Principios de Inversión Responsable.

Figura 3. 7 Objetivos de Desarrollo Sostenible



Fuente: Naciones Unidas<sup>112</sup>

Al igual que en el caso de los factores ambientales, existen muchas coincidencias entre los factores sociales y LS. Prueba de ellos es que el Representante Residente Adjunto del PNUD en Argentina, Benigno Rodríguez, afirmó que LS “ha sido un faro que alumbró un año de decisiones de gran importancia global: la Agenda 2030 y los Objetivos de Desarrollo Sostenible junto al Acuerdo de París sobre Cambio Climático”

#### c. Factores de gobernanza (G)

Finalmente, los factores de gobernanza tienen que ver con la forma en que la dirección de la compañía gestiona conflictos de intereses, casos de corrupción, contribuciones a partidos políticos, remuneración del Consejo de Administración y otras cuestiones relacionadas con la toma de decisiones bajo criterios éticos. Aunque LS no se refiere explícitamente a estas cuestiones el espíritu de la encíclica coincide con la forma de considerar estos factores.

#### *Puntos divergentes*

LS, aunque se dirige a todas las personas de buena voluntad y no solo a los católicos, refleja una visión creyente, no así las cartas de *Blackrock* que se dirigen solo a los directivos de las empresas participadas por el fondo desde una óptica no creyente.

<sup>112</sup> Cf. <https://www.un.org/sustainabledevelopment/es/objetivos-de-desarrollo-sostenible/>

LS afirma que para solucionar el problema medioambiental es preciso un cambio en los estilos de vida y una espiritualidad que resista al paradigma tecnocrático (LS 111). Se requiere no solo una solución técnica, ya que solo atacaría los síntomas, sino un cambio en el ser humano (LS 9). La encíclica llega a decir «menos es más» y aboga por un crecimiento con sobriedad, una vuelta a la simplicidad y una capacidad de gozar con lo poco que evite la dinámica de dominio (LS 222). Asimismo, LS menciona la necesidad de una conversión ecológica, por la que cada uno se convierte en protector de la obra de Dios (LS 216). También reivindica el papel esencial de la educación en responsabilidad ambiental, especialmente en el ámbito familiar (LS 213) que permita a las personas conservar la capacidad de apreciar lo bello (LS 215), y el valor de cada cosa por pequeña que sea. Las cartas por el contrario se dirigen a directivos de compañías y, por tanto, no hablan de cambios en los estilos de vida, de sobriedad, de conversión ecológica, de educación ni por supuesto de ninguna espiritualidad.

LS afirma que «buscar solo un remedio técnico a cada problema ambiental que surja es aislar cosas que en realidad están entrelazadas y esconder los verdaderos y más profundos problemas del sistema mundial» (LS 111). Las cartas hablan sobre todo de soluciones técnicas a problemas ambientales y sociales.

LS basándose en el esquema tripartito ver (LS 17-100), juzgar (LS 101-162) y actuar (LS 163-245)<sup>113</sup> indaga en profundidad sobre los motivos del deterioro ambiental y social. Se trata de una ausencia de ética, de cultura y espiritualidad capaz de limitar el inmenso poder que ha alcanzado el hombre. Es consecuencia de la utilización de un paradigma tecnocrático (LS 105) de un antropocentrismo desviado (LS 118) que pretende suplantar a Dios en vez de ser colaborador suyo (LS 117). En última instancia, la crisis ambiental y social se debe a una equivocada visión antropológica del hombre que no reconoce su origen a imagen y semejanza de Dios. Las cartas no se paran a investigar las razones últimas del deterioro ambiental. Se centra en buscar soluciones que pasan por la implementación de medidas basadas en políticas ASG.

LS aboga por una «civilización del amor» y una «cultura del cuidado» que permita detener la degradación ambiental y social (LS 231). Las cartas están muy lejos de emplear el lenguaje del amor y del cuidado.

LS habla también de la ecología cultural «junto con el patrimonio natural, hay un patrimonio histórico, artístico y cultural, igualmente amenazado» (LS 143) y que la

---

<sup>113</sup> Este esquema tripartito procede de la encíclica de Juan XXIII *Mater et Magistra* (236-239)

desaparición de una cultura puede ser tanto o más grave que la de una especie. Las cartas no parecen preocupadas por estas cuestiones.

