



Intervención del Consejero de Hacienda y Economía

15 de marzo de 2018

V JORNADAS FINANCIERAS DEUSTO 2018

Buenas tardes a todas y a todos. Quiero empezar agradeciendo a la Universidad y a los organizadores la invitación a participar en esta nueva edición de las jornadas financieras. Son las V Jornadas pero para mí se trata de la segunda ocasión, y como decían en la presentación dentro de un pequeño cambio de agenda, voy a intervenir en primer lugar en lugar de hacerlo al final.

La verdad es que la costumbre dicta que las autoridades hagan aperturas o clausuras lo que a menudo invita a que las mismas adopten un tono protocolario, del que yo en esta ocasión quiero prescindir totalmente.

No me cabe duda de que ustedes van a salir ganando con el cambio porque van a tener la ocasión de que Manu pueda extenderse a placer en su análisis del pulso de los mercados financieros.

He visto que el contenido de las Jornadas, además del debido repaso a la coyuntura financiera de hoy, ha abordado



también la perspectiva empresarial y el fenómeno de la *financiarización*. (Es el término que yo uso, y no quiero trabarme otra vez con las palabras - como ya me pasó con *desaceleración*- porque en el programa he visto *financierización* y sé que otros hablan de financiarización).

Bien, *palabros* aparte, de lo que estamos hablando es de lo que el premio Nobel Robert Shiller llama más llanamente *capitalismo financiero*, que es la etapa del desarrollo capitalista que se abre con la crisis de los años setenta del siglo pasado y que ahora está en su apogeo.

La Gran Recesión que ha sido propiciada por una enorme crisis financiera ha dejado una resaca enorme, en la que el descrédito de las finanzas ha sido monumental.

Podríamos dar innumerables testimonios de esa desazón pero me voy a limitar a tres de grandes personalidades políticas a las que tocó cabalgar la crisis.



Para el *premier* británico Tony Blair “el sistema financiero ha alterado sus fundamentos y precisa de una acción radical”; más contundente el Presidente Obama manifestó en una entrevista “*que él no había hecho la carrera presidencial para ayudar a ese grupo de gatos gordos banqueros de Wall Street*”; y para terminar el Presidente francés Sarkozy sentenció que “*el capitalismo financiero es un sistema de irresponsabilidad y es inmoral*”.

Si esto es lo que dicen los gatos gordos de la política que no dirá la persona corriente, el hombre de la calle y no digamos quienes han reaccionado impulsando esos movimientos ciudadanos espoleados por un sentimiento de indignación.

No son buenos momentos para el prestigio de las finanzas, si es que alguno lo ha sido alguna vez en el pasado. Aún en los tiempos de bonanza de la edad de oro del capitalismo de la segunda mitad del siglo pasado en Estados Unidos se decía por ejemplo que los banqueros eran los hombres de los tres treses: cogían dinero al 3% le cargaban otro 3 y a las 3 estaban en el campo de golf.

Si nos remontásemos más atrás la cosa sería aún peor. El célebre tratadista de la escuela de Salamanca Tomás de Mercado denunciaba en 1569 la práctica fraudulenta de la



llamada *barata*, que consistía en comprar una mercancía fiada y venderla al contado por menos de lo que vale. Y especialmente las *baratas infernales* en las que el mismo que daba la mercancía la volvía a comprar al contado por un 25% menos sin que la mercadería hubiera salido de su tienda.

Los gatos gordos de Sevilla del siglo XVI no les andaban a la zaga a los de Wall Street del siglo XXI.

Podríamos ir desde Sevilla a Venecia, de la mano del Mercader de Shakespeare, o a la Amsterdam del judío español José Penso de Vega, quien inspirado en los avatares de la primera sociedad por acciones que fue la Compañía Holandesa de las Indias Orientales escribió en 1688 el mejor tratado sobre Bolsa del siglo XVII. ¿Saben cómo lo tituló? *Confusión de confusiones*. Se trata de un diálogo entre un filósofo, un mercader y un accionista y les aseguro que el título está bien justificado por las convulsiones de una bolsa debido a los vuelcos de la información que llegaba sobre la suerte de los barcos que doblaban el cabo de Buena Esperanza en dirección a Batavia, antiguo nombre de Yakarta.



