

Intermediación bajo cero: los efectos de los tipos de interés negativos en la rentabilidad y el crédito bancario

*Santiago Carbó-Valverde, Pedro J. Cuadros-Solas
y Francisco Rodríguez-Fernández*

Revisado y actualizado enero de 2021

Resumen

La reducción de los tipos de interés por debajo de cero puede justificarse desde un punto de vista teórico, si bien, en la práctica, se ha demostrado que genera una serie de distorsiones y disfunciones en diversos ámbitos de los mercados financieros y bancarios, que pueden, a su vez, afectar al conjunto de la economía. También se ha constatado que el mantenimiento prolongado de medidas de expansión cuantitativa tiene escasa eficacia a largo plazo, además de tener efectos negativos en términos de estabilidad financiera. Mantener unos tipos de interés negativos durante mucho tiempo (low for long) genera importantes desafíos para los bancos, puesto que la baja rentabilidad se convierte en un problema estructural del sector bancario europeo. Además, la pandemia de la COVID-19 y las respuestas de los bancos centrales han acrecentado las expectativas en los mercados de que los tipos de interés se mantendrán negativos incluso más tiempo del inicialmente esperado antes de la pandemia. No obstante, persiste la incertidumbre sobre la evolución de los tipos tras la pandemia y cuáles serán sus efectos en el negocio bancario. Afecta a cuestiones como la morosidad de los préstamos y los cambios en los márgenes de interés, entre otros. Las expectativas sobre la inflación –y las repercusiones en los precios de una combinación de políticas monetarias y fiscales expansivas– podrían constituir un factor de cambio en 2021.

I. Efectos de los tipos de interés negativos

El debate sobre la eficacia de una política monetaria no convencional se ha intensificado desde que tanto la Reserva Federal como el Banco Central Europeo retomaran una orientación expansionista en 2019. En la actualidad, la falta de consenso sobre el sentido y los efectos de las heterodoxas medidas adoptadas parece sustancial. Por un lado, la expansión cuantitativa y los bajos tipos de interés han ayudado a los bancos centrales a afrontar las circunstancias derivadas de la crisis y la consiguiente recesión económica. Asimismo, han contribuido a mantener la liquidez y la estabilidad en los mercados tras la irrupción de la pandemia de la COVID-19. Por otro lado, las críticas a estas políticas han ido en aumento. Algunos estudios señalan que existe un límite inferior efectivo (*ELB*, por sus siglas en inglés) para los tipos de interés, por debajo del cual, la transmisión de la política monetaria resulta ineficiente.

En la práctica, los tipos negativos han revelado su escasa eficacia para estimular la inflación y/o el crédito. Algunos estudios empíricos demuestran que, en determinadas circunstancias, unos tipos de interés bajos pueden incluso tener un “efecto contrario”, generando un efecto opuesto (menos crédito y expectativas de inflación a la baja) al inicialmente pretendido. En lo que respecta a los bancos, los efectos de una política monetaria no convencional –incluidos los tipos oficiales negativos– sobre los márgenes y la rentabilidad también han resultado negativos.

Los tipos de interés negativos también podrían tener otros efectos más allá de los observados en préstamos y márgenes bancarios (cuadro 1). La estructura competitiva de los mercados financieros (por ejemplo, la proliferación de proveedores no bancarios y de la banca en la sombra) y el nivel de liquidez (por ejemplo, la acumulación de efectivo y la generación de distorsiones en la liquidez a corto plazo) podrían verse afectados negativamente. Asimismo, la elevada utilización de activos colateralizados en la política monetaria no convencional ha incrementado la relevancia de los mercados de deuda,

Cuadro 1: RESUMEN DE LOS EFECTOS DE LOS TIPOS DE INTERÉS NEGATIVOS

Efectos sobre los bancos	
Rentabilidad	<ul style="list-style-type: none">• Reducción del margen de intereses bancarios (-18,4%) y de la rentabilidad sobre el volumen de activos (-3,06%).• Efecto asimétrico sobre la rentabilidad: los bancos con más activos líquidos, altamente capitalizados, que mantienen mayores reservas en los bancos centrales y que tienen un mayor volumen de depósitos de clientes resultan ser los más perjudicados.
Crédito	<ul style="list-style-type: none">• Efecto contrario: Los tipos de interés bajos surten un “efecto contrario” sobre el crédito.• La política monetaria es menos eficaz para estimular el crecimiento de los préstamos bancarios cuando los tipos de interés caen a un nivel muy bajo.
Coste de financiación	<ul style="list-style-type: none">• Incremento del coste de financiación de los bancos que tienen grandes volúmenes de depósitos
Riesgo	<ul style="list-style-type: none">• Reducción del riesgo (tras la fijación de tipos de interés negativos, la tenencia de activos de riesgo de los bancos disminuyó en un 10%).• Efecto asimétrico sobre el riesgo: los efectos sobre la asunción de riesgos dependen del nivel de capitalización y el tamaño de los bancos.
Efectos sobre la economía	
Estructura competitiva de los mercados financieros y liquidez	<ul style="list-style-type: none">• Acumulación de liquidez (efectivo y asimilados).• Distorsiones en los mercados de liquidez a corto plazo.• Proliferación de proveedores no bancarios y de banca en la sombra.
Vulnerabilidad financiera en el sector empresarial	<ul style="list-style-type: none">• Sostenibilidad de la deuda de las empresas.• Rentabilidad de los fondos de pensiones y los seguros de vida.• Operaciones societarias de baja calidad (incluida la financiación de las fusiones y adquisiciones).
Sector público	<ul style="list-style-type: none">• Desincentivos para abordar una reducción de deuda pública
Mercados de valores e inversión	<ul style="list-style-type: none">• Remodelación artificial de las estructuras de mercado.• Problemas para la fijación de precios.• Repercusión negativa en las acciones bancarias.
Mercados inmobiliarios	<ul style="list-style-type: none">• Distorsión en el coste de la vivienda.• Asignaciones de liquidez y burbujas inmobiliarias.• Dificultades para trasladar los tipos de interés a los hipotecados.