LS habla de la subordinación de la propiedad privada al destino universal de los bienes (LS 93), del principio del bien común, de la opción preferencial por los pobres (LS 158) y de la deuda ecológica entre el Norte y el Sur (LS 51). También afirma que ha llegado la hora de que algunas partes del mundo crezcan menos para aportar recursos a las partes más pobres (LS 193) y advierte contra la privatización del agua y su control bajo grandes multinacionales (LS30). Las cartas no se pronuncian directamente sobre estas cuestiones, pero no parecen coincidir con la visión de LS.

Otras de las diferencias residen en los argumentos empleados para justificar las medidas a implementar para la protección del medioambiente, la sociedad o la justicia racial. Mientras que LS afirma que la tierra y el hombre son un don de Dios y, por tanto, el hombre debe respetar el orden moral con que ha sido dotado, las cartas de *Blackrock*, por el contrario, emplean un argumento utilitarista que es compartido como hemos visto por la mayoría de los inversores al perseguir una gestión mejor del riesgo. Por ejemplo, las cartas justifican la justicia racial en el empleo porque permite a las compañías acceder a la más amplia base de talento, y recomienda evitar actividades que perjudican a la sociedad porque, aunque pueden ser rentables a corto plazo, a la larga destruyen valor para el accionista. Según las cartas, las compañías que las hacen tendrán que soportar un coste de capital más alto pues los inversores serán reacios a invertir en ellas.

Ilustra este último argumento diciendo que a lo largo de 2020 un 81% de los índices compuestos por compañías sostenibles mostraron una rentabilidad mayor que los índices generales y que en estos últimos las compañías que muestran parámetros ASG mejores, también tienen mayor rentabilidad que el resto.

Finalmente, la encíclica hace afirmaciones sobre la economía y las finanzas que, si bien eran aplicables en el 2015, quizá no lo sean enteramente hoy en día. Por ejemplo, el número 20 es muy crítico con las finanzas al afirmar que pretende ser la única solución de los problemas y a veces origina más problemas. El número 54 afirma que la alianza entre la economía y la tecnología termina dejando afuera lo que no forme parte de sus intereses inmediatos y en el 56 que cualquier cosa que sea frágil, como el medio ambiente, queda indefensa ante los intereses del mercado divinizado, convertidos en regla absoluta. El 58 que el poder conectado con las finanzas es el que más se resiste a los esfuerzos para resolver las causas de los conflictos. El 109 afirma que la economía solo se rige por el rédito sin tener en cuenta las consecuencias negativas para el hombre,

que las finanzas ahogan la economía real y que el mercado por sí mismo no garantiza el desarrollo humano integral y la inclusión social. El 190 que el medioambiente es uno esos bienes que los mecanismos del mercado no son capaces de defender adecuadamente. El 57 que el poder político y las finanzas son los que más se resisten a resolver los conflictos bélicos. Finalmente, el 194 afirma que el discurso del crecimiento sostenible puede ser solo una herramienta de marketing.

Un caso paradigmático se refiere al mercado de derechos de emisión. El número 171 afirma que «la estrategia de compraventa de bonos de carbono puede dar lugar a una nueva forma de especulación, y no servir para reducir la emisión global de gases contaminantes». Cuatro años después de la publicación de LS, los dirigentes de empresas energéticas y fondos de inversión se reunieron en el Vaticano para firmar un compromiso sobre la compraventa de bonos de carbono que supone un claro espaldarazo a este instrumento.

En resumen, si bien movido por motivaciones no siempre coincidentes con LS, el mundo financiero en los últimos años se está aproximando en numerosos puntos a los planteamientos de la encíclica LS.

## CAPITULO 4 CONCLUSIONES

Los tres documentos analizados: RSFM, DESEF y LS basan el diagnóstico y la solución de los problemas económicos, financieros, sociales y ecológicos en los principios y valores de la DSI. En todos ellos destaca sobremanera el papel central del bien común, que se funda en la dignidad de la persona humana creada a imagen y semejanza de Dios. Este bien común va más allá de la suma de los bienes particulares, pues es el bien de todos y no se limita al aspecto terrenal, sino que tiene una dimensión trascendente.

