Una visión a medio plazo sobre la economía española y el sistema financiero español

José M^a Roldán Alegre
Presidente de la AEB

Club Empresarial ICADE
Madrid, 26 de febrero de 2015

(El texto es una transcripción de una intervención oral no leída)

Muchas gracias y buenos días a todos. Es realmente un placer estar con todos ustedes.

El título que he puesto a mi exposición es “Una visión a medio plazo sobre la economía española y el sistema financiero español”. Lo que me interesa destacar es precisamente la necesidad de contar con una visión, un análisis de medio plazo. El momento político y económico europeo nos lleva a pensar en el muy corto plazo. Nos lleva a pensar en Grecia, en las próximas elecciones, en el Real Decreto Ley que se va a aprobar este viernes, por lo que es importante que hagamos también este tipo de reflexiones más estratégicas y que seamos capaces de situarnos, tanto en el terreno de la economía como en el de la sociedad en general, en un contexto de medio plazo. Se trata de reflexionar sobre elementos estructurales, y no tanto sobre factores coyunturales, y este enfoque puede ser realmente importante para poder continuar el proceso exitoso de recuperación económica. He dividido mi intervención en dos bloques: uno sobre la situación económica y otro relativo al sistema financiero español. Los dos están interconectados, pues al final el sistema financiero no es más que un reflejo de lo que ocurre en la economía real, de lo que pasa en las familias y las empresas.

Empezando por la economía española, la primera reflexión que les propongo es a qué podemos aspirar en la España post crisis. Es importante hacer esta reflexión porque desde nuestra propia experiencia muchos carecemos de un modelo de referencia. Si lo pensamos bien, la mayor parte de la carrera profesional de muchos de nosotros se ha desarrollado bajo situaciones que podemos calificar de anormales: una de exuberancia irracional, el boom, y otra, de una crisis que ninguno de nosotros pensábamos que iba a ser tan dura y tan intensa como al final ha sido. En definitiva, son 15 años, del 2000 al 2015, donde no hemos vivido una situación de normalidad, y es evidente que estamos saliendo de la crisis -sobre eso no hay ninguna duda- y ahora toca preguntarse cuál es el estado estacionario al que debemos aspirar. La respuesta obvia a esa pregunta -pero que aquí no acaba de calar- es que la vuelta a la economía de la burbuja no es ni posible ni deseable. No podemos ni debemos pensar en que la salida de la crisis nos va a llevar a esa exuberancia que vivimos en los años de expansión económica, tan intensa como desequilibrada.

La crisis se puede explicar de muchas maneras. Mi manera favorita de explicar lo que nos ha pasado es que confundimos riqueza con endeudamiento y no es pequeño el error, porque son dos conceptos opuestos. No hay confusión posible si esto sucede a las empresas y a las familias pero, como sociedad, nos parecía que este período en el que la economía española se estaba endeudando con intensidad era un período de riqueza. Se produjo un espejismo financiero en el conjunto de la sociedad, donde confundimos activos y pasivos, los dos lados del balance. Los dos síntomas más evidentes de esa confusión fueron el déficit de balanza por cuenta

corriente y el aumento del endeudamiento exterior, dos desequilibrios muy graves que, si bien el primero se ha corregido y de manera muy intensa, el segundo está todavía pendiente de corrección y probablemente necesitaremos décadas para conseguirlo.

Las lecciones que hemos aprendido de aquella situación son claras y la pedagogía que tenemos que hacer es importante. Una de ellas se refiere al crecimiento de nuestra economía. Hemos aprendido que el crecimiento tiene que ser elevado, pero no puede ser tan alto como para generar un déficit de balanza por cuenta corriente. Al final, el déficit de balanza por cuenta corriente conlleva un aumento del endeudamiento exterior, por lo que si queremos reducir la deuda con el exterior, tendremos que lograr superávits de balanza por cuenta corriente. Si el crecimiento es muy alto con una demanda interna muy pujante, al final esa demanda va a tirar de las importaciones y a provocar un desequilibrio exterior que no nos podemos permitir. A corto plazo, el precio del petróleo ayuda, pero no podemos contar con esa mejora como un elemento estructural de medio y largo plazo; necesitamos de nuevo reducir el endeudamiento exterior y para ello precisamos de cifras de crecimiento altas, pero no tan altas como las que vivimos en la época de la burbuja, porque ello aboca a un desequilibrio exterior, muy difícil de corregir.