y ha generado otros riesgos relacionados con la inestabilidad financiera. Aquellas empresas que, normalmente, cesarían su actividad o se verían obligadas a una reestructuración en un mercado competitivo –“empresas zombis”– parecen estar sobreviviendo cada vez más, debido en parte a la abundante liquidez y a los bajos tipos de interés. La supervivencia de estas empresas zombis reduce la productividad media de la economía y reduce las posibilidades de crecimiento de aquellas otras empresas que son más productivas. Los tipos negativos emiten además señales contradictorias a los inversores acerca de la formación de precios y las expectativas económicas. Estos efectos comportan distorsiones significativas en los mercados de liquidez, de valores e inmobiliarios.

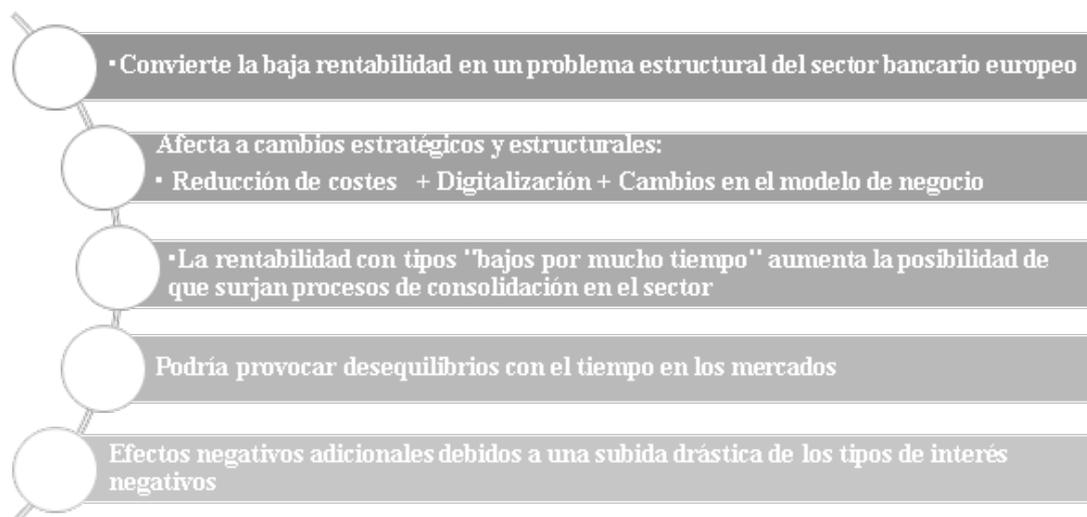
II. “Bajos por mucho tiempo”: la duración de los tipos de interés negativos

Aunque se suponía que las políticas monetarias heterodoxas iban a ser transitorias, los bancos centrales que las han aplicado no parecen haber logrado los objetivos que se habían fijado, y han ido aún más lejos (más expansión cuantitativa y/o tipos incluso más bajos). Ulate (2021) muestra que la eficiencia de la política monetaria cuando el tipo de interés está por debajo de 50 puntos básicos (<0,5%) es del 60-90% en relación con la eficiencia cuando los tipos de interés están por encima de los 50 puntos básicos (>0,5%). Asimismo, la eficacia de dichas medidas heterodoxas de política monetaria parece disminuir a medida que su vigencia se prolonga. Un entorno caracterizado por tipos de interés “bajos por mucho tiempo” puede mermar la rentabilidad y la fortaleza de las entidades financieras, convirtiéndose así en una fuente de vulnerabilidad para el sistema financiero. Además, los tipos reducidos podrían alterar los incentivos de las entidades para asumir riesgos, lo cual podría suscitar una mayor vulnerabilidad del sector financiero.