El documento RSFM del Pontificio Consejo “Justicia y Paz” del 2011 hace un buen diagnóstico de los problemas originados por la falta de regulación de los mercados financieros<sup>114</sup>. Sin embargo, al entrar en medidas concretas el resultado es pobre, no solo porque avanza muy pocas medidas, sino porque la mayor parte de ellas no las justifica suficientemente y se echa en falta otras mucho más efectivas. Entre estas últimas se encuentra la regulación en la remuneración de los directivos y operadores financieros para ligarla más a los resultados a largo plazo de los bancos, el incremento en el capital mínimo regulatorio, o los ratios mínimos de liquidez. Como se ha visto recientemente en el caso del banco californiano SVB, los directivos del banco asumieron riesgos excesivos debido a incentivos mal diseñados. Sería preciso que sus incentivos tuvieran más en cuenta los beneficios a largo plazo del banco mediante un sistema de retribución diferida. De esta forma si el banco quiebra por haber asumido demasiado riesgo, los gestores perderían todas las primas diferidas. Asimismo, en momentos de crisis se producen pérdidas por fallidos crediticios y retiradas de depósitos. Por ello es necesario que los bancos dispongan de suficiente capital y activos líquidos para poder hacerles frente. Así se evitaría la socialización de las pérdidas.

De las cuatro medidas propuestas: la creación de una autoridad pública mundial encargada de regular los mercados financieros, la imposición fiscal a las transacciones financieras o tasa Tobin, la exigencia de condiciones a la recapitalización de los bancos a cambio de comportamientos virtuosos y la separación de las actividades de banco comercial y de banca de inversión, la mayor parte de los reguladores y expertos creen

---

<sup>114</sup> Como dice el número 78 del CDSI: «una contribución significativa a la doctrina social de la Iglesia procede también de las ciencias humanas y sociales». El diagnóstico de los mercados financieros realizado por estos documentos toma buena nota de este número, al basarse en los análisis de los expertos económicos.

que solo la primera sería efectiva. Las otras tres son poco efectivas o incluso contraproducentes.

#### 4.1 Imposición fiscal a las transacciones financieras o tasa Tobin

La imposición fiscal a las transacciones financieras o tasa Tobin es una medida desaconsejada por la mayoría de los expertos por diferentes motivos. Según el CFA Institute<sup>115</sup> tiene varias contraindicaciones. En primer lugar es de difícil aplicación pues existe el riesgo de que la actividad financiera se desplace a mercados o países que no aplican esta tasa. En segundo lugar, la experiencia de aquellos países que la han aplicado en el pasado, como es el caso de Suecia entre 1984-91, ha sido decepcionante, ya que los ingresos fiscales fueron muy inferiores a los esperados; algo parecido ocurrió en Estados Unidos con la imposición de una tasa sobre acciones extranjeras, lo que hizo que la compraventa de estas acciones se desplazase al mercado londinense. En tercer lugar, la tasa elevará el coste de capital de las compañías, al hacer más costosas las emisiones de deuda y las salidas a bolsa por la mayor fiscalidad. Al elevar el coste de capital, la inversión en activos productivos disminuirá y, por tanto, el PIB y el empleo. En cuarto lugar, la tasa seguramente tendrá escaso efecto en frenar la especulación puesto que los impuestos en la compraventa de inmuebles son los más altos de todos y eso no impide la especulación inmobiliaria. En quinto lugar, debido a que esta tasa no se va a aplicar a los créditos y los depósitos bancarios, los bancos van a tener un papel más importante en los mercados financieros, lo cual es un contrasentido, ya que fueron ellos los desencadenantes de la crisis por sus políticas crediticias laxas. Por último, a medio y largo plazo los que van a pagar la mayor parte del impuesto serán los usuarios de los bancos, no el sector financiero, que lo trasladará al cliente.

