

CAPÍTULO 25

EL ANÁLISIS FINANCIERO DE BANCOS Y EMPRESAS ANTE LA CRISIS DE LA COVID-19: UNA PERSPECTIVA DESDE EL BANCO DE ESPAÑA

Ángel Estrada

Alfredo Martín

Jesús Saurina

Javier Vallés*

1. INTRODUCCIÓN

Este capítulo, y en particular su introducción, pretende servir de agradecimiento por la contribución de Vicente Salas a mejorar el rigor de los análisis económico-financieros desarrollados en el Banco de España y, especialmente, a ensanchar su horizonte investigador. Dicha investigación ha dado un salto de calidad, reconocido a nivel internacional, en las dos últimas décadas. Además, su participación en la institución ha servido para poner de manifiesto los valores personales y profesionales que transmitió a todos aquellos que tuvieron la oportunidad de trabajar con él: pasión por el trabajo bien hecho, honestidad intelectual y humildad, algo que Vicente desprende de manera natural.

Queda ya lejos su primera vinculación al Banco de España como miembro de su Consejo de Gobierno, desde 1994 hasta 1998, siendo gobernador Luis Ángel Rojo. Mucho más cerca queda su segunda etapa en los órganos de gobierno, como miembro de su Comisión Ejecutiva y de su Consejo de Gobierno, desde mayo de 2006 hasta mayo de 2018, con los gobernadores Miguel Ángel Fernández Ordoñez y Luis María Linde.

Esta segunda etapa de pertenencia a los órganos de gobierno fue un tiempo complejo al coincidir con la crisis financiera global, que tuvo una fuerte incidencia

* Las opiniones expresadas en este trabajo son exclusiva responsabilidad de sus autores y no deben atribuirse al Banco de España, al Eurosistema o a la Junta Única de Resolución.

en el sector bancario español. Sin duda, Vicente, consciente del desgaste que dicha crisis financiera tuvo sobre la reputación de los bancos centrales, sintió la necesidad de revisar en profundidad los procedimientos que debían identificar a tiempo los riesgos y vulnerabilidades financieras para evitar que se repitiera en el futuro otra crisis semejante. Esta es una lección clave para afrontar el futuro.

En todo momento intentó poner su experiencia al servicio de dichos órganos de gobierno, contribuyendo al consenso en la toma de decisiones y apoyando a los servicios técnicos en sus análisis y propuestas. Hay que destacar sus esfuerzos por inculcar los análisis rigurosos como el mejor fundamento a las propuestas de política económica que pudieran surgir en el Banco. Como catedrático de organización de empresas apoyó la necesidad de completar las estadísticas macroeconómicas con las estadísticas desagregadas de empresas y bancos y, quizás más importante, la combinación de todas estas fuentes de información como forma de lograr una radiografía más precisa de la situación económica y financiera y de sus interacciones. También impulsó la colaboración con las universidades y los centros de investigación, a través de iniciativas como la *Revista de Estabilidad Financiera*, con el fin de favorecer el debate entre académicos, autoridades supervisoras y responsables de la política económica.

Su contribución fue también muy relevante en la formación de capital humano y en el avance de la investigación en cuestiones bancarias en sentido amplio. Esta aportación se produjo a raíz del periodo en el que prestó sus servicios como consultor en el departamento de estabilidad financiera, desde enero de 2004 hasta abril de 2006, justo antes de su nombramiento como miembro de la Comisión Ejecutiva. Esta etapa se prolongó de forma desinteresada durante los años siguientes, trabajando con diferentes economistas del Banco, lo cual permitió dar un impulso a la investigación de calidad en el área bancaria y equipararla a la de otras áreas del Banco con una tradición investigadora mucho más dilatada, apoyando así la formulación de políticas macro y microprudenciales.

1.1. La contribución de Vicente Salas a la agenda investigadora del Banco de España

En esta sección se van a repasar de manera sucinta las áreas de investigación que Vicente impulsó, los enfoques que ayudó a desarrollar y el valor añadido que aportó mediante su incansable trabajo. Resulta justo reconocer en este punto el papel decisivo que para su contratación como consultor de investigación jugaron tanto el subgobernador, Gonzalo Gil, como el gobernador de la época, Jaime Caruana, comprometidos en potenciar el área de estabilidad financiera del Banco, una decisión estratégica que se revelaría como adelantada a lo que fueron los avan-

ces posteriores de los bancos centrales de nuestro entorno. La imbricación del análisis bancario y la política regulatoria, en particular la macroprudencial, independiente de las tareas supervisoras y con entidad propia frente a otras áreas tradicionales de investigación del Banco, nacieron y se desarrollaron, en buena parte, gracias al empuje intelectual de Vicente Salas.