Podríamos cerrar las referencias con una visión más actual, por ejemplo, la satírica visión de la banca de inversión que hace Michael Lewis en su póker del mentiroso (*Liar's Poker*). Allí muestra los pingües beneficios que obtenían de innovaciones como la securitización de las hipotecas que comenzaron a principios de los años ochenta y que acabarían protagonizando la gran crisis financiera de 2008.

Los excesos y vicios de las finanzas han sido una característica permanente en la historia. Pero a mi juicio hoy más que nunca corremos el riesgo de querer tirar el niño con el agua sucia del baño, por usar un dicho anglosajón.

Las finanzas como la economía en general tratan de los medios no de los fines. Yo suelo repetir la frase de Keynes de que los economistas somos los garantes **no** de la civilización sino de las posibilidades de civilización. Pero por eso mismo son una condición *sine qua non* del desarrollo y del bienestar.

Sus reglas se atienen estrictamente a la búsqueda de la creación de valor económico y no entienden de otros valores. En ese sentido son despiadadas: 1) supera las expectativas de tus proveedores de capital, 2) hazlo todo el tiempo que



puedas y 3) crece para seguir generando rendimientos por encima del coste de capital.

Pero tras esa fría realidad no se puede desconocer que las finanzas en su origen y esencia no son otra cosa que un conjunto de instrumentos que nos sirven para enfrentarnos al riesgo y a la incertidumbre del mundo en que vivimos. Y no sólo eso sino que además otra de sus características es que a pesar de responder en su primera apariencia a un fiero individualismo y a un afán egoísta, tienen siempre una dimensión comunitaria y social.

Esto es evidente en las finanzas públicas que nos cubren frente a los riesgos de la enfermedad, el accidente o la vejez. Pero también en las privadas. Como decía el filósofo Charles Sanders Peirce, el individuo es mortal y finito y no puede cubrirse frente a sus propios riesgos si no es sobre la base de la comunidad.

Esto es evidente en los seguros y las pensiones, pero yo diría incluso que sin ningún género de duda la propia banca es una institución comunitaria y social basada en la confianza; algo que queda bien probado cuando la misma se quiebra en un pánico bancario. Recuerden la película de Frank Capra, *Qué bello es vivir*, en la que a través de la crisis de una compañía



de préstamos hipotecarios se muestra a la vez el enorme alcance social y el servicio que las finanzas pueden hacer a la comunidad y al mismo tiempo la amenaza inquietante de un tiburón de los negocios.

Por todas las razones anteriores, creo que queda claro que las finanzas no son el mal inevitable de un mundo egoísta sino que son un gran activo de la sociedad, que esta debe cuidar y regular con esmero para que cumpla con su dimensión social y comunitaria.

La cuestión es que hay serias dudas de que estemos siendo capaces de acertar con la regulación que se precisa en un mundo en el que la financiarización se ha convertido en una tendencia imparable.

Por un lado está la innovación, que es un reto formidable. Por mucho que Paul Volcker dijera que no conocía más innovación financiera que el cajero automático, en mi vida personal y profesional he visto nacer las sociedades de garantía recíproca, los mercados de dinero y la securitización que han generado una poderosa banca en la sombra que no ha cesado de crecer, compruebo que en Estados Unidos hay cinco



tarjetas de crédito por persona y en China 33 personas por tarjeta, y veo en fin que la digitalización está transformando el mundo financiero.

El capitalismo financiero que se ha desarrollado en los últimos cuarenta años está aquí para quedarse y haríamos bien en redoblar nuestros esfuerzos para entenderlo y regularlo. Su razón de ser está estrechamente vinculada al proceso de globalización del cual es una parte substancial y cuyos efectos generales en el bienestar del mundo son positivos, a pesar de la mala imagen que a menudo acompaña al término.

Bastaría apelar a la propia historia de la economía vasca durante los últimos cuarenta años para comprobar esos efectos positivos.