#### 4.2 Imposición de condiciones a la recapitalización de los bancos a cambio de comportamientos virtuosos

La regulación prudencial tiene como objetivo evitar la necesidad de recapitalizar los bancos. Para ello, las medidas avanzadas en Basilea III o Dodd-Frank van en la dirección correcta. Ahora bien, las crisis financieras son algo inevitable por la naturaleza de los bancos, que dependen en todo momento de la confianza de inversores y depositantes. Cuando esta falla, la necesidad de liquidar activos ilíquidos acaba originando problemas de solvencia e implica la necesidad de recapitalizarlos. La pregunta entonces es si merece la pena hacerlo o no. En ocasiones es preferible liquidar

---

<sup>115</sup>Larry Harris, Jay Ritter, and Stephen Schaefer, "Statement of the Financial Economists Roundtable, October 2013: Financial Transaction Taxes," *Financial Analysts Journal* 70, no. 1 (2014), 5, <https://doi.org/10.2469/faj.v70.n1.6>.

el banco o dejar que sea adquirido por un competidor. Si se decide recapitalizarlo es importante tener presente que hacerlo sin condiciones tiene un riesgo moral importante, puesto que puede suponer premiar comportamientos poco prudentes e interesados<sup>116</sup>. En este sentido la recapitalización tiene que suponer severas pérdidas a accionistas y posiblemente a bonistas subordinados, así como la sustitución del equipo directivo responsable. Solo así se ataja el riesgo moral. La mayoría de los reguladores y expertos creen que estas son las condiciones más importantes han de imponerse ante una recapitalización de los bancos.

### 4.3 Separación de las actividades de banco comercial y de banca de inversión

Finalmente, respecto a la separación de las actividades de banca comercial y de banca de inversión se argumenta que con ello se evita que los bancos empleen el dinero de los depositantes, que está asegurado por el fondo de garantía de depósitos<sup>117</sup>, para invertir en productos financieros, como las operaciones por cuenta propia o *proprietary trading*. Esta regla se introdujo en Estados Unidos en Julio de 2010 con la llamada regla de Volcker. Sin embargo, no fueron estas operaciones las que desencadenaron la crisis, y la prohibición tiene el efecto negativo de reducir la liquidez en los mercados financieros, debido a que los bancos ven restringida su capacidad de operar con bonos corporativos, o titulaciones hipotecarias<sup>118</sup>. Como afirman Bernanke, Geithner y Paulson, *Wachovia* y *Washington Mutual* fueron bancos que quebraron por haber concedido malos créditos y no por inversiones especulativas<sup>119</sup>.

El documento DESEF del Dicasterio para el Desarrollo Humano Integral del 2018 hace también un buen diagnóstico de la problemática derivada de la falta de regulación de los mercados financieros, y amplía considerablemente el número de recomendaciones. La mayor parte de ellas coincide con la posición de la mayoría de los reguladores y especialistas en la materia, aunque llama la atención la ausencia de referencia alguna a la necesidad de que los bancos mantengan unos ratios mínimos de liquidez, ya que esta medida constituye una herramienta clave en toda regulación bancaria. Tan solo dos de las 26 recomendaciones -la restricción de las operaciones de alta frecuencia y de las ventas en corto-, van en contra de la posición mayoritaria de los expertos. En otras dos,

---

<sup>116</sup> A menudo estos comportamientos se deben a incentivos mal planteados.

<sup>117</sup> Este fondo garantiza los depósitos bancarios hasta 100.000 euros en caso de quiebra de la entidad bancaria. Información sobre este fondo se puede ver en: <https://www.fgd.es/es/index.html>

<sup>118</sup> Oliver Wyman. "The Volcker Rule Restrictions on Proprietary Trading". (2012). <https://www.oliverwyman.com/our-expertise/insights/2012/feb/the-volcker-rule-restrictions-on-proprietary-trading.html>

<sup>119</sup> Bernanke et al., *Firefighting : the financial crisis and its lessons*, 115.

-la prohibición de la adquisición de permutas de incumplimiento crediticio o CDS sin tener exposición previa al riesgo crediticio y la separación de la actividad de banca ordinaria de la de banca de inversión- no existe un consenso claro.

#### 4.4 La prohibición de las inversiones de alta frecuencia o *high frequency trading*

Los avances en la informática y las comunicaciones facilitan las operaciones de alta frecuencia que reducen a milésimas de segundo la duración de las órdenes de compra y venta de activos.

El Banco Central Europeo opina que los operadores de alta frecuencia aumentan la eficiencia del mercado al operar en contra de errores de precios y en la misma dirección de los precios futuros, reducen el componente de ruido de los precios al operar con diferente información y hacen que los precios sean más eficientes, esto es, que reflejen mejor toda la información disponible. Esto es bueno para la economía porque mejora la asignación de recursos<sup>120</sup>.

