



José Manuel González-Páramo

PROFESOR DE ECONOMÍA DE IESE Y
EXMIEMBRO DEL COMITÉ EJECUTIVO DEL BCE

«No se ha agotado la posibilidad de más fusiones nacionales»

■ Por Martí Saballs Pons

Tras su paso por el Ministerio de Economía, el Banco de España, el Banco Mundial, el FMI y la Comisión Europea, el actual consejero de Abanca, y anteriormente de BBVA, augura **una inflación del 2% a mediados de 2025** y tipos de interés de entre el 2,5% y el 3%. Advierte también del peligro de las políticas arancelarias de Donald Trump.

P. 4 a 6



En frente

— ¿Tiene sentido hablar de fusiones transfronterizas a nivel europeo en banca?

— En los rankings de bancos por tamaño a nivel global, Europa aparece muy abajo, cerca de la posición 30. Nada que ver con el peso que tiene Europa globalmente. Algo raro ocurre. Hay factores que perjudican que los bancos ganen tamaño, sobre todo de manera inorgánica, a través de fusiones. Una traba es la fragmentación regulatoria, con directivas y normativas locales que dificultan las fusiones a nivel de país. Aquí es donde la política interviene a todos los niveles. Los gobiernos temen perder control sobre el sistema bancario nacional y las posibles repercusiones, por ejemplo, en la financiación a las empresas. Junto a eso tenemos las dificultades naturales de las fusiones, ya sean las diferencias culturales o los riesgos operativos, como integrar las plataformas informáticas.

— Lo de siempre: ¿más tamaño?

— Deben tener el tamaño apropiado para su área económica. Con el tamaño se puede ganar eficiencia, aprovechar sinergias y aplicar economías de escala, multiplicando los productos que se ofrecen, incluso a nivel geográfico para manejar mejor el riesgo.

— ¿Hay elementos negativos?

— Hay riesgos de que las integraciones se hagan mal, de que sean percibidas políticamente de una manera hostil. El Gobierno alemán ha recibido mal el intento del italiano Unicredit de tomar el control de Commerzbank. El canceller Olaf Scholz considera que Commerzbank es crucial para la economía alemana. Un poco exagerado, pero es donde se ve el factor político. Sin embargo, en conjunto, una ganancia de tamaño a nivel global tiene más beneficios que perjuicios.

— ¿Hay suficiente competencia bancaria en Europa?

— Sí. Y cada vez son más los bancos que operan a través de mecanismos diferentes de la presencia física, que se suman a la aparición de las *fintech* o neobancos. La innovación tecnológica ha creado una nueva competencia. En España tenemos más de cinco millones de clientes en neobancos, la clientela de un gran banco. De esto se habla poco. No podemos juzgar la competencia con baremos tradicionales de números de oficinas y cuotas de mercado que representan depósitos o créditos.

— ¿Al cliente puede acabar dándole igual la marca y de dónde sea?

— El negocio bancario parece que se está comoditizando, pero que esto presente que dé igual la marca... hay una distancia. Hay factores como la digitalización que facilitan cambiar de entidad y la regulación convierte mu-

chos productos en similares y homogéneos. Con la digitalización, la lealtad del cliente con la marca es menor; sin embargo, asociar la marca a un tipo de servicio y relación a largo plazo aún tiene valor y los bancos que mejor lo entiendan reforzarán este aspecto.

— Entonces, ¿el efecto sede seguirá siendo importante?

— Sigue siendo importante, especialmente cuando hay una historia detrás. Una historia que, en mayor medida, saltó por los aires con la gran crisis financiera que se llevó por delante tantas cajas de ahorro locales. Aún se valora como plus el contacto con el cliente, que te vengas a ver a la empresa y no que tengas que esperar en una sala del banco dos horas para que te atiendan.

— ¿Hay camino para más fusiones nacionales antes que realizar las transnacionales?