Brunnermeier y Koby (2019) ponen de manifiesto que mantener unos tipos oficiales reducidos o negativos por un largo periodo de tiempo impide a los bancos acceder a mejores condiciones de financiación (por ejemplo, las recapitalizaciones no generan los beneficios asociados a las mismas), al tiempo que se siguen reduciendo sistemáticamente los márgenes bancarios. Heider, Saidi y Schepens (2019) examinan los límites de la aplicación de tipos negativos por las autoridades monetarias, señalando que los bancos son reacios a trasladar los tipos negativos a los depositantes, lo cual aumenta el coste de financiación de los bancos con grandes volúmenes de depósitos, reduciendo además su valor neto en comparación con los bancos que tienen menos depósitos. Esto conlleva que la prolongación de las medidas de expansión cuantitativa limite su eficacia a largo plazo y que genere efectos negativos en términos de inestabilidad financiera. Claessens, Coleman y Donnelly (2018) afirman igualmente que, cada año que transcurre con tipos “bajos por mucho tiempo”, los márgenes bancarios y la rentabilidad se reducen en 9 y 6 puntos básicos, respectivamente.

En este sentido, mantener los tipos de interés reducidos durante tanto tiempo genera problemas para los bancos. Tal y como se resume en el gráfico 1, cuando los tipos de interés son persistentemente negativos, la baja rentabilidad se con-

Gráfico 1: IMPLICACIONES DE LA PERSISTENCIA DE TIPOS DE INTERÉS REDUCIDOS O NEGATIVOS



vierte en un problema estructural para el sector bancario europeo. Así, es posible que los bancos empiecen a plantearse la necesidad de introducir cambios estratégicos y estructurales (por ejemplo, reducción de costes, una mayor digitalización, cambios en el modelo de negocio). Los tipos de interés negativos o “bajos por mucho tiempo” pueden además constituir el caldo de cultivo para que se aborden procesos de consolidación en el sector.

Por último, unos tipos de interés persistentemente bajos pueden causar problemas si se produce una subida drástica o un “repunte” de los mismos. Como reconoce el Banco de Pagos Internacionales¹: “Tal repunte podría acarrear dificultades para las instituciones financieras, aun cuando no se asumieran mayores riesgos. Los bancos sufrirían probablemente pérdidas de valoración de los activos a largo plazo, así como morosidad crediticia. Las medidas de adaptación de los bancos para mantener la rentabilidad durante los periodos de tipos de interés bajos, tales como el fortalecimiento de los vencimientos de activos y el desplazamiento de los préstamos al sector inmobiliario, sensible a los tipos de interés, exacerbarían los efectos de un posterior repunte en los tipos de interés”.

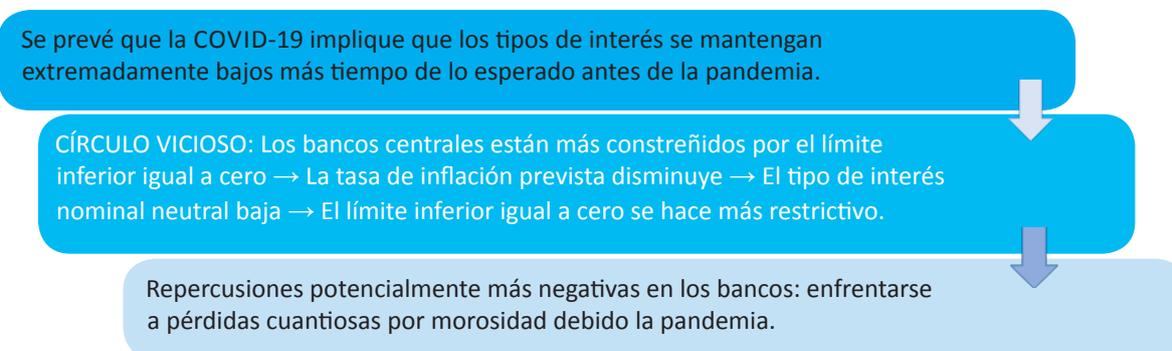
III. La COVID-19 y los tipos de interés negativos

Los gobiernos y los bancos centrales han reaccionado acertadamente con políticas fiscales y monetarias agresivas a la pandemia de la COVID-19. Desde el inicio de la pandemia, los principales bancos centrales (Reserva Federal estadounidense, BCE, Banco de Inglaterra, Banco de Japón) han inyectado 3,8 billones de dólares. Gran parte de dichas inyecciones monetarias ha provocado que la rentabilidad de la deuda pública a largo plazo se mantenga cercana a cero. La expansión monetaria está proporcionando a los bancos una liquidez considerable en un momento en el que muchos de ellos participan de programas de financiación pública destinados a reactivar la economía. El objetivo es evitar una contracción económica aún mayor que la provocada directamente por los confinamientos y el consiguiente desplome del consumo y la inversión. Asimismo, es relevante que dichos los programas se destinen a evitar los impagos entre empresas, ya que estos acaban generando mayores niveles de morosidad bancaria.