El *CFA Institute* cree que no hay nada intrínsecamente fraudulento en las operaciones de alta frecuencia, aunque la aplicación de esta herramienta por parte de las compañías puede dar lugar a actividades fraudulentas. Por tanto, estas actividades deben de ser evaluadas por los mecanismos de control antifraude existentes<sup>121</sup>.

Las operaciones de alta frecuencia reducen la diferencia entre el precio de venta y el de compra (*bid-ask spread*), aumentan la liquidez y permiten una mayor eficiencia a la hora de evaluar el precio de los activos. Por todo ello la mayoría de los reguladores y expertos consideran que tiene un impacto positivo en los mercados.

#### 4.5 La prohibición de las ventas en corto o *short selling*

Las operaciones en corto consisten en la venta de un activo que se ha pedido prestado con el compromiso de devolverlo en un futuro. El vendedor ganará dinero si el precio del activo a la hora de devolverlo es menor del que se vendió<sup>122</sup>.

Los participantes en los mercados financieros tratan de descubrir el valor fundamental de los activos en que invierten mediante el análisis exhaustivo de toda la información disponible, tanto positiva como negativa. Este esfuerzo continuo permite que los precios

---

<sup>120</sup> Jonathan Brogaard, Terrence Hendershott and Ryan Riordan, *High frequency trading and price discovery* (Frankfurt a. M: European Central Bank (ECB), 2013).

<sup>121</sup> High Frequency Trading, CFA Institute, 30 de mayo 2023, <https://www.cfainstitute.org/en/advocacy/issues/high-frequency-trading#sort=%40pubbrowsedate%20descending>

<sup>122</sup> El vendedor a corto tiene que adquirir el activo en el mercado para poder devolverlo.

de los activos reflejen en todo momento esta información, lo que hace que los mercados sean eficientes. Cualquier nueva información sobre un determinado activo se verá reflejada en su valor de mercado, pues de lo contrario existirán oportunidades de arbitraje.

Si se ponen restricciones a operar en base a información negativa, que es lo que ocurriría si se prohíben las ventas en corto, el precio de mercado de los activos no reflejará adecuadamente su valor fundamental. Si las ventas a corto se prohíben los precios de los activos tendrían un sesgo al alza al dificultar que la información negativa sobre un activo se refleje en su precio y al reducir los incentivos para que los inversores investiguen sobre el valor fundamental de las compañías<sup>123</sup>.

Otras ventajas de las ventas en corto es que contribuyen a aumentar la liquidez en el mercado reduciendo los diferenciales entre los precios de venta y de compra, al reducirse los errores derivados de la falta de información. Esta liquidez es especialmente valiosa durante momentos de crisis cuando los vendedores en corto son de los pocos que ofrecen liquidez al mercado al cerrar sus posiciones, esto es, al recomprar las acciones que han pedido prestadas para devolverlas.

Las ventas en corto contribuyen a que los inversores adquieran acciones de compañías al permitirles cubrirse de determinados riesgos. Por ejemplo, un inversor que quiera adquirir acciones de una compañía por creer que está bien gestionada puede cubrirse ante riesgos que afectan al sector poniéndose corto de otras compañías que opere el mismo sector<sup>124</sup>.

Las ventas en corto contribuyen a disciplinar al equipo gestor mejorando la gobernanza de las compañías. Un aumento en el volumen de ventas en corto suele ser una señal de alarma sobre posibles irregularidades, como fue el caso del conglomerado energético Enron o de la inmobiliaria alemana Adler<sup>125</sup>. Finalmente, las ventas en corto benefician a los inversores, pues les permite hacer con sus acciones lo que creen conveniente. Prohibirlas sería el equivalente a prohibir a un propietario alquilar su casa y por tanto vulnera su derecho de propiedad.