Los temas a los que contribuyó Vicente como investigador en el Banco abarcan áreas muy amplias. Como cabría esperar en un especialista en el análisis de la situación financiera de las empresas, los primeros trabajos para el departamento de estabilidad financiera se centraron en el análisis de la fragilidad financiera de las empresas y su impacto en los bancos, vía crédito bancario (véase Ruano y Salas-Fumás, 2004). Esta línea de investigación entroncaba con trabajos previos de Vicente con otros investigadores del Servicio de Estudios del Banco (véase Ocaña, Salas-Fumás y Vallés, 1994).

De manera natural se pasa del análisis del riesgo de crédito bancario a la evaluación de los instrumentos que tienen los bancos para protegerse de los impagos de crédito o, incluso, para poder identificarlos anticipadamente a través del doble papel que juegan las garantías bancarias –colateral– (véase Jiménez, Salas-Fumás, y Saurina, 2006). Si bien los determinantes del riesgo de crédito ya habían atraído la atención de los investigadores (véase Jiménez y Saurina, 2004), hasta la llegada de Vicente no se integró la teoría bancaria con el contraste de hipótesis mediante una rica base de datos muy granular con la que contaba el Banco, la Central de Información de Riesgos (CIR).

El análisis de las características de los préstamos bancarios abrió otra línea fructífera de investigación, a través del estudio de las líneas de crédito y su comportamiento anticipador de la morosidad (véase Jiménez, López y Saurina, 2009a). A su vez estos avances supusieron la puerta de entrada a la evaluación de uno de los parámetros más difíciles para la medición del riesgo de crédito empíricamente: la *EAD* (*exposure at default* o exposición al impago), así como al análisis de las titulizaciones y su papel en la financiación del ciclo crediticio (véase Jiménez, López y Saurina, 2009b y Almazán, Martín-Oliver y Saurina, 2015).

Todos estos trabajos, liderados por Vicente, contribuyeron a que el Banco de España, años más tarde, estuviera en disposición de elaborar una metodología completa y granular para realizar *stress tests* a los bancos españoles¹. El desarrollo de esta metodología sirvió, en primer lugar, y junto a otros desarrollos, para salir del programa de ayuda financiera en enero de 2014 y, posteriormente, para monitori-

¹ Véase el desarrollo de la metodología *FLESB* (*Forward Looking Exercise on Spanish Banks*) en Banco de España (2016).

zar la estabilidad del sistema bancario, incluyendo las evaluaciones más recientes del impacto de la crisis provocada por la COVID-19.

Una segunda área de análisis que impulsó Vicente tiene que ver con la competencia bancaria y sus diferentes maneras de instrumentarla. Para el Banco de España, desde muy temprano estuvo presente la existencia de un *trade-off* (intercambio) entre competencia bancaria y estabilidad financiera (véase Salas-Fumás y Saurina, 2003), compartido también por Vicente, pero con menor convencimiento, seguramente dada su preocupación por el bienestar colectivo que debe conllevar el desarrollo del sistema financiero en su sentido más amplio. Prueba de su interés en la materia son los numerosos trabajos en los que participó con investigadores del Banco analizando los determinantes y las implicaciones de la competencia bancaria, un tema que guarda una relación directa con el riesgo de crédito (vía prima de riesgo, vía capacidad de monitoreo de las inversiones y, de nuevo, utilización de las garantías bancarias) (véase Jiménez, López y Saurina, 2013; Lago-González y Salas-Fumás, 2005; Martín-Oliver, Salas-Fumás y Saurina, 2009; Martín-Oliver, Salas-Fumás y Saurina, 2008; Martín-Oliver, Salas-Fumás y Saurina, 2007; Martín-Oliver, Salas-Fumás y Saurina, 2006; Martín-Oliver, Salas-Fumás y Saurina, 2005).