— Empezar con las fusiones en el propio país tiene sentido antes que en el ámbito europeo en la medida en que estas sean tan complejas de realizar. El factor político influye porque sigue habiendo regiones dentro del país, pero no es tan intenso como cuando se trata de fusiones transfronterizas. En el contexto actual no se ha agotado la posibilidad de más fusiones. Depende de lo que se trate de lograr con una fusión. Qué ventajas puede tener para el conjunto del país y, claro, para las entidades que la lanzan.

— ¿Como cuáles?

— Hay una ventaja clarísima, que es ganar tamaño en el ámbito internacional. Otra palanca, teniendo en cuenta que la consolidación que se ha producido desde la gran crisis ha sido enorme, es la diversificación geográfica. Hay bancos que están diversificados geográficamente pero con una presencia limitada en algunas áreas. Este tipo de operación ayuda a diversificarse y a ganar tamaño generando sinergias y economías de escala. Si una entidad necesita reforzar un área en la que puede mejorar, supongamos banca de pymes, puede tener sentido que busque a otra entidad que haga eso excepcionalmente bien. La pretensión no es tanto privar de atención financiera a esas pymes, al contrario: integrar ese bloque de servicio en uno más amplio.

— ¿Algún riesgo habrá...

— Los riesgos de estas operaciones siguen presentes. Hay que integrar culturas, incorporar plataformas IT, vencer resistencias de tipo político... Vivimos en un mundo donde lo digital va a más y, desde el mundo digital, pensar en ganar posiciones de monopolio u oligopolio hoy en día es una quimera. Cuando te pases un poco en el precio, te atacarán los neobancos y el resto de entidades.



José Manuel González-Páramo

Profesor de la escuela de negocios **IESE**. Uno de los economistas y expertos bancarios más prestigiosos y escuchados de España. Fue miembro del Comité Ejecutivo del BCE, trabajó en el Ministerio de Economía, el Banco de España, el Banco Mundial, el FMI, la Comisión Europea, el Banco de Pagos Internacionales y la OCDE. Fue consejero del BBVA y lo es de Abanca.

«Los gobiernos se quedan sin margen para actuar frente a imprevistos. Es terrible»

MARTÍ SABALLS PONS



José Manuel González-Páramo
advierte sobre dos grandes
riesgos a la vista: un ciberata-
que con efectos globales y una
nueva pandemia. | 'activos'

«Muy pocos
países cambian
tanto normas
importantes,
fiscales y laborales,
como hace España»

«La burocracia en
Europa es una marca
difícil de entender.
Pasan años antes
de que se aprueben
proyectos»

— Esta respuesta indica que se mani-
fiesta sobre la opa hostil del BBVA so-
bre el Sabadell...

— Hablo en general, pero se podría
aplicar la argumentación. Entiendo los
argumentos del BBVA igual que en-
tiendo que se agite un poco la idea de
que, con esto, las pymes pueden correr
riesgo en su financiación. No hay na-
die más interesado que el adquirente
en que eso no ocurra. Sería una pérdi-
da para todo el mundo. Si vas a fusio-
narte con una entidad y arruinás lo que
hace mejor, es una operación absurda.

— ¿Cómo valora que organismos co-
mo la CNMC y la CNMV tarden tanto
en posicionarse?

— Es difícil entenderlo. La cultura
burocrática en Europa no es una mar-
ca envidiable. Desde que empieza un
proyecto y hasta que termina pasan
años. Empezamos en junio de 2012 el
proyecto de unión bancaria y 12 años
después tenemos un supervisor co-
mún, muchos supervisores naciona-
les, un fondo de resolución bastante
limitado en volumen y ausencia total
de un Fondo de Garantía de Depósitos
(FGD). Para el FGD es necesaria la vo-

luntad política. Es una lástima. La po-
tencia que tendría Europa con un
buen fondo comparable al norteamer-
icano sería enorme.

