Una visión a medio plazo de la economía española

JOSÉ MARÍA ROLDÁN ALEGRE

Presidente de la AEB

Todo aniversario supone un hito que invita a echar la vista atrás, pero también a mirar hacia adelante, a especular sobre lo que el futuro nos deparará. Ahora que la revista Ejecutivos cumple 25 años de su andadura profesional, me gustaría plantear precisamente los desafíos a los que se enfrenta la economía española y su sistema financiero, y la necesidad de analizar con una visión de medio plazo dichos desafíos. La vorágine del día a día nos aboca a pensar en el muy corto plazo, a tomar en cuenta solo factores coyunturales –los árboles que impiden ver el paisaje–, cuando lo que necesitamos es un enfoque a medio plazo, una reflexión estratégica que nos ayude a garantizar la continuidad del proceso de recuperación económica que estamos viviendo.

Una primera reflexión partiría de plantearse a qué puede aspirar la España post crisis para su economía. La respuesta obvia a esa pregunta es que no cabe volver a la economía de la burbuja: esto no es posible ni deseable. No podemos ni debemos pensar en que la salida de la crisis nos va a llevar de vuelta a esa exuberancia que vivimos en los años de expansión económica, tan intensa como desequilibrada e insostenible. Unos años en los que se produjo un espejismo financiero en el conjunto de la sociedad, por el que confundimos riqueza con endeudamiento. Las dos consecuencias más evidentes de esa confusión fueron el déficit de balanza por cuenta corriente, que superó el 10% del PIB, y subsiguiente aumento del endeudamiento exterior (resultado de la acumulación de déficit exterior o de balanza por cuenta corriente durante varios años).

En estos años de crisis y ajuste, el primero de los desequilibrios, el déficit exterior, se ha corregido de forma intensa, estando ya en una situación superavitaria. Pero el segundo de ellos, el endeudamiento exterior, solo puede ser corregido con un mantenimiento del superávit exterior durante un amplio periodo de tiempo, probablemente décadas, para conseguir su reducción a niveles pre-crisis. La lección de todo ello es clara: el crecimiento en la próxima década tiene que ser elevado, pero no puede serlo tanto como para generar un déficit de balanza por cuenta corriente, porque esto conlleva un aumento del endeudamiento exterior una tendencia insostenible habida cuenta de su todavía elevado nivel.

Fragilidad financiera

Esa cifra de deuda exterior tan elevada nos plantea, pues, la necesidad de acumular posiciones superavitarias de balanza por cuenta corriente (o, en términos de contabilidad nacional, incrementar nuestra capacidad de financiación de la nación) durante un período prolongado de tiempo para lograr reducir ese endeudamiento exterior. Mientras eso no ocurra, España tendrá un problema muy serio de fragilidad financiera, puesto que el tiempo necesario para reducir el endeudamiento exterior es muy superior al período de financiación medio que tiene esa deuda, que habrá que refinanciar varias veces en la próxima década. Esto es un hecho insoslayable, por lo que cualquier elemento de incertidumbre, cualquier shock político o económico, doméstico o mundial, podría acarrear dificultades para acometer con éxito esos procesos de refinanciación. En resumen, la fragilidad financiera de la economía española será mayor cuanto más lenta sea la reducción del endeudamiento exterior. Por tanto, es crucial que en los próximos años seamos capaces de poner el endeudamiento exterior en una senda descendente para generar en el mercado las expectativas correctas.

Otra de las lecciones que se puede extraer de la crisis se refiere al empleo. Los puestos de trabajo perdidos son, sin duda, recuperables a largo plazo, pero si queremos generar empleo de calidad, tendremos que mejorar la formación de los trabajadores. Pensemos que, en cifras absolutas de empleo, estamos de vuelta a los niveles de 2004, esto es, a los años previos a lo peor de la burbuja. Si queremos reducir el brutal paro que atenaza a la sociedad, deberemos ser capaces de hacerlo mejor que en el pasado. Por su parte, los be-

neficios empresariales probablemente tampoco serán lo que fueron y, además, tendrán que ser dedicados a reducir el endeudamiento de las empresas y a mejorar su solvencia.

Con todo ello quiero decir que, efectivamente, hemos superado el maratón -la brutal crisis que nos ha atenazado- pero lo que nos parecía un maratón ha resultado ser el Ironman: ahora, una vez superada la crisis, nos toca coger la bicicleta y hacer 200 kilómetros durante los próximos años, porque lo importante para corregir los desequilibrios es mantener ese esfuerzo en el medio y largo plazo. En definitiva, creo sinceramente que se puede vivir mejor con crecimientos en el entorno del 2% o 2,5%, a la alemana si se quiere, que en una montaña rusa como la que hemos vivido en los últimos quince años en España.

Sistema financiero

Observemos, por otro lado, lo que está pasando en el sistema financiero. La primera reflexión gira en torno al proyecto de la Comisión Europea de crear la Capital Markets Union. Como todos sabemos, el peso del sector bancario en Estados Unidos es mucho menor que en Europa. En torno a un 25% de la financiación de la economía productiva en Estados Unidos depende de los bancos y un 75% de la financiación se obtiene vía mercados. En Europa estamos en la situación contraria, mientras que la economía española es aún más dependiente, con un 90% de la financiación proporcionada por los bancos.