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 aquellos trabajadores con *low-skills*, si me permiten utilizar el término inglés, van a tener salarios más reducidos y eso va a ser imposible evitarlo. Si queremos generar empleo de calidad, tendremos que mejorar la formación de los trabajadores. No hay otra opción.

¿Qué decir de los beneficios? Probablemente los beneficios empresariales no serán tampoco lo que fueron y, además, tendrán que ser dedicados a reducir el endeudamiento de las empresas y a mejorar su solvencia. Todos sabemos que la economía española se caracteriza por una gran presencia de pymes, pero las pequeñas y medianas empresas españolas están especialmente poco capitalizadas cuando se compara su situación con las de otros países, como Alemania, por ejemplo. Por tanto, las empresas van a volver a generar beneficios, pero su destino primordial será, como debe de ser, el reforzamiento de los balances empresariales, más que su distribución en forma de dividendos.

En suma, con todo ello quiero decir que, efectivamente, hemos superado el maratón, pero lo que nos parecía un maratón ha resultado ser el Ironman: ahora nos toca coger la bicicleta y hacer 200 kilómetros en bici durante los próximos años. Por tanto hay que explicar a la sociedad que ahora nos toca pedalear, porque lo importante es mantener ese esfuerzo en el medio y largo plazo para corregir los desequilibrios. Parte de esa pedagogía pasa por instaurar una cultura de la estabilidad. Exagerando, la elección estaría entre el modelo de Alemania o el de Venezuela. Sobre las ventajas que tiene ser Venezuela, no me voy a explicar, pero

permítanme insistir en las ventajas que tendría ser un poco más alemanes, cuando uno ve lo que ha pasado en Alemania durante la crisis.

Por ejemplo, el hecho de que en Alemania el empleo haya caído menos que el PIB. Me pregunto por qué ha ocurrido esto. Está claro que el alemán es un trabajador muy formado y a las empresas les interesaba mantener a esos trabajadores tan productivos, tan bien formados y no despedirlos, para no tener que afrontar luego el reto de volver a formar a los nuevos contratados cuando la recuperación se produjera. Por esa razón, el empleo ha caído menos que el PIB, cosa que en España ha sido todo lo contrario: el empleo destruido ha sido muy superior a la contracción del PIB. Además, Alemania tiene unas finanzas públicas saneadas y unos niveles de vida modestos, pero sin grandes sobresaltos. En definitiva, se puede vivir mejor con crecimientos en el entorno del 2% o 2,5%, que en una montaña rusa como la que hemos vivido en los últimos 15 años en España, donde éramos el milagro económico, hemos sido la catástrofe económica y ahora parece que otra vez somos el milagro económico, esperemos que esta vez de manera más sostenible en el tiempo.

Insisto en que es necesario instaurar una cultura de la estabilidad. Podemos observar ya elementos donde se está reflejando esa cultura, que es muy difícil de instaurar. Acabamos de comenzar la negociación del convenio de banca, del que han desaparecido las cláusulas de revisión salarial basadas en el IPC. Esto muestra que ya hemos asumido que este es un país en el que hay estabilidad de precios y, por tanto, un país en el que este tipo de cláusulas de revisión en función del IPC ya no se necesitan. Es decir, parece que hay elementos de progreso en esa cultura de la estabilidad.

No obstante, es necesario que desde el sector público se incentiven estos comportamientos. Por ejemplo, se debería incentivar el ahorro a largo plazo y penalizar relativamente el consumo mediante el sistema tributario. Pero no deja de ser curioso que una economía como la nuestra que necesita tanto incentivar el ahorro a largo plazo, está haciendo ahora mismo justo lo contrario: desincentivando el ahorro y favoreciendo el consumo. Los actuales niveles de tipos de interés están haciendo precisamente eso, pero también decisiones políticas como la reciente reforma de las contribuciones a los fondos de pensiones. Esta estrategia podría entenderse en el contexto europeo, donde se necesita ese impulso a la demanda interna en el corto plazo, pero a medio plazo esta situación no es sostenible ni en Europa ni en España. Pero al menos España tendría que encontrar la manera de incentivar el ahorro a largo plazo, porque en ello nos va mucho.