— Informes recientes realizados por
los ex primer ministros italianos
Mario Draghi —también expresiden-
te del BCE— y Enrico Letta y por
Christian Noyer, exgobernador del
Banco de Francia, insisten en la nece-
sidad de desarrollar estratégicamen-
te un potente mercado de titulación a
nivel europeo que pasaría por apos-
tar decididamente por la unidad ban-
caria y la unidad del mercado de capi-
tales. ¿Qué priorizar?

— La titulación podría cubrir el hue-
co que nos deja la ausencia de un mer-

cado de capitales integrado. Estos in-
formes hablan de ello de una manera
muy agresiva. Es fundamental porque
la UE se ha puesto unas metas en in-
versiones que sumadas en su conjun-
to [transición energética, digitaliza-
ción, redes, innovación, etcétera] lle-
gan a 800.000 millones al año. Los go-
biernos tienen un nivel de deuda que
no les permite alegrías y los bancos
son incapaces, por el nivel de capital
que tienen, de financiar eso.

— A diferencia de EEUU...

— La manera de solucionarlo, en au-
sencia del mercado de capitales inte-
grado, es promoverlo. Que los bancos
puedan hacer paquetes de préstamos,
convertirlos en títulos y venderlos en
el mercado. En Europa teníamos un
mercado de titulaciones muy diná-
mico antes de la gran crisis financiera.
Como resultado de la crisis financiera
—y un poco queriendo ganar la última
guerra—, la normativa europea em-
pezó a ser muy conservadora con las
titulaciones. Se exigieron excesivas
cargas de capital y unas obligaciones
de transparencia que ponen en una
posición de desigualdad al mundo de

la titulación respecto a otras inver-
siones. No se incentiva para que las
empresas aseguradoras que tienen
objetivos a largo plazo y, por tanto,
podrían mantener titulaciones en
balance las compren. Así como en
EEUU en los últimos 10 años el volu-
men de titulación del mercado ha
aumentado el 30%, en Europa ha caí-
do en el mismo porcentaje. El merca-
do americano es 12 veces el europeo
cuando antes era seis veces más. No es
accidental. Que las titulaciones eu-
ropeas, ahora mismo, sean las más
transparentes y las más sencillas de-
bería ayudar, pero el peso regulatorio
impide su desarrollo. Aún tenemos en
la cabeza los efectos de la crisis *subpri-
me*, que no tuvo nada que ver con Eu-
ropa. Aquí no hubo *defaults* en titula-
ciones, a diferencia de lo que ocurrió
en EEUU. Pero actuamos como si
aquel problema fuera nuestro.

— ¿Hay una relación directa del exi-
guo mercado de la titulación con el
desarrollo empresarial?

— Sí. Al titular, los bancos liberan su
balance de los títulos que venden y
están en condiciones de prestar más o
prestar diferente. Un banco no toma
títulos a 30 años. Esto no lo hacen los
bancos, lo hacen los mercados. Trans-
ferir el riesgo al mercado funcio-
naba. Sigue habiendo normativas
nacionales que obstaculizan la inno-
vación, la ganancia de tamaño, a po-
der financiar toda esta transición
energética, digitalización, redes
energéticas europeas...

— Los mercados de renta variable, en
récoros históricos; los precios de la
vivienda, subiendo... ¿Hay riesgos la-
tentes en el mercado?

— Hay una interconexión financiera,
potenciada por la labor que realizan
las *big tech* como plataformas digi-
tales que ofrecen servicios a la banca;
económica y política a nivel global. Es
irrepetible la crisis de 2008 a 2011 en
Europa, pero sí puede haber proble-
mas con la deuda soberana. Al no ha-
ber una unión bancaria, la suerte de
los bancos está ligada a su país, a su
Fondo de Garantía de Depósitos y a su
regulación. Los bancos españoles
tienden a comprar deuda pública es-
pañola, los italianos deuda pública
italiana y al final es todo el ciclo local.
Puede haber tensiones importantes
como vimos con la fluctuación de la
prima de riesgo en Francia, que llegó
a situarse por encima de la española.
Hasta que no haya una unión ban-
caria y una unión de mercado capitales,
debe preocuparnos. Un gran riesgo es
un ciberataque masivo. Cada vez es-
tamos más cerca de esta eventuali-
dad. La interconectividad facilita que
un ciberataque contagie el sistema
global. Para poder enfrentarse a este
escenario, los supervisores exigen
pruebas de estrés a los bancos. Y no
descartemos una nueva pandemia,

que pueda ser incluso más severa que
la anterior. A veces actuamos como si
no pudiera volver a ocurrir.