Es cierto que las ventas en corto de la deuda pública de un país pueden aumentar los costes de financiación del país, al reducir el precio de sus bonos. Es por ello que la

---

<sup>123</sup>George Bulkley. "Letter: It's the one way research can be profitably traded". *Financial Times*, (31 de marzo de 2012). <https://www.ft.com/content/1f990e69-b3fd-4b7f-a738-26fc0e21b544>

<sup>124</sup>Carson Block. "Post-Brexit UK should pursue short selling reforms to boost markets". *Financial Times*, (23 de marzo). <https://www.ft.com/content/b3bf8331-2e5c-44c3-ac4a-48a2818b6d01>

<sup>125</sup>Lex Populi. "Home truths about betting shares will fall". *Financial Times*, (2 de diciembre 2022) <https://www.ft.com/content/c7a76ce9-f12a-4087-858a-501eb8ce7105>

Unión Europea prohíbe las ventas en corto de la deuda pública. Prohibir las ventas en corto de deuda pública contribuye a reducir los costes de financiación de los países, lo cual a primera vista es positivo, pero tiene también sus desventajas, ya que se pierde una herramienta útil para fortalecer la disciplina presupuestaria. En ausencia de ella los países pueden llegar a endeudarse en exceso, lo que a la postre puede tener consecuencias más graves.

#### 4.6 La prohibición de las permutas de incumplimiento crediticio o CDS

Un CDS permite al comprador cubrirse frente a la quiebra de otra entidad, que puede ser una compañía o un Estado. El comprador suele tener una exposición a esa entidad, pero no necesariamente. Cuando no la tiene se denominan permutas de incumplimiento crediticio en descubierto o *naked* CDS. Los CDS no son muy diferentes a un contrato de seguro.

Los vendedores de CDS, como las compañías de seguros, suelen estar bien capacitados para soportar el riesgo de crédito debido a su gran capitalización y diversificación.

Los CDS facilitan la financiación de compañías de reciente creación, pues los prestamistas pueden cubrirse del riesgo contratando un CDS. También permiten a los compradores cubrirse ante el riesgo de quiebra.

Los CDS son, por tanto, una herramienta de cobertura de riesgos muy útil y prohibirlos sería como prohibir los seguros de vida. En principio no habría ninguna razón para hacerlo desde un punto de vista ético, si bien es importante la transparencia para evitar manipulaciones en el mercado<sup>126</sup>.

El problema surge cuando el comprador de los CDS no tiene una exposición de riesgo al activo sobre el que se ejecuta el CDS<sup>127</sup>. En estos casos no se trataría tanto de una cobertura de riesgos como de una decisión de inversión. El comprador que adquiere el CDS supone que la entidad tiene una probabilidad de quiebra más alta de la que refleja el precio del CDS y, por tanto, espera que el precio del CDS siga aumentando en el futuro, con lo que se beneficiará de su compra. Ahora bien, el solo hecho de adquirir el CDS tiene un efecto sobre el precio del mismo, lo que eleva el coste de financiación de la compañía o del Estado. Por tanto, en este caso sí habría un perjuicio a un tercero que no se ve justificado por la necesidad de cubrir un riesgo, algo que puede ser cuestionable éticamente. Ahora bien, la prohibición de la adquisición de CDS sin

---

<sup>126</sup> Jonathan Guthrie. "How default swaps become instruments of mass deception". *Financial Times*, (3 de abril de 2023). <https://www.ft.com/content/c233fd81-c80a-4a26-be7c-8d1c9665ac86>

<sup>127</sup> *naked* CDS en su terminología inglesa.

exposición al activo sobre el que se ejecuta el CDS también tiene sus desventajas, ya que, al igual que con la prohibición de las ventas en corto de deuda pública, se pierde una herramienta muy útil para fortalecer la disciplina presupuestaria. En ausencia de esta disciplina les es más fácil a los países alcanzar tasas de endeudamiento excesivas.

Finalmente, en el documento se hacen algunas afirmaciones que denotan cierto desconocimiento financiero. Por ejemplo, se menciona que «el ahorro, especialmente el familiar, es un bien público que hay que tutelar y que trata siempre de excluir el riesgo». Desgraciadamente el riesgo es inevitable y de lo que se trata es mantener un equilibrio entre el retorno y el riesgo. Una inversión que sobre el papel no tuviera riesgo, como es el dejar el dinero debajo del colchón o comprar bonos del Estado, no elimina totalmente el riesgo ya que el dinero te lo pueden robar o el Estado puede quebrar. Lo que con seguridad ocurrirá es que el valor real del dinero disminuirá por el efecto de la inflación, lo que desde luego puede ser seguro, pero no recomendable.