Los tipos de interés extremadamente bajos siguen constituyendo un enorme desafío para la intermediación bancaria. Ahora que los mercados tienen la expectativa de que los tipos de interés serán extremadamente bajos más tiempo del inicialmente esperado antes de la pandemia, las dificultades no han hecho sino aumentar. Estudios previos revelan que la expansión cuantitativa puede resultar ineficaz para restablecer la inflación. Uno de los problemas de esta coyuntura es que da lugar a un círculo vicioso (gráfico 2). A medida que los bancos centrales se ven crecientemente constreñidos por un límite inferior igual a cero, la tasa de inflación prevista disminuye, reduciendo el tipo de interés nominal neutral, lo cual refuerza a su vez el carácter restrictivo del límite inferior igual a cero (Liley y Rogoff, 2020).

Además, unos tipos de interés negativos podrían ser aún más nocivos en una etapa pospandemia. Asumiendo que la rentabilidad de los bancos se ve afectada negativamente cuando se aplican unos tipos de interés negativos, reducir los ingresos bancarios podría tener repercusiones aún más desfavorables, ya que los bancos podrían enfrentarse a cuantiosas pérdidas derivadas de altos volúmenes de impagos de préstamos debido a la pandemia.

Gráfico 2: REPERCUSIONES DE LA COVID-19 EN LOS TIPOS DE INTERÉS NEGATIVOS



¹ Implicaciones para la estabilidad financiera de un periodo prolongado de bajos tipos de interés. Banco de Pagos Internacionales. Comité sobre el Sistema Financiero Global. Julio de 2018. <https://www.bis.org/publ/cgfs61.pdf>

IV. Evidencia empírica

El análisis empírico del presente estudio se enfoca en los determinantes de los márgenes de intereses en el sector bancario europeo desde el año 2012. Se observa que los márgenes de interés han sido significativamente más reducidos para aquellos bancos que operan en países con tipos de interés negativos. En la zona del euro, la disminución de los ingresos por intereses ha sido particularmente pronunciada. Empleando información contable de 3.155 bancos, de 36 países europeos, entre 2011 y 2018, se muestra que los bancos que han operado bajo una política de tipos de interés negativos (*NIRP*, por sus siglas en inglés) sufrieron una reducción del 18,4% en sus márgenes de interés en comparación con los bancos de otros países que no fijaron tipos negativos. Los bancos de los países que aplicaron una NIRP registraron una caída del 43,8% en sus ingresos por intereses respecto de aquellos bancos que operaban en países con tipos de interés positivos. A pesar de que los gastos por intereses también se redujeron, lo hicieron en menor medida (30,3%). Considerando estos resultados en su conjunto, estos datos avalan la hipótesis de la existencia de un mecanismo imperfecto de transferencia de los tipos negativos a los clientes, merced al cual dichos tipos de interés negativos afectan en mayor medida a los tipos sobre los préstamos que a los de los depósitos, teniendo así un efecto neto negativo sobre los márgenes de intermediación bancaria.

Asimismo, se aprecia que algunos bancos resultan más afectados por las políticas de tipos negativos que otros. Los bancos que poseen más activos líquidos, con elevadas ratios de capital y con mayores reservas en los bancos centrales han experimentado una reducción más significativa de sus márgenes de intereses en este contexto de tipos de interés negativos. Los efectos negativos de los tipos de interés sobre los márgenes también han sido mayores en aquellos bancos con mayores depósitos bancarios.

Por último, se evidencia un mayor efecto negativo de los tipos de interés negativos en los márgenes de intereses (-26,40%) para los bancos de las principales economías de la Unión Europea (Alemania, Bélgica, España, Francia, Italia, Países Bajos, Polonia y Reino Unido). Los resultados se mantienen cuando se realizan una serie de análisis de robustez sobre la muestra empleada y la especificación de los modelos econométricos.

Estos resultados pueden contribuir en cierta medida al debate actual sobre la eficacia de la política monetaria no convencional y la necesidad de revisar los efectos secundarios de mantener unos tipos de interés reducidos o negativos durante un largo periodo de tiempo. No se trata solo de que sean perjudiciales para los bancos. También existe una preocupación creciente de que los efectos globales sobre la economía pueden acabar siendo negativos si los tipos se mantienen demasiado bajos durante demasiado tiempo. Parece por tanto urgente hacer un seguimiento de las repercusiones de las políticas monetarias heterodoxas en diversos ámbitos del sistema financiero. Además, este análisis de seguimiento debería ser prospectivo, y sopesar si los cambios en la fijación de precios y en los incentivos relacionados con tipos bajos o negativos pueden generar una cierta inestabilidad financiera en un futuro próximo. La sostenibilidad del endeudamiento de las empresas, el riesgo de contagio de la deuda soberana a la privada, el auge de la banca en la sombra, la acumulación de liquidez o las distorsiones en los mercados inmobiliarios son elementos que deben considerarse. Conseguir los objetivos básicos de financiación e inversión debería ser compatible con los incentivos para el conjunto del sistema financiero, y el mantenimiento prolongado de tipos de interés bajos tal vez no contribuya a ella.