— ¿Banca en la sombra?

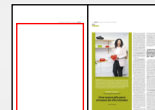
— Se habla mucho, pero con mucha
imprecisión. Lo relevante es el apa-
lancamiento, más que te llamen
sombra o luz. Cuando cometes inver-
siones por las que te endeudas, es
cuando pueden crearse burbujas.
Cuando pierdes dinero solo quien lo ha
puesto, no es sistémico. Lo es cuando
la financiación se contagia a toda una
cadena de prestadores. En la llamada
banca en la sombra no hay mucho
apalancamiento. El sector bancario es
cada vez más cauto en la financiación,
no tanto de la compra de vivienda co-
mo de su promoción por buenas ra-
zones que aquí aprendimos a palos.

— ¿Falta más transparencia?

— Las autoridades deben exigir una
transparencia extrema, no solo en
banca o fondos de inversión, sino en
todo este sistema en que se realizan
operaciones cuasi bancarias, pero que
no están tan a la luz porque no hay in-
formes tan granulares. La transpa-
rencia es higiénica.

— ¿No se está generando una deuda
escondida?

— Justamente por estar escondida es
difícil de valorar. Tenemos a nivel glo-
bal un organismo que es el Foro de Es-
tabilidad Financiera que pone el foco
en todos los rincones, a ver qué deuda
está escondida y cuál no. Todavía no
han sonado las alarmas y confío bas-
tante en el trabajo de este organismo.
Temo más la deuda no escondida, pe-
ro sí contingente, de los sectores pú-
blicos. Tenemos unos niveles de deu-
da a nivel global extraordinarios: ron-
damos el 90%. En Europa, muchos
países están por encima del 100% hol-
gadamente; en España, el 105%. Hay
países que aún no han apuntado en la
cuenta cosas que van a venir asociadas
al envejecimiento de la población, la
sanidad, las pensiones, los gastos en
defensa que inevitablemente van a te-
ner que crecer como consecuencia de
la evolución geopolítica del mundo.
Los gobiernos se están quedando sin
margen para actuar frente a imprevi-
stos y eso es terrible. Van acumulando
obligaciones que te dejan sin margen
de reacción. Me preocupa casi más que
las obligaciones del sector privado
porque tiene muchas repercusiones.
Repercute en los servicios públicos, en
la política monetaria y en su autono-
mía porque en algún momento las
presiones sobre los bancos centrales
para que no suban los tipos de interés
pueden ser formidables y estoy con-
vencido de que resistirán. Si no, esta-
remos abocados a fases de inestabi-
lidad de precios y financiera. Está en el
frontispicio de mis preocupaciones.



En frente

— Da la impresión de que basta con dar una patada hacia delante a la deuda. A emitir, que no pasa nada. Hace 15 años en España representaba el 40% del PIB.

— Y llegó a situarse por debajo. Uno contempla estos niveles con envidia porque dan margen. Permitieron hacer mucho durante la crisis financiera. Claro que hay límites a la posibilidad de emitir deuda, al menos a precios razonables. Incluso Grecia ha salido del agujero, pero con coste. Tiene el 160% de deuda todavía y una prima de riesgo bajísima porque ha hecho un gran esfuerzo y los mercados han creído en la apuesta griega. No hay posibilidad de emitir sin límite para nadie, ni para EEUU. Ha habido una época de tipos de interés muy bajos en la que la deuda se ha podido emitir en gran cantidad y con coste bajo para el erario, pero se está terminando.