El segundo elemento de reflexión, muy relacionado con el anterior, es el desequilibrio exterior, los flujos y el stock. El déficit de balanza por cuenta corriente, que se situaba en torno al 10% del PIB, se ha corregido de una manera espectacular, en parte como resultado de la propia recesión. El hundimiento de la demanda interna ha favorecido el reequilibrio exterior, pero también se han producido ganancias de competitividad genuinas que indican que el proceso de

devaluación interna puesto en marcha en los últimos años ha funcionado. La economía española está ganando cuota de mercado en la Unión Europea, donde el tipo de cambio no juega ningún papel y donde la demanda no está efectivamente en su mejor momento, y en particular lo está haciendo en la Eurozona. Pero cuando hablamos de balanza por cuenta corriente, a veces se nos olvida que se trata de un flujo, que afortunadamente se ha corregido muy rápidamente, si bien el problema del stock, del endeudamiento exterior o mejor dicho de la posición neta internacional de financiación, permanece.

La cifra de nuestra deuda exterior resulta muy elevada en cualquier comparación internacional que se utilice, aunque parte de ese dato refleja inversiones de España en el exterior, que están siendo muy rentables. No obstante, el endeudamiento exterior nos plantea el reto 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 va a tener 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 exterior, 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 serias dificultades para acometer con éxito esos procesos de refinanciación. Problemas que pueden plantearse en forma de un coste más elevado -una prima de riesgo mayor-, pero también podrían aparecer como un *sudden stop*, porque de repente los mercados no ofrecen la financiación que se precisa. Esto es, una restricción vía cantidades que, si recuerdan, era un anatema antes de la crisis. Antes los precios siempre se ajustaban para que la oferta y la demanda casasen. Pero, como ya hemos vivido durante la crisis en varias ocasiones, ya no es una cuestión de precio, sino simplemente de que los mercados se cierran.

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 cuatro años seamos capaces de poner el endeudamiento exterior en una senda descendente para generar en el mercado las expectativas correctas.

Veamos ahora cuál es el papel del sector bancario en todo esto. En la etapa de la burbuja, el sector privado se endeudó y el sector bancario actuó como intermediario entre el sector privado y el sector exterior, esto es, el endeudamiento exterior se canalizó a través de las entidades bancarias. Durante la crisis, se produjo un fuerte shock que afectó en particular a las entidades financieras, porque eran las que tenían la capacidad para obtener financiación internacional en grandes cantidades. Ahora la situación es distinta, el sector privado ha reducido su nivel de endeudamiento y se está situando en una senda razonable de reducción. El sector público, sin embargo, ha sustituido al sector privado en cuanto a su posición de endeudamiento externo. Por tanto, esas

tensiones de refinanciación a las que me refería antes, probablemente se podrían reflejar más en el mercado de deuda pública que en el mercado de financiación bancaria o de financiación empresarial. En cualquier caso, no es necesario dramatizar en exceso. Los mercados de deuda pública atraviesan una magnífica situación. Pero el mensaje es que no debemos fiarnos: los mercados, como ya hemos visto, pueden ser muy complicados y tienen una gran facilidad para darse la vuelta con mucha rapidez.

Observemos también lo que ha pasado 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. No obstante, si incluyéramos a Fannie Mae y Freddie Mac, que son las grandes tituladoras de riesgo hipotecario generados por la financiación bancaria, la cifra de financiación vía mercado sería algo menor. En Europa estamos en la situación contraria: un 75% de la financiación de la economía proviene de los bancos y en torno a un 25% del mercado.

La economía española es aún más dependiente del crédito bancario, con un 90% de la financiación proporcionada por los bancos. Antes de la crisis, estas diferencias entre Estados Unidos y Europa no pasaban de la anécdota, pero la crisis ha demostrado que no es conveniente una excesiva dependencia del sector bancario, dada la fragilidad financiera por definición de los bancos. Los bancos son instituciones muy peculiares, financian crédito a largo plazo con pasivos a más corto plazo, además lo hacen de manera apalancada. Son instituciones muy importantes, porque son las únicas capaces de hacer esa transformación de plazos de manera eficiente, pero también con ese desequilibrio fundamental que las hace especialmente frágiles. En definitiva, una crisis bancaria de tipo sistémico implica poner 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, una situación donde el 50% de la financiación de la economía procediera de los mercados y otro 50% de los bancos. Dicho esto, es necesario analizar los problemas en torno a este plan que, como he dicho, es conceptualmente correcto.