V. ¿Vuelta a los tipos positivos? Más allá de la inflación

En sus últimas reuniones, la Reserva Federal y el BCE han decidido mantener su política de tipos de interés cero o negativos durante bastante tiempo con el fin que la economía se recupere y los niveles de inflación remonten. No obstante, las expectativas sobre la inflación son muy contradictorias y las implicaciones para los tipos de interés complejas. Una de las hipótesis es que la inflación se mantendrá muy baja al menos durante los próximos cinco años. Tal es, por ejemplo, la previsión del FMI (cuadro 2). En el caso de la eurozona, se prevé que la tasa de inflación se sitúe por debajo del umbral del

Cuadro 2: PREVISIONES DE INFLACIÓN DEL FMI (IPC)

	EE.UU.	Eurozona	RU	Suiza
2019	1,8	1,2	1,7	0,3
2020 prev.	1,5	0,4	0,7	-0,7
2021 prev.	2,7	0,9	1,2	0,0
2022 prev.	2,1	1,2	1,6	0,2
2023 prev.	2,1	1,5	1,9	0,7
2024 prev.	2,1	1,6	2,0	0,8
2025 prev.	2,2	1,7	2,0	0,9

Fuente: *Perspectivas de la economía mundial, octubre de 2020* (Fondo Monetario Internacional, 2020).

2% incluso en 2025. Partiendo de las expectativas de tener una inflación baja durante un tiempo prolongado, se prevé una política monetaria que mantenga los tipos de interés en niveles reducidos (cuadro 3).

Cuadro 3: PREVISIONES DE LA POLÍTICA DE TIPOS DE INTERÉS

	Standard & Poor's				Funcas		
	EE.UU. (Fed)	Eurozona (BCE)		RU (BoE)	Suiza (SNB)	Eurozona (BCE)	
		Tipos de depósito	Tipos de referencia			Tipos de depósito	Tipos de referencia
2019	1,5-1,75	-0,43	0	0,75	-0,75	-0,43	0
2020	0-0,25	-0,5	0	0,23	-0,75	-0,49	0
2021	0-0,25	-0,5	0	0,10	-0,75	-0,48	0
2022	0-0,25	-0,5	0	0,10	-0,75	–	–
2023	0-0,25	-0,5	0	0,10	-0,75	–	–

Fuentes: *Perspectiva global de los bancos 2021* (Standard & Poor's, 2020) *Panel de previsiones* (Funcas, 2020).

Las expectativas un tanto pesimistas sobre la inflación obedecen probablemente a las disrupciones de oferta y demanda provocadas por la COVID-19 y a los reiterados brotes, que han reducido la posibilidad de una pronta y sólida recuperación (Fornaro y Wolf, 2020). Demertzis y Domínguez-Jiménez (2020) explican esta dinámica de inflación a largo plazo, señalando que la COVID-19 ha presionado a los tipos de interés aún más a la baja, introduciendo un alto grado de incertidumbre y generando unas dificultades extraordinarias a la hora de ajustar las previsiones. A su juicio, la pandemia ha acentuado la tendencia a la baja de la curva de rendimiento, lo cual es indicativo de que los tipos de interés reducidos se mantendrán entre cinco y diez años. Esto abre la posibilidad a que coexistan unos tipos de interés nominales iguales a cero con una inflación positiva, lo que se traduciría en unos tipos de interés reales negativos.

Sin embargo, no todos los análisis acerca de la inflación y la recuperación económica son tan pesimistas. Cavallino y Di Fiore (2020), tras examinar las respuestas a la pandemia en términos de política monetaria, señalan que los bancos centrales han respaldado indirectamente la expansión fiscal de muchos gobiernos a través de bajadas de tipos de interés y con la aprobación de operaciones de financiación y de programas públicos de compra de activos. Por consiguiente, la respuesta a la COVID-19 ha consistido en una doble política de medidas expansionistas fiscales y monetarias, que puede propiciar la recuperación para la segunda mitad de 2021 –dependiendo de cómo evolucione la campaña de vacunación– e impulsar al alza la inflación. Como observa Wyplosz (2020), puesto que los tipos de interés se sitúan ya en terreno negativo en Europa, el BCE no tiene ese recurso disponible, de modo que está centrando todos sus esfuerzos en los planes de compra de activos. El BCE está también sometido a presiones para adoptar un régimen flexible de metas de inflación (en promedio a lo largo del tiempo en lugar de una inflación exacta), tal y como ha hecho la Reserva Federal. Adoptar esta estrategia más flexible aumentaría las expectativas sobre la inflación y, sostiene Wyplosz, proporcionaría margen suficiente para llevar los tipos de interés a terreno positivo².