Pero naturalmente es bastante evidente que la globalización también tiene sus pasivos: el esfuerzo de ajuste que exige muchas veces a las empresas y a las personas es considerable, y por eso hay que admitir que la globalización tiene también sus perdedores. Por eso, es esencial que los poderes públicos arbitren medidas para regular sus efectos y



estabilizar la sociedad, y entiendo que las administraciones vascas han destacado también en ese compromiso.

Además, por lo que respecta a la globalización financiera hay que reconocer específicamente que es una fuente de inestabilidad porque contribuye al comportamiento pro-cíclico de los flujos de crédito y a generar estructuras financieras frágiles con altos niveles de apalancamiento.

Para contemplar este capitalismo financiero en una perspectiva histórica podemos tomar el caso del Reino Unido. En 1880 el crédito representaba un 16% del PIB, cifra que se elevó hasta el 63% en 1950 y que se mantuvo en ese nivel hasta 1980.

Pues bien, para el año 2009 había alcanzado el 177% del PIB porque durante la gran moderación su crecimiento real tendió a ser más del doble de la renta.

En el caso de la economía vasca, el ratio de crédito sobre PIB se dobló entre 1995 y 2010, pasando del 64% al 128%.

La globalización de las finanzas, que se presupone que asigna más eficientemente el capital, hace que los flujos de financiación se vuelvan más indirectos y ya sabemos que



cuantos más agentes intervienen en ellos el volumen de activos y pasivos de la economía tiende a aumentar.

Pero aun así, cuando una economía necesita el doble de crédito para financiar la misma creación de valor, lo que significa es que está teniendo lugar una inflación en el precio de los activos y una generalización de comportamientos especulativos.

Por eso hemos redescubierto el trabajo del economista americano Hyman Minsky, que como fue banquero comprendía bien los mecanismos que llevan a que el sistema financiero camine hacia la inestabilidad.

El distinguía tres tipos de situaciones de las empresas a efectos del a financiación. El primero el de una empresa *cubierta* que es aquella que financia su deuda con los flujos de caja; el segundo el de la empresa *especulativa* en la que los flujos de caja alcanzan a los intereses pero no al principal; y finalmente una de tipo *Ponzi* en que ni siquiera se llega a cubrir los intereses. A partir de ahí postulaba que existía una tendencia endógena hacia la inestabilidad financiera y a que la financiación de cobertura se torna progresivamente en



especulativa y a que finalmente emergieran los sistemas Ponzi.

Pero independientemente de la fuerza con que opere esa tendencia a la inestabilidad financiera y del respaldo a la evidencia empírica de esta teoría alternativa, de lo que no cabe duda es que la teoría ortodoxa constituía un poderoso narcótico para distraernos completamente de los grandes riesgos de los procesos reales de financiación.

Por un lado la hipótesis de los mercados eficientes nos tranquilizaba sobre los posibles fallos al suponer que los mismos incorporan toda la información relevante. A mí me parece que es mucho suponer que en este mundo financiero en el que todo el mundo se vuelve loco e invierte enormes recursos para recoger y analizar información, eso no confiera ventaja alguna y me pregunto si a ustedes les convence eso de que da igual cuando entres en la Bolsa, porque las cotizaciones siempre reflejan la información conocida sobre el rendimiento futuro de las acciones.

Pero, sobre todo, el fallo letal de la teoría está en que a lo más pudiera valer para la experiencia micro y el análisis individual pero no para los procesos colectivos de inversión que nunca responden a esos supuestos patrones de racionalidad probada.



Por si lo anterior fuera poco la teoría de Modigliani y Miller venía a decir que los niveles de endeudamiento de la empresa no tenían ningún impacto en su valoración. Es más teniendo en cuenta la deducción fiscal de los pagos por intereses el nivel óptimo de deuda era el máximo posible.

Esta es una idea que en el ámbito de la estrategia empresarial tenía ya una cierta tradición. Bruce Henderson, el que fue fundador de Boston Consulting Group, indicaba que la dinámica competitiva implica la regla de "usa más deuda que tu competencia o sal del negocio".