A mi juicio DESEF es mucho más completo que RSFM y está en mayor sintonía con las recomendaciones de los expertos. Esto probablemente se deba a que se publicó en el 2018 y para entonces los reguladores financieros ya habían introducido numerosas medidas que el documento recoge. Me da la sensación de que la premura en la publicación del primer documento, justo cuando la crisis financiera del 2007 llegaba a su fin, no le permitió incluir muchas de estas medidas.

La encíclica LS publicada en el 2015 denuncia el deterioro ambiental a causa de un «antropocentrismo desviado» y hace responsable a los poderes económicos de oponerse a su solución. Sin embargo, aunque LS diverge de los inversores en el diagnóstico de las causas y de las soluciones al deterioro ambiental, desde ese mismo año las cuestiones ASG han empezado a tener una importancia creciente para los mercados financieros, como demuestran las cartas enviadas por *Blackrock*, el mayor fondo de inversión del mundo, a los directivos de las empresas por él participadas. Por tanto, si la denuncia de LS contra el mundo financiero tenía plena vigencia en 2015, quizá hoy en día la tiene menos.

Tras la lectura de los documentos RSFM y DESEF sobre la reforma de los mercados financieros, lo que observo es un gradual acercamiento de los postulados de la Iglesia a los planteamientos de la mayoría de los reguladores financieros, por lo menos en lo referente a las reformas a implementar. Podría decirse que en estas cuestiones la Iglesia ha hecho buen uso de la interdisciplinariedad y se ha dejado guiar por el criterio de los expertos, que han llevado la delantera.

Sin embargo, en relación con LS y las inversiones bajo criterios ASG me atrevería a decir lo contrario. Aquí es la Iglesia la que, con la encíclica LS publicada el 24 de mayo del 2015, se adelantó al mundo financiero representado por los mayores inversores como *Blackrock*, quien solo empezó a ocuparse de estas cuestiones a partir del 2016, un año después de la publicación de LS. Bien es cierto que el Acuerdo de Paris contra el cambio climático firmado el 12 de diciembre de 2015 seguramente fue un revulsivo para el cambio de actitud del mundo financiero.

## BIBLIOGRAFIA

- Aliber, Robert Z. and Charles P. Kindleberger. *Manias, Panics, and Crashes*. SpringerLink. 7ª ed. Londres: Palgrave Macmillan UK, 2015.
- Aristóteles. *Política. Introducción, traducción y notas de Manuela García Valdés*. Madrid: Gredos, 1988.
- Bernanke, Ben. *The courage to act*. Adobe EPUB eBook. 1. ed. ed. New York, NY: Norton, 2015.
- Bernanke, Ben S., Timothy F. Geithner, Henry M. Paulson, and Henry M. Paulson Jr. *Firefighting: the financial crisis and its lessons*. New York: Penguin Books, 2019
- Block, Carson. "Post-Brexit UK should pursue short selling reforms to boost markets". *Financial Times*, (23 de marzo). <https://www.ft.com/content/b3bf8331-2e5c-44c3-ac4a-48a2818b6d01>
- Brogaard, Jonathan, Terrence Hendershott, and Ryan Riordan. *High frequency trading and price discovery*. Frankfurt a. M: European Central Bank (ECB), 2013.
- Bulkley, George. "Letter: It's the one way research can be profitably traded". *Financial Times*, (31 de marzo de 2012). <https://www.ft.com/content/1f990e69-b3fd-4b7f-a738-26fc0e21b544>
- Camacho, Ildefonso. *Doctrina social de la Iglesia, una aproximación histórica*. Madrid: Ediciones Paulinas, 1991.
- Capboscq, Alberto C. "Homilía para los ricos, de Basilio Magno." (2006).
- Carmen M. Reinhart and Kenneth S. Rogoff. *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*. Oxfordshire: Oxford University Press, 2009.
- Congregación para la Doctrina de la Fe. *Oeconomicae et pecuniariae quaestiones*. Ciudad del Vaticano: Libreria Editrice Vaticana, 2018.
- Congregación para la Educación Católica, *Orientaciones para el estudio y enseñanza de la doctrina social de la Iglesia en la formación de los sacerdotes*. Grupo Prosa, 1988.
- Diamond, Douglas W. and Raghuram G. Rajan. "The credit crisis: Conjectures about causes and remedies." *American Economic Review* 99, no. 2 (2009a): 606-10.
- . "The Credit Crisis: Conjectures about Causes and Remedies." *American Economic Review* 99, no. 2 (2009b): 606.
- Douglas W. Diamond and Raghuram G. Rajan. "Banks, short-term debt and financial crises: theory, policy implications and applications." *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 54 (2002): 37.
- Friedman, Milton and Rose D. Friedman. *Free to choose*. San Diego u.a: Harcourt Brace Jovanovich, 1990.