El carácter extraordinario de la política expansionista y la persistencia de niveles generalizados de precios bajos han suscitado un debate acerca de la credibilidad de las metas de inflación como referente principal de la política monetaria. En sus análisis de una serie de artículos sobre lo que se denomina ya “economía de la COVID-19”, Brodeur *et al.* (2020) y Bianchi, Faccini y Melosi (2020) apuntan que los niveles extraordinarios de deuda acumulada a lo largo de los últimos años –e incrementados para combatir la pandemia– dificultan el compromiso de los bancos centrales de recuperar la inflación a medio plazo. Desde perspectivas aún más extremas se sostiene que los bancos centrales no están fijando los tipos de interés sobre la base de las expectativas de inflación, sino que lo están haciendo de acuerdo con lo que consideran un tipo de interés “natural” para la economía que haga sostenibles ciertas tendencias. Entre estas, se encontrarían una serie de cambios estructurales acumulados, como el incremento en los niveles de deuda, el envejecimiento de la población o el estancamiento en el crecimiento de la productividad. Lo que parece innegable es que los bancos centrales no han acertado en sus proyecciones de inflación desde el final de la crisis financiera. Anderson y Jonung (2020), por ejemplo, al examinar la experiencia de los tipos de interés negativos en Suecia, observan que el Riksbank (Banco Central de Suecia) argumentaba que los tipos negativos buscaban recuperar la inflación, y que estos volverían a ser positivos antes del final de 2016.

² Wyplosz (2020) señala asimismo que “el predominio fiscal suele considerarse la principal amenaza para la independencia de los bancos centrales. Este predominio se da cuando un gobierno obliga al banco central, formal o informalmente, a financiar sus déficits. Cuando esto se produce, la política monetaria se ve secuestrada: el tipo de interés y la creación de dinero se rigen por las necesidades presupuestarias, y no por el habitual compromiso con la estabilidad de los precios”.

No obstante, las previsiones fallaron, y el Riksbank tuvo que mantener un tipo negativo hasta diciembre de 2019, cuando lo subió al cero por ciento. Otros bancos centrales también parecen haber tomado decisiones respecto a los tipos por motivos distintos de la inflación. Es el caso de Suiza. Jordan (2020) muestra que los tipos de interés negativos propiciaron una presión al alza sobre el franco suizo, que, sin embargo, no tuvo efectos en el crédito, lo que le lleva a concluir que los tipos de interés negativos no se aplicaron “por sus efectos sobre la demanda de crédito, sino por su influencia en el tipo de cambio”. Lilley y Rogoff (2019, 2020) dan otra vuelta de tuerca a este enfoque un tanto crítico al afirmar que las expectativas a largo plazo de inflación y tipos negativos se producen porque “los mercados tienen la convicción de que ni siquiera las medidas de expansión cuantitativa pueden encauzar de nuevo la inflación conforme a los objetivos fijados, lo cual deja muy pocas alternativas a la política monetaria salvo los tipos de interés negativos”. William White, ex asesor económico y jefe del Departamento Monetario y Económico del Banco de Pagos Internacionales hasta 2008, habla incluso de la trampa de los tipos de interés. Según su opinión, los bancos centrales saben que no pueden dejar los tipos de interés tan bajos como están, porque están provocando que la deuda global sea incobrable, además de comportamientos potencialmente nocivos en los agentes económicos, pero no pueden subir los tipos de interés porque entonces desencadenarían la misma crisis que están tratando de evitar³.

Desde una óptica algo más conciliadora se sostiene que los bancos centrales han identificado también ciertos cambios estructurales en la economía que inciden en la inflación de maneras diferentes. Hernández de Cos (2020) afirma que vivimos tiempos extraordinarios y, por lo tanto, los tipos de interés han de interpretarse conjuntamente con los niveles de inflación. Así pues, “un tipo de interés nominal del 2% cuando la previsión de inflación asciende al 4% constituye una medida mucho más expansiva que un tipo nominal del 1% en un contexto no inflacionista”. Asimismo, apunta a que el tipo de interés natural ha bajado gradualmente en las economías avanzadas debido a factores como el envejecimiento de la población y el cambio tecnológico, que “han alterado el equilibrio entre la oferta de ahorro y la demanda de inversión. Por consiguiente, para estabilizar la inflación, los tipos deben ser hoy más bajos que hace dos o tres décadas”. La convicción de que los bancos centrales están simplemente adaptando sus políticas a la difícil coyuntura actual se complementa con la idea de que la COVID-19 ha llevado a revisar la finalidad del canal del crédito. En concreto, el Consejo de Estabilidad Financiera (2020) indica que, durante la pandemia, “las autoridades se vieron en la necesidad de adoptar una amplia gama de medidas para mantener la oferta de crédito a la economía real y apoyar la intermediación financiera [...] Dichas medidas comprendían: apoyar la concesión de créditos a entidades no financieras; paliar la escasez de financiación en dólares estadounidenses; atenuar las restricciones de financiación derivadas del cambio de preferencias de los inversores, que han optado por activos más seguros; y respaldar el funcionamiento del mercado y garantizar su integridad”.