— Parece que en Europa, cuando hay que arreglar un problema, se suben los impuestos. No hay un debate sobre reducción de gastos innecesarios o reforma de las administraciones.

— Tiene que ver con la economía política. Es más fácil subir un impuesto que reducir gastos, especialmente cuando la reducción de gastos es compleja porque está asociada a casos como las pensiones. Aquí hay un axioma: el carril de las pensiones pierde las elecciones y no se quieren perder elecciones. Luego, no se arreglan las pensiones. Es más fácil subir las cotizaciones.

— ¿Cómo valora el papel del BCE estos últimos años?

— No somos conscientes del valor de tener un banco central independiente. De esa reputación hemos vivido estos dos años de gran inflación. Si no hubiéramos tenido esta reputación acumulada, guiada por su objetivo de mantener la estabilidad de precios, cuando llegó la inflación al 10%, en cualquier otro país sin un banco central independiente las expectativas de inflación se habrían disparado y habría costado un horror bajarlas. Se habría producido un sacrificio en la economía para volver a estabilizar la inflación que no ha ocurrido. En poco tiempo, algo más de un año, la inflación ha vuelto a las cercanías del 2%. El BCE es el banco más creíble del mundo y el más joven. Hemos puesto en pie una institución federal con un mandato muy claro que debería servir de modelo para otras instituciones en Europa. Una persona es un voto, con independencia de que te llames Alemania o te llames Malta. El armazón está tan bien pensado que impide que disfunciones nacionales contagien al conjunto. Supongamos que un país determinado nombra un gobernador



«En innovación, siento decirlo, España es realmente un caracol. Salimos muy por debajo de la media»

que es un activista político a favor de su gobierno. En el marco de 25 miembros votando en el Consejo del Banco Central Europeo, esto se diluye.

— ¿Y el papel del Banco de España?

— Entre sus funciones, aparte de contribuir a la estabilidad y los precios a través de su participación en el BCE, interviene en el esquema de supervisión del sistema y es asesor del Gobierno. Sus informes deben tener un componente independiente. Si los gobiernos toman una decisión importante sobre la economía, debe opinar porque así se lo pide la ley. El último gobernador [Pablo Hernández de Cos] ha sentado el listón tan alto que espero que todos se miren en ese mandato para proceder y funcionar en el futuro.

— Pronósticos: inflación y tipos

— A mediados de este año, tendremos la inflación en el 2% o incluso por debajo, estabilizándose en los años posteriores. Venimos de una época de tipos

de interés anormalmente bajos por los riesgos de deflación, pero, una vez que esto ha quedado atrás, lo lógico es que el tipo nominal se quede un poco por encima de la tasa de inflación a medio plazo, que es el 2%. Así que tendremos tipos del 2,5% o incluso cerca de 3%. No me escandalizaría. El problema es el potencial de crecimiento europeo, que es muy bajo. No da mucho margen para que los tipos nominales suban del 3%. El tipo nominal a largo plazo tendría que ser la suma del (de)crecimiento a largo plazo más la inflación a largo plazo. Es aritmética elemental, así que vería un suelo en condiciones normales en torno al 2% sin perjuicio de que, si hay una recesión más una tendencia de la inflación a bajar del 2% de manera significativa, pudiéramos ver otros tipos.

— Los datos macro indican que España va bien. ¿Es sostenible?

— La sensación que se crea cuando es difícil reservar en un restaurante y todo el mundo se quiere ir de vacaciones tiene un componente de espejismo. España fue la economía europea que más cayó durante la pandemia y ha habido un efecto rebote aquí que ha ayudado mucho a España por la vía de los servicios turísticos, que están en récord absoluto y representan el 14% del PIB. Esto es desproporcionado. Hemos recibido un flujo de inmigración enorme, muy fácilmente asimilable, que consume y genera ingresos, si bien es verdad que suelen dirigirse a sectores de una productividad relativamente

«Trump no defraudará a sus electores»

— ¿Cumplirá Donald Trump sus amenazas comerciales?