Antes de la crisis, estas diferencias entre Estados Unidos y Europa parecían ser puramente anecdóticas, pero la crisis ha demostrado que no es conveniente una excesiva dependencia del sector bancario, puesto que una crisis bancaria de tipo sistémico pone en riesgo la financiación de la economía en su conjunto. En consecuencia, parecía preciso reequilibrar la situación, promoviendo en Europa, y en particular en España, un mayor peso de los mercados en detrimento del sector bancario, que es lo que propone la Capital Markets Union. En general, parece una buena propuesta, aunque probablemente no es necesario llegar a los porcentajes de Estados Unidos. Sería razonable llegar a una

situación donde el 50% de la financiación de la economía procediera de los mercados y otro 50% de los bancos. Pero este cambio no será tarea fácil.

En primer lugar, hay que tener presente que la creación de las instituciones y las capacidades necesarias para esa mayor financiación vía mercado llevará mucho tiempo. Pensemos en nuevas capacidades en términos de auditoría y en la producción de información financiera regular. Me refiero, en particular, a las medianas empresas, que son las que podrían acceder con más facilidad a la financiación vía mercado. Pues, bien, todo esto no se improvisa, requiere tiempo y capacidades. Por tanto, esta transformación en la financiación de la economía solo se puede llevar a cabo en el medio plazo.

Nos encontramos, además, con el problema de que las normas a aplicar al sector bancario no solo son muy duras, sino que se están implantando de una manera muy anticipada. La aplicación completa de Basilea III debía estar hecha en 2019; la realidad es que ya está aquí, cuatro años por delante de lo que se había anunciado. Esto es, se está siendo enormemente agresivo (en términos de calendario) en la implantación de normas bancarias muy duras, sin que se hayan desarrollado aún las alternativas de financiación vía mercados. Como tenemos economías que dependen todavía mucho de los bancos, podemos estar creando un problema potencial de disfunción en la financiación de la economía real en Europa y en particular en la Eurozona para los próximos años. Este no es el caso en el corto plazo, donde los bancos, al menos en España, están en disposición de cubrir la demanda solvente de crédito, pero sí puede ser un problema en el medio plazo, cuando la recuperación se reafirme y la demanda solvente de crédito aumente. En consecuencia, o se aborda de forma gradual el descenso del peso del sector bancario y el aumento del mercado o al final vamos a encontrarnos con una situación donde la economía productiva puede sufrir problemas de financiación.

Por lo que se refiere a la "Capital Markets Union", el resultado del test ácido se verá en la próxima década: si se consiguen crear no solo esas grandes instituciones de mercado que financien la economía, sino también grandes bancos paneuropeos, grandes fondos de pensiones paneuropeos y grandes compañías de seguros paneuropeas. En definitiva, no basta con impulsar el mercado, sino que es preciso también propiciar que los agentes de ese mercado sean realmente globales, en el sentido de que operen en todas las áreas de la Eurozona.

Riesgos

Un tercer elemento de reflexión podría centrarse en los riesgos a tener en cuenta bajo este nuevo paradigma de los mercados. El primer riesgo, sin duda, es la mayor volatilidad que vamos a presenciar como consecuencia de la menor presencia de los bancos. El segundo riesgo se refiere al arbitraje regulatorio. El "*shadow banking*" o sistema bancario en la sombra va a tener más peso. Si existió un sistema bancario en la sombra antes de la crisis -y con particular intensidad en Estados Unidos-, ahora que han aumentado siete veces los requerimientos de capital (cifras de la "Prudential Regulation Authority" del Reino Unido), podemos decir que los incentivos al arbitraje regulatorio se han multiplicado por siete. Así de sencillo. Si teníamos "shadow banking" antes de la crisis, ahora vamos a tener *"shadow banking all over the place"*. Es cierto que la industria bancaria ha comprendido, después de la crisis, que debe ser más segura y solvente, pero también que las normas deben ser iguales para todos los agentes que se dedican a la misma actividad. Un operador financiero que financie activos a largo plazo con pasivos de corto plazo, reembolsables de alguna u otra manera, que lo hace con apalancamiento y que lidia con riesgo de crédito, eso se llama banco y es una temeridad que no esté sometido a supervisión de solvencia por el hecho de no tener ficha bancaria.

Finalmente, un par de ideas sobre el nuevo régimen de supervisión y regulación. Sin entrar al fondo de la cuestión, sí es necesario señalar que el péndulo de la reforma ha ido demasiado lejos y se están empezando a ver ya las consecuencias no buscadas, las "*unintended consequences*", de lo que se ha hecho en materia regulatoria, por ejemplo, en términos de menor liquidez de los mercados. Para los bancos, los problemas de la nueva regulación residen en la propia complejidad de esta, en la dificultad de mantener el equilibrio competitivo entre las distintas jurisdicciones y en el problema de la inseguridad jurídica.

En suma, es preciso hacer una reflexión sobre dónde queremos situarnos en el medio plazo, porque esa idea de futuro es la que nos tiene que guiar en el corto plazo. Queda muchísimo por hacer, que básicamente es perseverar en el camino iniciado sin desviaciones importantes en estos próximos años. De lo contrario, y ojalá no suceda, los mercados nos pueden colocar en una situación muy compleja.