De manera pionera, para comprender mejor la competencia bancaria en todas sus dimensiones, Vicente lideró el estudio del capital intangible, variable desconocida hasta entonces en el análisis del sistema bancario español. Estos trabajos permitieron construir una serie de *stock* de capital intangible, con sus diversos componentes, para determinar cómo contribuyen a generar valor en las entidades bancarias, y ponerlos en relación con la rentabilidad bancaria y la eficiencia, yendo más allá del análisis estándar hasta entonces de precios, cantidades y capacidad productiva física (empleados y oficinas). Esta línea de investigación permitió adaptar al sistema bancario, con una elevada riqueza informativa, la racionalidad de las diferentes decisiones de inversión, para poder comprender la dinámica competitiva sectorial (véase Martín-Oliver, Ruano y Salas-Fumás, 2013a; Martín-Oliver y Salas-Fumás, 2012; Martín-Oliver y Salas-Fumás, 2011; Martín-Oliver y Salas-Fumás, 2008). Esta contribución adquiere todavía más relevancia en un mundo como el actual en que los activos intangibles están determinando los principales avances tecnológicos.

Los trabajos sobre fragilidad financiera en general y riesgo de crédito en particular, junto el dedicado a comprender las múltiples vertientes de la competencia bancaria, llevaron de manera natural a una tercera área de interés, y que se puede encuadrar dentro del análisis estructural y de comportamiento del sistema bancario (véase Delgado, Pérez y Salas-Fumás, 2003; Delgado, Salas-Fumás y Saurina, 2007;

Jiménez, Salas-Fumás y Saurina, 2011; Jiménez, Salas-Fumás y Saurina, 2009; Pérez, Salas-Fumás y Saurina, 2005; Salas-Fumás y Saurina, 2002). ¿Qué papel juega el tamaño de las entidades, su estructura corporativa y de propiedad (bancos, cajas, cooperativas), su estructura de balance y la combinación de productos que ofrecen a la hora de explicar la rentabilidad y la solvencia bancaria o los incentivos de los gestores bancarios? ¿Qué papel tienen las relaciones bancarias (número de bancos por empresa) para acceder al crédito bancario y su impacto en el coste de la financiación? Se trata de preguntas cruciales para entender el acceso al crédito bancario de las empresas y los incentivos de los bancos a comprometerse en la financiación de los sectores productivos de manera sostenida a lo largo del ciclo de crédito.

Un tema central de la obra de Vicente es el gobierno de las empresas. Esta es un área de potencial crecimiento para el Banco de España, dado el papel relevante que juega la estructura de gobierno a la hora de determinar el nivel de riesgo de una entidad y, por lo tanto, la posibilidad de que genere externalidades negativas sobre el conjunto del sistema. Las deficiencias en la gobernanza de las cajas de ahorros españolas y en algunos grandes bancos internacionales (británicos, estadounidenses, alemanes, etc.) fueron un elemento fundamental a la hora de explicar por qué fueron severamente golpeados por la crisis financiera que se desarrolló a partir de 2008. Vicente realizó una contribución seminal al análisis del papel de la regulación en la gobernanza de los bancos (véase Salas-Fumás, 2003), teniendo en cuenta no solo a los propietarios sino al resto de partes interesadas en el banco (otros *stakeholders*) como son los acreedores sénior (preferentes), los depositantes, no cubiertos y cubiertos por los fondos de garantía, o incluso los clientes de activo. Una lectura sosegada de dicho trabajo permite al lector perspicaz interrogarse sobre la composición de la base accionarial de los bancos y sus implicaciones, por ejemplo, en términos de distribución de dividendos, un tema de actualidad con el impacto de la crisis de la COVID-19 y la necesidad de que los bancos refuercen su capital para hacer frente a las consecuencias financieras de dicha crisis en sus balances (véase Martínez-Miera y Vegas, 2021).

Otra área muy querida por Vicente es el papel que juegan las empresas familiares en el tejido productivo. Por motivos obvios, este tipo de análisis es menos relevante en el sector bancario español, pero, en cualquier caso, ha sido fuente de inspiración de trabajos posteriores (véase Karaivanov, Saurina y Townsend, 2019), donde se compara la financiación intragrupo familiar con la bancaria y la proveniente de otros mercados financieros.

Finalmente, otra área a la que contribuyó Vicente en el Banco de España fue al análisis de los mecanismos contables que permiten el suavizado del resultado

empresarial (véase Pérez, Salas-Fumás y Saurina, 2010; Pérez, Salas-Fumás y Saurina, 2008) y su interacción con el capital regulatorio. Estos trabajos permitieron una mejor comprensión de las provisiones contracíclicas, un instrumento macroprudencial desarrollado e implantado por el Banco de España con el cambio de milenio (véase Saurina y Trucharte, 2017). La curiosidad intelectual de Vicente y su papel a través de los comentarios y valoraciones en los órganos de gobierno del Banco llevaron a que la institución prestara más atención al impacto de la regulación en los bancos y en la financiación empresarial. Así, no es sorprendente que el departamento de estabilidad financiera se involucrara también en el impacto de los cambios regulatorios, contribuyendo a mejorar el diseño de dicho cambio regulatorio (véase Saurina, Repullo y Trucharte, 2010; Saurina y Trucharte, 2007; Jiménez y Saurina, 2006; Saurina y Trucharte, 2004).