— Va en serio. Habrá excepciones, tratamientos especiales, pero no defraudará a sus electores. Está en su ADN.

— ¿Qué efectos puede tener?

— La economía americana va como un tiro y las propuestas de Trump —aranceles, bajada de impuestos a sus amigos, deportación de migrantes que trabajan en sectores como la agricultura— tendrán efectos inflacionistas en un momento donde los precios se controlaban. Pueden detenerse las bajadas de tipos por parte de la Reserva Federal. La relación con China deberá observarse muy atentamente. Y Europa, como economía abierta que es, puede sufrir con este aumento arancelario.

— De Alemania a Ucrania

— Más allá de la política de cada país, donde el modelo alemán está siendo puesto a prueba muy severamente, vamos a ver cómo maneja la salida de Ucrania. Bien o mal, qué pacto habrá. No solo es geopolítica, puesto que también afectará a los precios de la energía y a los riesgos que supone tener un vecino tan agresivo. ¿Durante cuánto tiempo coartaremos la voluntad de los ucranianos de integrarse en la Unión Europea y la OTAN?

— Otro experimento, la Argentina de Javier Milei.

— Ha logrado superar la primera valla. Ha caído la inflación al 2,5% mensual y en 2025 la economía puede crecer el 5%. Está en superávit primario y empiezan a verse ganancias de salario real. Nunca se ha hecho nada tan radical en un país relativamente grande como Argentina.

baja. Hay una falta de sintonía entre las cifras macro, que son fantásticas, el país que más crece de Europa entre los grandes, y la percepción micro. Si uno toma familias representativas y compara los ingresos reales de antes de la pandemia y la actualidad, están aún ligeramente por debajo.

— Bendito turismo

— Nuestra vinculación al turismo es una bendición cuando las cosas van bien, pero tener un porcentaje tan alto del PIB dependiendo del turismo es arriesgado cuando van mal. La industria turística se está intentando transformar y desestacionalizar. Debe enfocarse en la productividad. España tiene una productividad más baja que la media de la UE y no se ven las palancas que podrían aumentar esa productividad a medio plazo. Depende del tamaño de las empresas, de los esquemas de protección social y de la innovación.

— El sempiterno I+D+i.

— En la innovación, siento decirlo, España es realmente un caracol. En el tablero europeo de la innovación salimos muy por debajo de la media. Tenemos a Chipre y Malta por delante. Hay que innovar para aumentar la productividad. Turismo, migración, consumo público: estas son las claves de la alegría actual.

— ¿Qué hacer?

— También en 2008 vimos algo así. Teníamos superávit con unas altas tasas de crecimiento. Deberíamos haber tenido un superávit mucho mayor entonces, haber reducido todavía la deuda más para hacer hueco. Sosteniendo esta situación a medio plazo requiere unos esfuerzos que no van a ser espontáneos. Y las pensiones. La última reforma no resolvió el problema con vistas al futuro. Tenemos un desequilibrio inercial que se va a ver muy pronto. Pocos países cambian tanto normas importantes como España: legislación laboral, fiscal... y eso desanima la inversión. Debería haber estructuras y columnas fijas. Sosteniendo los ritmos actuales de crecimiento sería factible si la política se enfocara en esto. Otro tema es la inestabilidad normativa y regulatoria. Hay muchos inversores que ante esta inestabilidad se esperan porque desconocen el contexto al que se van a enfrentar. Son problemas muy propios de la administración, de la manera en que se conduce y la facilidad con la que los impuestos aumentan como solución a cualquier asunto. ¿Meva a tocar a mí o no? Depende del sector en el que estés, depende de la constelación de intereses políticos en un momento determinado. Debería haber estructuras y columnas fijas. Y no se adivinan. Sosteniendo los ritmos actuales sería factible si uno se enfocase en estas cosas.