- Garrán Martínez, José María. "La concepción del préstamo y la usura en los maestros salmantinos Francisco de Vitoria y Domingo de Soto." *Anales De Estudios Económicos Y Empresariales*, no. 4 (1989): 123-34
- González Fabre, Raúl "La reforma del sistema financiero y monetario internacional: comentario a un documento de Justicia y Paz." *Icade: Revista De Las Facultades De Derecho Y Ciencias Económicas Y Empresariales*. Nº 90 (2013).
- Gray, Daniel H. "Standards of Corporate Responsibility Are Changing." *Financial Analysts Journal* 27, no. 5 (1971): 28-9.
- Gutián, Gregorio. "¿Son las finanzas una 'estructura de pecado? *Scripta Theologica* 45, no. 2 (2013): 301-34.
- Guthrie Jonathan. "How default swaps become instruments of mass deception". *Financial Times*, (3 de abril de 2023). <https://www.ft.com/content/c233fd81-c80a-4a26-be7c-8d1c9665ac86>
- Harris, Larry, Jay Ritter, and Stephen Schaefer. "Statement of the Financial Economists Roundtable, October 2013: Financial Transaction Taxes." *Financial Analysts Journal* 70, no. 1 (2014): 5-8.
- Horodecka, Anna and Andrzej J. Żuk. "Financialization and the Erosion of the Common Good." *Studia Humana* 10, no. 2 (2021): 3.
- Lex Populi. "Home truths about betting shares will fall". *Financial Times*, (2 de diciembre 2022) <https://www.ft.com/content/c7a76ce9-f12a-4087-858a-501eb8ce7105>
- Martínez, J.L. *Por una política del bien común*. Madrid: BAC, 2022.
- Masters, Brooke. "Banker accountability is easier to demand than deliver". *Financial Times*, (22/03/2023). <https://www.ft.com/content/df8ab4c0-cdb9-479e-a233-3ed2a80d708b>
- Montes, Guillermo. "Main Themes and Problems with Oeconomicae et Pecuniariae Quaestiones." *Catholic Social Science Review* 24 (2019): 251.
- Pontificio Consejos "Justicia y Paz". *Por una reforma del sistema financiero y monetario internacional en la perspectiva de una autoridad pública con competencia universal*. Ciudad del Vaticano: Libreria Editrice Vaticana, 2011.
- *Compendio de la doctrina social de la Iglesia*. Madrid: BAC, 2019.
- Rajan, Raghuram G. *Fault Lines*. New Jersey: Princeton University press, 2011.
- Rivas, León and Christopher. *La Iglesia y el Liberalismo. ¿Es compatible la enseñanza social católica con la Escuela Austriaca?*. Vol. 15. Málaga: Ultima línea, 2017.
- Rozas Valdés, Juan Manuel. "Ayer y hoy de la condena católica de la usura." *Anales De La Fundación Francisco Elías De Tejada*, no. 18 (2012): 27-102
- Spiegel, Henry W. *El desarrollo del pensamiento económico*. Barcelona: Omega, 1990.
- Tatay, Jaime. *Ecología integral. La recepción católica del reto de la sostenibilidad*. Madrid: BAC, 2018.

- Tirole Jean. *La Economía del bien común*. Barcelona: Debolsillo, 2018.
- Vahäkängas, Mika. "The Economy and Money in Three Recent Mission Documents." *International Review of Mission* 104, no. 2 (-11, 2015): 292-301
- Van Gerwen, Jef. "Global markets and global justice? Catholic social teaching and financial ethics." *Boletín De Estudios Económicos* (2000).
- Wilfried Ver Eecke. "The Ethical and Socio-Political Dimensions of the Financial Crisis of 2007–2008 and the Subsequent Recession." (2013).
- Wolfson, Martin H. "Minsky's Theory of Financial Crises in a Global Context." *Journal of Economic Issues* 36, no. 2 (2002): 393-400