Más allá de la vasta extensión de temas cubiertos por Vicente, primero como consultor del Banco de España y después colaborando en los proyectos puestos en marcha, hay que destacar algunos elementos importantes, definitorios de su trabajo, ligados a su carácter y personalidad, y que permiten poner de manifiesto la impronta que Vicente ha dejado en el Banco de España.

En primer lugar, la contribución de Vicente fue clave para dar un salto cualitativo en la investigación realizada y, por tanto, en las publicaciones conseguidas. Gracias al talento joven que se fue incorporando al departamento de estabilidad financiera, se comenzó a publicar en revistas académicas de reconocido prestigio internacional y permitió fundamentar las decisiones de política regulatoria en un análisis sólido y riguroso.

La existencia de buenas bases de datos, como la CIR o las cuentas financieras de los bancos, no era suficiente, por si misma, para dar el salto cualitativo deseado. Hacían falta buenas ideas para contrastar las hipótesis derivadas de los modelos teóricos. Ese valor añadido necesario para dar el salto cualitativo lo aportó Vicente estructurando los razonamientos, ordenando las hipótesis y utilizando los datos granulares para contrastarlas².

A medida que Vicente colaboraba con los diferentes equipos se producía una transferencia de conocimiento y de tecnología de investigación. Esta parte intangible se revelaría con el paso del tiempo como otra contribución esencial de Vicente al capital del Banco de España. También hay que hacer notar que algunas de las líneas de investigación abiertas por Vicente en el Banco se han seguido desarrollando de manera fructífera fuera del mismo, de tal forma que ahora la sociedad

² A modo de ejemplo se pueden citar: Jiménez *et al.* (2012, 2014 y 2017).

en su conjunto, se beneficia de dichos análisis recogiendo los frutos sembrados años atrás³.

Finalmente, hay que señalar dos características personales de Vicente, muy arraigadas en su carácter, y que, sin duda, han dejado huella en los estudios que el Banco de España lleva a cabo en cumplimiento de sus responsabilidades. Se trata de su profunda honestidad intelectual. La honestidad intelectual obliga a ser muy cuidadoso con los datos, con las hipótesis, con los contrastes, con las técnicas econométricas, con la deducción de conclusiones, con el texto final. Esta es la única forma de producir investigación de calidad con la que soportar sólidamente la formulación de política regulatoria bancaria, regulación que puede explicarse, que puede convencer y que puede contribuir a mejorar el bienestar de la sociedad.

La última, y quizás la más importante cualidad que ha transmitido Vicente a lo largo de todos los años en los que ha estado vinculado al Banco de España es la humildad. Esta cualidad permite, por un lado, seguir mejorando día a día, y, por otro lado, tener un sano escepticismo a la hora de evaluar las conclusiones de la investigación y, sobre todo, su alcance. El paso de la investigación al diseño y propuesta de políticas económicas y financieras exige rigor y prudencia, pedagogía y revisión continuada de la evidencia empírica. Sin humildad esto no es posible. Y esa es otra contribución intangible de Vicente.

Después de esta introducción panorámica del trabajo y de los valores que Vicente Salas aportó al Banco de España, el resto del capítulo se ocupa de aspectos analíticos que son centrales en las labores regulares de la institución. La sección segunda está dedicada a la situación financiera de las empresas no financieras españolas antes de la COVID-19 y las posibles implicaciones que la crisis actual puede tener sobre la estabilidad financiera. La sección tercera se centra en describir la evolución del sector bancario español y el impacto que la reestructuración de la última década ha tenido en la rentabilidad, la eficiencia y en la competencia del sector. El trabajo termina con unas reflexiones finales sobre los retos del sistema financiero a medio y largo plazo y las implicaciones que ello tiene para la agenda investigadora de los bancos centrales.