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 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. Todos hemos visto lo que ha pasado con el mercado alternativo bursátil, un mercado muy importante, pero que tiene un grado de volatilidad

intenso. Por tanto, esta transformación en la financiación de la economía sólo 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 sólo son muy duras, sino que se están implantando de una manera muy anticipada. La aplicación completa de Basilea III, en nuestro lenguaje “fully loaded”, debía estar hecha en 2019; la realidad es que ya está aquí, cuatro años por delante de lo que se había anunciado. Los calendarios de transición no funcionan, primero porque el mercado pide a las entidades bancarias que adelanten la aplicación de esa nueva regulación y también porque, lamentablemente, los supervisores han acelerado las demandas del mercado. En particular, lo ha hecho el BCE, porque tiene que supervisar a un gran número de entidades y quiere hacerlo bajo los mismos estándares. La realidad es que se está siendo enormemente agresivo en la implantación de normas bancarias más duras, sin que se hayan desarrollado aún las alternativas de financiación vía mercados. La nueva regulación está provocando que los balances bancarios se estén reduciendo. La realidad es que si a un banco le piden un 20% de capital (entre lo establecido en Basilea III y en las normas de resolución), una respuesta óptima para cualquier entidad financiera es reducir el tamaño del balance bancario. Pero como aún no se ha creado la alternativa de financiación vía mercados y tenemos economías que dependen todavía mucho de los bancos, estamos 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. En consecuencia, se impone aplicar algo de realismo en esa transición hacia el nuevo equilibrio: 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. En estos momentos aún no tenemos esos problemas, por muchos factores, entre ellos, por la política monetaria expansiva del BCE, así como por la necesidad de los bancos de recuperar márgenes aumentando el crédito. Sin embargo, a medio plazo esta compleja transición sigue siendo preocupante.

El segundo elemento de advertencia o de preocupación que quisiera dejar sobre la mesa respecto al “Capital Markets Union” se refiere a algunos de los aspectos del mismo, en concreto los referidos a la financiación de las Pymes. Vuelvo a insistir en que es preciso ser realistas y no generar un exceso de expectativas en asuntos como, por ejemplo, la financiación de las pequeñas empresas. La financiación de este tipo de empresas a través del mercado va a resultar muy difícil, por no decir imposible, especialmente en España donde la pyme tiene un tamaño medio muy pequeño. Es posible que la mediana empresa sí pueda acceder a esos mercados de capitales, pero desde luego las empresas pequeñas van a seguir dependiendo del crédito bancario durante los próximos años. Y pido que no se vea en esta afirmación el interés de defender ese reducto de negocio en exclusividad para los bancos. La realidad es que a una pyme de 10 empleados le va a resultar muy complicado cumplir determinadas condiciones (información financiera, capacidad de auditoría) para acceder a la financiación del mercado. Sí podemos, en cambio, crear vehículos de titulización para facilitar la

financiación a las pymes, pero entonces ya no estamos hablando de financiación de mercados, sino de un “mix” entre generación de riesgo en el balance bancario y financiación del mismo mediante titulizaciones. En realidad, estaríamos hablando de un proceso de originar para distribuir, donde los bancos generarían ese crédito a este tipo de empresas de pequeña y mediana dimensión, lo empaquetarían y lo venderían a inversores.

Y ahí surge el problema con las titulizaciones: los bancos no van a ser tenedores de titulizaciones porque están muy penalizadas desde el punto de vista regulatorio, por lo que será preciso encontrar inversores dispuestos a tener en sus balances esas titulizaciones que pueden no ser sencillas ni especialmente seguras (los tramos de primeras pérdidas pueden llegar a tener un riesgo considerable). Es necesario hacer llegar estas preocupaciones a las autoridades europeas porque, de hecho, la Comisión Europea está transmitiendo un poco la idea de que el Capital Markets Union va a ser un maná de financiación para la pyme europea. Quizás para la *mittelstand* alemana esto pueda ser así, pero para la pyme española, que tiene un tamaño medio muy pequeño, no lo será. Nuestras pequeñas y medianas empresas van a seguir dependiendo del crédito bancario y es importante que tengamos bancos sólidos y potentes que sean capaces de financiarlas. Es una posición realista, insisto, desde el punto de vista del análisis coste-beneficio y de la realidad del sector empresarial español. En suma, deberíamos replantearnos un poco las expectativas en cuanto a qué se puede lograr con este proyecto.