VI. Implicaciones para los bancos y necesidad de nuevas políticas

Aunque el presente estudio reconoce ciertos efectos positivos del establecimiento de las políticas monetarias expansivas a los bancos, ilustra asimismo que la fijación de tipos negativos o bajos durante un periodo prolongado puede no sólo acarrear consecuencias adversas considerables para la rentabilidad y los márgenes bancarios, sino que implica también un dudoso estímulo al canal del crédito. Puesto que la COVID-19 ha exacerbado algunos de estos problemas, los bancos centrales han adoptado medidas extraordinarias. Hass, Neely y Emmons (2020) examinan algunos de ellos, subrayando, por ejemplo, que los organismos reguladores nacionales en la mayoría de los países europeos y Japón han instado también a los bancos a reestructurar las condiciones del crédito y las moratorias de pagos cuando resulte posible. Asimismo, han permitido a las instituciones financieras diferir el reconocimiento de las pérdidas crediticias a efectos de cómputo del capital regulatorio. No obstante, en ciertos análisis⁴ se sostiene que el apoyo a los bancos debería ampliarse de diversas formas:

- Cabría afirmar que si los tipos de interés suben cuando la recuperación sea demasiado incipiente, el volumen de préstamos morosos aumentaría rápidamente. Con el fin de evitar un deterioro significativo de la calidad de los préstamos, debería reforzarse la solvencia de las empresas. Las empresas viables podrían financiarse temporalmente con fondos públicos mediante participaciones y recapitalizaciones para evitar que se encuentren en una posición financiera demasiado frágil cuando comience la recuperación. Esto es equivalente a un “seguro pandémico”, destinado a mantener la estabilidad financiera y a facilitar que los bancos operen de forma segura con tipos de interés oficiales más elevados⁵. En caso de no adoptarse dichas medidas y de que los tipos de interés se mantengan reducidos, existe el riesgo de que la rentabilidad de los bancos y de su actividad crediticia continúe erosionándose, dificultándose así la recuperación económica (Beauregard y Spiegel, 2020). Coincidiendo con este planteamiento, en las calificaciones globales de S&P (2020) se observa que, desde el inicio del brote del coronavirus, los bancos centrales han reducido su tipo oficial en 150

³ *Financial Times* (8 enero 2021). Debt dangers hang over markets. <https://www.ft.com/content/91efe8fa-857c-438a-a0f3-96dfb8e7daaa>

⁴ Véase Caracciolo *et al.* (2020) para un análisis del debate actual sobre la interacción entre las políticas de los bancos centrales y la actividad bancaria.

⁵ Véase, por ejemplo, Cochrane (2020), sobre el debate de la combinación de políticas en tiempos de la COVID-19.

puntos básicos. Por consiguiente, su previsión es que la rentabilidad del capital se sitúe en torno a un 9% en 2020-2021. Por otro lado, si los tipos negativos persisten aun cuando la inflación aumente, se producirían cambios en la actividad bancaria, resultando los préstamos minoristas particularmente afectados. De acuerdo con las proyecciones de McKinsey (2020), los tipos “bajos por mucho tiempo” obligarían a los bancos a ampliar sus actividades fuera de balance, a incrementar las tasas y comisiones y a centrarse prioritariamente en la financiación al consumo y las tarjetas de crédito.

- Con el fin de propiciar un entorno financiero seguro y un ajuste natural de los tipos de interés, los préstamos a empresas durante la pandemia e inmediatamente después podrían estar respaldados mediante un plan de financiación a escala europea. En este sentido, Brunnemeier *et al.* (2020) plantean que el Banco Europeo de Inversiones (BEI) debería ofrecer préstamos a todas las empresas a los efectos de cubrir los pagos pendientes en un semestre a un tipo de interés del 0%, y que debería permitirse a las empresas reembolsar dichos préstamos en un plazo de entre 6 y 8 años. Estos autores apuntan, asimismo, que el BEI podría financiar los préstamos colocando las emisiones de obligaciones en el BCE. Esta iniciativa europea complementaría las medidas nacionales en las que los bancos privados han concedido préstamos con garantías públicas parciales.
- Ante la expectativa de una potencial coexistencia de inflación y tipos de interés oficiales reducidos, los bancos centrales deberían garantizar a los bancos unas condiciones monetarias adecuadas. Por ejemplo, habilitando un sistema multinivel de tipos de interés que propiciase una mayor flexibilidad en Europa, o bien elevando el tipo de interés de las facilidades de depósito. Asimismo, siguiendo el ejemplo de los Estados Unidos, el BCE podría flexibilizar las exigencias de reservas mínimas. En conjunto, sería conveniente analizar si los tipos reducidos están contribuyendo a alcanzar los objetivos fijados o si, por el contrario, están causando más perjuicios, y, en particular, si se ha producido (o se producirá pronto) un efecto contrario al esperado sobre el crédito⁶.