2. LA SITUACIÓN FINANCIERA DE LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS ANTE LA COVID-19

El propósito de esta sección es describir la situación financiera de las sociedades no financieras españolas (SNF) en las dos últimas décadas, profundizando sobre

³ Sirvan, a modo de ejemplo, Martín-Oliver, Ruano y Salas-Fumás (2020); Martín-Oliver, Sakovics y Salas-Fumás (2020); Martín-Oliver, Ruano y Salas-Fumás (2013b); Martín-Oliver, Ruano y Salas-Fumás (2017); Llorens, Martín-Oliver y Salas-Fumás (2020).

cómo se ha enfrentado este sector a las dos grandes crisis que han tenido lugar a lo largo de este período, y, en particular, a la más reciente generada por la COVID-19⁴. La pandemia ha provocado una contracción económica sin precedentes en 2020 y sus efectos están todavía muy presentes en 2021 tanto a nivel global como doméstico⁵. Las restricciones a la movilidad y a la actividad han impactado con fuerza en las ventas y en los beneficios de muchas empresas, aunque de una forma muy heterogénea por sectores, regiones y estructura productiva. La magnitud de estos impactos, así como la efectividad de las políticas públicas puestas en marcha para mitigarlos, determinarán la futura viabilidad económica y financiera de una parte significativa del tejido empresarial existente.

Vicente Salas, investigador de extraordinaria calidad de la economía y de la organización de empresas, ha sido también un analista regular e incisivo de la situación empresarial española, de sus peculiaridades en el contexto internacional y de las implicaciones macrofinancieras que se derivan de su estudio sectorial. En esta sección se utilizan algunas de las herramientas analíticas que él mismo ha impulsado para caracterizar la actual estructura financiera empresarial y los posibles riesgos a los que se enfrenta el sector corporativo español como consecuencia de la pandemia.

En este apartado se presenta evidencia de la estructura financiera de las SNF a partir de la información de la Central de Balances Integrada del Banco de España (CBI). Esta muestra contiene alrededor de 800.000 compañías y una cobertura de entorno al 55 por 100 del VAB total del sector de sociedades no financieras. Se caracteriza por contener empresas relativamente asentadas en sus respectivos mercados, con un cierto sesgo hacia las de mayor tamaño, que, no obstante, se ve mitigado con la incorporación de un elevado número de pymes, a partir de la información de sus cuentas depositadas en los Registros Mercantiles (véase Informe Anual de la Central de Balances, Banco de España, 2019).

Vicente Salas siempre ha incidido en el valor complementario de la información que proporcionan las cuentas sectoriales de Contabilidad Nacional y la proveniente de la contabilidad de empresa para el análisis de la actividad empresarial⁶. En esta ocasión los flujos y *stocks* de la cuenta de resultados y del balance de situación se utilizan para la construcción de variables de acuerdo a la contabilidad empresarial y enfatizar el valor de la información individual en el análisis de la distribución de ries-

⁴ Agradecemos los comentarios de A. Menéndez en esta sección.

⁵ El PIB de España se redujo 10,8 por 100 en 2020, la mayor caída desde la Guerra Civil.

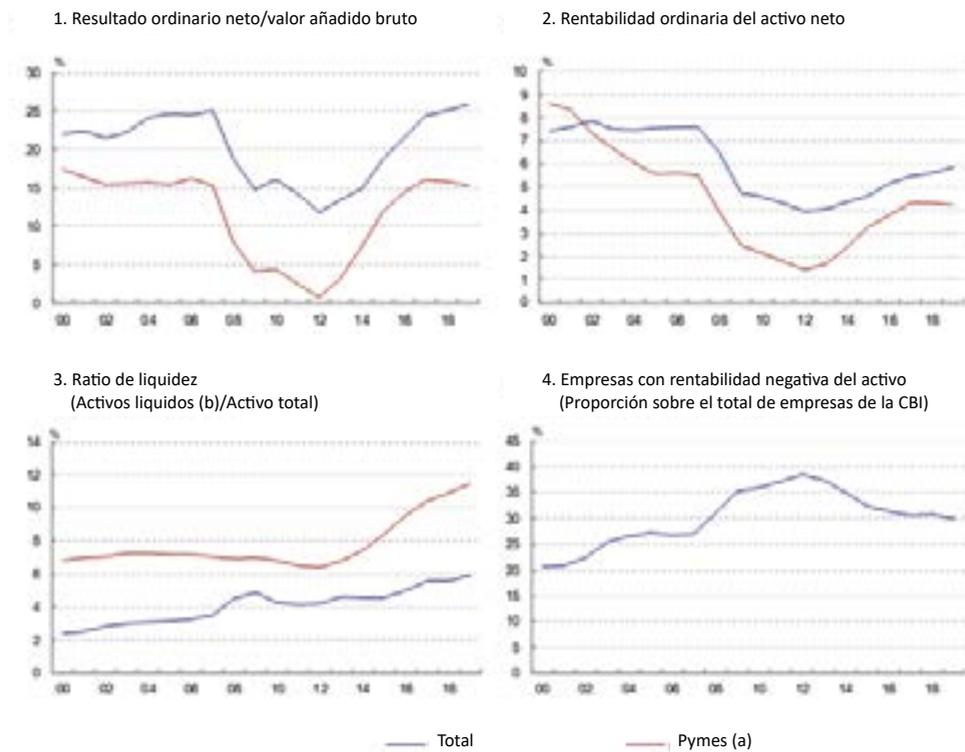
⁶ Por ejemplo, en Salas-Fumás (2014) se presenta una perspectiva de la rentabilidad, la inversión y el endeudamiento de las SNF españolas a partir de los datos de Contabilidad Nacional y en Salas-Fumás, San Juan y Vallés (2017) se hace una comparación con otros países del área euro.