Su razonamiento era el siguiente: si un competidor tiene ventaja en costes, puede usar más deuda y obtener más beneficios, o con el mismo beneficio tener menores precios y desplazar a los competidores. El competidor de altos costes se verá siempre abocado a utilizar más deuda para sobrevivir y crecer, y aun así se verá en riesgo de que un uso apropiado de la deuda por quien tiene ventaja en costes le saque del mercado.

Como la globalización financiera trae consigo una enorme concentración empresarial y los procesos de fusiones y adquisiciones toman carta de naturaleza, el camino para el crecimiento de la deuda estaba más expedito que nunca.



Solo faltaba que a esos procesos de innovación y cambio que tenían lugar en el sistema financiero y en el empresarial se sumara la deuda de los hogares. El crédito hipotecario pasó en Euskadi de 1.100 millones de euros en 1994 a 11.400 en el año 2006 para descender a un mínimo de 2.500 millones en 2013 y 2014 a partir del cual ha comenzado a recuperarse.

Se ha discutido mucho sobre las causas de esa explosión hipotecaria que ha acontecido en el conjunto de los países de la OCDE, aunque en algunos de ellos como Estados Unidos,

Australia, Holanda, Dinamarca, Reino Unido y España de forma muy señalada. Las condiciones financieras, las políticas públicas han podido influir sobre causas más profundas como la estructura de la población y el deterioro en la distribución de la renta.

Pero teniendo en cuenta que en el caso vasco, en el periodo que he mencionado el número de hipotecas se dobló cuando su importe se multiplicó por nueve mientras los precios al consumo crecían en torno al 50% y los precios de las viviendas se duplicaron, parece claro que lo que ha acontecido es una enorme burbuja en la que la población se



lanzó a mejorar sus viviendas realizando un esfuerzo económico enorme.

Es a la vista de constataciones como las que acabo de hacer cuando procede plantear una reflexión sobre la naturaleza de las crisis. He dicho en otras ocasiones que cuando se pregunta individualmente a cada uno de nosotros nadie se reconoce responsable de lo que ha acontecido. Todo el mundo imputa la crisis a financieros desaprensivos, especuladores inmobiliarios, reguladores incompetentes y a políticas macroeconómicas equivocadas.

Y sin embargo hay que admitir que semejante espectáculo solo es posible bajo un frenesí colectivo como el que vivimos en ese periodo que en un gran ejercicio de sarcasmo los economistas bautizaron como la Gran Moderación.

Desde luego no pretendo decir con ello que las responsabilidades de todos sean iguales. Es evidente que no, que políticos, banqueros, reguladores, empresarios, economistas que tienen la responsabilidad de analizar, entender y dirigir la economía y la sociedad tienen una responsabilidad especial.



Pero también que la sociedad entera ha tomado parte y que aun aquellos que vivieron en la moderación y de espaldas al exceso no dejaron de beneficiarse de la elevación de rentas que supone una marea como la propiciada por el enorme ciclo financiero que nos llevó a la Gran Recesión.

A la vista de toda todo lo que he expuesto hasta aquí quiero terminar reclamando el importante papel que tiene las finanzas en una sociedad que quiere ser libre y próspera. Por eso hago un llamamiento a democratizar las finanzas, a fomentar la transparencia, a elevar la cultura financiera de

toda la población, a desarrollar nuestros conocimientos para entender mejor lo que pasa, a reforzar nuestras capacidades de administración de los activos.

En la era del capitalismo financiero, las capacidades de regulación se han centralizado y alejado de nosotros, esa es una gran verdad. Pero seguimos teniendo la responsabilidad que todas nuestras organizaciones, sean instituciones públicas, financieras o empresas, sean ejemplos de esa



buena administración, que es a la vez transparente y que está comprometida con el sentido comunitario y social de las finanzas.

Pronunciando estas palabras en el recinto de una institución universitaria que ha de formar a las personas que han de ser protagonistas de ese proyecto, no puedo dejar de reconocer la gran contribución que esperamos de ella y la enorme responsabilidad que le asiste. Por eso valoro también en su justa medida los esfuerzos que como los de estas jornadas contribuyen a que las finanzas nos ayuden a conseguir una sociedad mejor.

Eskerrik asko