Bibliografía

- AL-HUSSAINY, E. (2020). *Why Covid-19 will put the bond market rally back on track*. Columbia Threadneedle Investments.
- ANDERSSON, F. N. G. y JONUNG, L. (2020). Lessons from the Swedish Experience with Negative Central Bank Rates. *Cato Journal*, 40, pp. 595-612.
- BEAUREGARD, R. y SPIEGEL, M. M. (2020). Commercial Banks under Persistent Negative Rates. *FRBSF Economic Letter*, 2020-29. Federal Reserve Bank of San Francisco.
- BIANCHI, F., FACCINI, R. y MELOSI, L. (2020). Monetary and Fiscal Policies in Times of Large Debt: Unity is Strength. *Working Paper*, No. 27112. National Bureau of Economic Research. <https://doi.org/10.3386/w27112>
- BIS (2018). *Financial stability implications of a prolonged period of low interest rates*. Bank for International Settlements. Committee on the Global Financial System. July 2018. <https://www.bis.org/publ/cgfs61.pdf>
- BRODEUR, A., GRAY, D., ISLAM, A. y BHUIYAN, S. J. (2020). A Literature Review of the Economics of COVID-19. *IZA DP*, No. 13411.
- BRUNNERMEIER, M. y KOBY, Y. (2019). *The Reversal Interest Rate*. National Bureau of Economic Research. doi: 10.3386/w25406.
- BRUNNERMEIER, M., LANDAU, J-P., PAGANO, M. y REIS, R. (2020). *Throwing a COVID-19 liquidity life-line*. March 19, <https://voxeu.org/debates/commentaries/throwing-covid-19-liquidity-life-line>
- CARACCILO, G., CINGANO, F., ERCOLANI, V., FERRERO, G., HASSAN, F., PAPETTI, H. y TOMMASINO, P. (2020). Covid-19 and Economic Analysis: a Review of the Debate. *Literature Review*, 1. Banca D'Italia.
- CARLETTI, E., CLAESSENS, S., FATÁS, A. y VIVES, X. (2020). *The Bank Business Model in the Post-Covid-19 World*. IESE y CEPR.
- CAVALLINO, P. y DE FIORE, F. (2020). Central banks' response to Covid-19 in advanced economies. *BIS Bulletin*, 21.
- CLAESSENS, S., COLEMAN, N. y DONNELLY, M. (2018). Low-For-Long" interest rates and banks' interest margins and profitability: Cross-country evidence. *Journal of Financial Intermediation*, 35. pp. 1–16. Elsevier Inc. doi: 10.1016/j.jfi.2017.05.004.

⁶ Como ilustran Carletti *et al.* (2020), la cuestión de si el tipo de efecto inverso se aplicó antes del brote de la Covid-19 permanece sin respuesta.

COCHRANE, J. H. (2020). Coronavirus monetary policy. En: Richard Baldwin y Beatrice Weder di Mauro (Eds.), *Economics in the Time of COVID-19*, capítulo 12. VoxEu-CEPR.

DEMERTZIS, M. y DOMÍNGUEZ-JIMÉNEZ, M. (2020). Monetary Policy in the Time of COVID-19, or How Uncertainty is Here to Stay. Policy Department for Economic, Scientific and Quality of Life Policies- Directorate-General for Internal Policies. Monetary Dialogue Papers, November 2020 PE 658.201 - November 2020.

FINANCIAL STABILITY BOARD (2020). COVID-19 Pandemic: Financial Stability Implications and Policy Measures Taken. Report submitted to the G20 Finance Ministers and Governors. July 15, 2020.

FORNARO, L. y WOLF, M. (2020). Covid-19 Coronavirus and Macroeconomic Policy. *Working Paper*, nº 1168. Barcelona.

HAAS, J., NEELY, C. J. y EMMONS, W. R. (2020). Responses of International Central Banks to the COVID-19 Crisis. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, Fourth Quarter 2020, 102(4), pp. 339-84.

HEIDER, F., SAIDI, F. y SCHEPENS, G. (2019). Life below Zero: Bank Lending under Negative Policy Rates. *Review of Financial Studies*, 32(10), pp. 3727–3761. doi: 10.1093/rfs/hhz016.

HERNÁNDEZ DE COS, P. (2020). The role of the European Central Bank's monetary policy in the COVID-19 crisis. *Deusto Business School Alumni Meeting*. October 1, 2020.

JORDAN, T. J. (2020). Small country – big challenges. Switzerland's monetary policy response to the coronavirus pandemic. 2020 IMF Michel Camdessus Central Banking. Swiss National Bank.

LILLEY, A. y ROGOFF, K. (2020). *Negative interest rate policy in the post COVID-19 world*. VoxEu. 17 April 2020

— (2019). *The Case for Implementing Effective Negative Interest Rate Policy*. Strategies for Monetary Policy, (Stanford: Hoover Institution Press).

MCKINSEY (2020). How banks can ease the pain of negative interest rates. March 3, 2020.

S&P GLOBAL RATINGS (2020). Global Banking Country-By-Country Outlook Midyear 2020: More Or Less Resilient To COVID-19 Shocks. July 9, 2020.

ULATE, M. (2021), Going Negative at the Zero Lower Bound: The Effects of Negative Nominal Interest Rates. *American Economic Review*, 111(1): 1-40. <https://doi.org/10.1257/aer.20190848>

WYPLOSZ, C. (2020). *The Euro Area After COVID-19*. Policy Department for Economic, Scientific and Quality of Life Policies. Directorate-General for Internal Policies. European Parliament.