Un tercer elemento de reflexión podría centrarse en los riesgos bajo este nuevo paradigma de los mercados. El primer riesgo, sin duda, es la mayor volatilidad que vamos a presenciar y no sólo como consecuencia de la menor presencia de los bancos. Las actividades de “*market making*” de los bancos también están muy penalizadas por la nueva regulación, por lo que los bancos están abandonando ese terreno de juego. Ya vimos el año pasado el shock en los títulos del Tesoro americano en el corto plazo, donde se produjo un aumento de las rentabilidades sin ningún motivo aparente. ¿Por qué ocurrió? Probablemente, porque no había nadie al otro lado intentando suavizar esos movimientos. Los bancos están desapareciendo de la actividad de “*market making*” porque los reguladores quieren que así sea. Si ese es el deseo de las autoridades internacionales, bienvenido sea, pero deberíamos ser conscientes de que ese fenómeno lleva aparejada una mayor volatilidad de los mercados. De hecho, la liquidez es ya más escasa en estos momentos. Pero, además, hay que contar con el comportamiento de los mercados por sí mismos, unos mercados que imponen una disciplina brutal. Todos hemos vivido en estos años de crisis cómo un emisor puede pasar del blanco al negro en cuestión de días. Pasar de que le pidan que emita y coloque, a una situación donde nadie se pone al teléfono. No podemos ignorar que ese sistema financiero del futuro, donde los bancos van a tener menos peso y lo van a ganar otros operadores financieros, va a ser mucho más volátil. Por tanto, el primer riesgo es el de mayor volatilidad.

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 la ficha bancaria.

Mucho peor es el arbitraje de normas de conducta. Están apareciendo nuevos operadores de pago que no están sometidos a las mismas garantías de cara al consumidor que las entidades bancarias. Eso es un despropósito conceptual. No es responsabilidad del Gobierno español, sino que es competencia del Financial Stability Board (FSB), del Banco Internacional de Pagos de Basilea y de las autoridades regulatorias que lideran la vigilancia del sistema financiero global. Necesitamos entender mejor ese “*shadow banking*” y tener la capacidad de reaccionar para evitar problemas. Durante la crisis, todo el mundo se centró en Lehman Brothers, pero la realidad es que Lehman cayó y hemos sobrevivido. Había, en cambio, otro operador, American International Group, el grupo de seguros americanos, que actuaba como un banco en la sombra. Si el mayor “*shadow bank*” que había en esa época, que era AIG, no hubiera sido rescatado, la catástrofe del sistema financiero global habría sido inevitable.

En definitiva, 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 sólo 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.

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. La gente me pregunta: “Bueno, ¿no te sientes incómodo al decir estas cosas?”. Lo preguntan, porque yo he estado en el otro lado, en el FSB y en el Comité de Basilea, donde por cierto decía las mismas cosas, pero con poco éxito, como luego se ha visto. Desde mi punto de vista, el péndulo ha ido demasiado lejos y se están empezando a ver ya las consecuencias no intencionadas, 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. Pero no sólo es un problema para los bancos, también lo es para las autoridades, porque en el fondo, y a pesar de esta regulación tan exigente, van a tener una sensación de falsa seguridad sobre el sistema financiero en su conjunto. Y ello es así porque las nuevas normas son muy difíciles de supervisar, dada su complejidad. Y debemos recordar que toda regulación es tan buena como lo sea la supervisión que vela por su cumplimiento. Una regulación magnífica, que cubre todo, pero cuya aplicación es imposible de supervisar, en la práctica sirve para bien poco. Además, esa sensación de falsa seguridad de las autoridades puede venir acrecentada porque estarán mirando sólo a los bancos y pensarán que éstos son muy seguros, con elevadísimos ratios de capital, dotados de gran liquidez y además más pequeños, con lo cual su capacidad para desencadenar una crisis intimida menos. Pero en el fondo todo el riesgo se va a desplazar a las partes más opacas del sistema, allí donde es tratado desde el punto de vista regulatorio de manera más laxa y, por tanto, los riesgos crediticios no permanecerán en el sector bancario, sino que se trasladarán a ese “*shadow banking*”, del que hemos hablado.

No quiero dar la impresión de que soy absolutamente contrario al “*shadow banking*”. Soy consciente de que parte de ese desplazamiento de la financiación de la economía desde los bancos a los mercados, lo tiene que jugar el “*shadow banking*”, pero se trata de tener la capacidad de reaccionar si, en un momento determinado, vemos un desarrollo que pueda generar una gran inestabilidad financiera.

En definitiva, 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, los mercados nos pueden colocar en una situación muy compleja. Tendremos que ir despejando poco a poco los interrogantes, pues tampoco cabe esperar un progreso lineal. Habrá momentos de retrocesos, de dudas en los mercados, de políticas inadecuadas por parte de los gobiernos de turno, pero, al final, vuelvo al ejemplo del principio, esto no es un maratón, sino el Ironman. Tampoco se trata del mito de Sísifo, porque en nuestro caso los esfuerzos sí tienen un gran valor e importantes resultados.

Muchas gracias por su atención.