gos entre empresas. Además, aquí se incorpora una perspectiva temporal para ver la evolución financiera en los últimos veinte años y comparar como han afrontado las empresas las diversas crisis económicas desde la creación del euro. En particular, es relevante estudiar las particularidades del sector al inicio de la pandemia, en 2019, y su previsible evolución a la vista de la historia más reciente.

2.1. Rentabilidad, liquidez y endeudamiento

La figura 1 muestra la evolución de diversos indicadores de rentabilidad y liquidez entre 2000 y 2019. La rentabilidad media de esta muestra de empresas ha oscilado entre el 8 por 100 y el 4 por 100 coincidiendo el valle de esta variable con la crisis de deuda soberana en el área euro (2012). Es interesante comprobar que, a

FIGURA 1
RENTABILIDAD Y LIQUIDEZ



Notas: (a) La definición de tamaños está en línea con la Recomendación de la Comisión Europea 2003/361/CE. (b) Se consideran activos líquidos el efectivo y otros activos líquidos equivalentes.

Fuente: Banco de España.

pesar de la recuperación que la actividad empresarial registró desde 2014, el beneficio por euro invertido en 2019 el momento anterior a la crisis de la COVID-19 (5,9 por 100), era inferior al que había en 2007, el año anterior a la crisis financiera (7,6 por 100).

La rentabilidad del activo, ROA, es el producto del beneficio por unidad vendida (margen) y las ventas por euro invertido (productividad del capital). En la figura 1 aparece también el margen como beneficio sobre VAB, y de su comparación con el ROA se desprenden dos observaciones. La primera es que el margen muestra una elevada oscilación, entre el 25 por 100 y el 12 por 100, explicando gran parte de la evolución cíclica del ROA en este periodo. La segunda es que la menor rentabilidad durante el último período expansivo (2014-2019) en relación a la anterior expansión (2000-2007) se debe a la reducción en la productividad del capital entre ambos períodos⁷. Este fenómeno no es exclusivo del tejido empresarial español, ya que es uno de los factores que se han argüido en la literatura para explicar el fenómeno global de reducción de los tipos de interés reales de equilibrio en este periodo.

En la figura 1 también se puede comprobar el significativo comportamiento diferencial de las pymes. Este grupo de empresas presentan en general menores niveles de rentabilidad y una mayor variabilidad de los mismos. Así, aunque las pymes experimentaron en el período 2008-2012 un deterioro más pronunciado de su rentabilidad, durante los últimos años (2014-2019) la recuperación ha sido más intensa que en el resto de empresas. Por otro lado, los colchones de liquidez de las empresas han crecido durante todo el período muestral, pero de una forma mucho más acusada desde 2012 y especialmente en el caso de las pymes⁸. La ratio de liquidez de las empresas de menor tamaño ha aumentado en 5 puntos porcentuales desde 2012, hasta suponer el 11,5 por 100 del total de activos en 2019. Una explicación de esta tendencia, además de la reducción generalizada de rentabilidades alternativas, es que tras la crisis financiera se hayan intensificado las dificultades de acceso a la financiación para este tipo de empresas, aumentando por tanto también su comportamiento precautorio. En todo caso, la preferencia general por la liquidez también es un fenómeno global que justificaría la bajada de rentabilidad de los activos considerados más seguros.

Por último, la figura 1 muestra el porcentaje de empresas con rentabilidades negativas. Este es un primer indicador del grado de vulnerabilidad que presenta el sector para hacer frente a una perturbación adversa como es la COVID-19. Hay

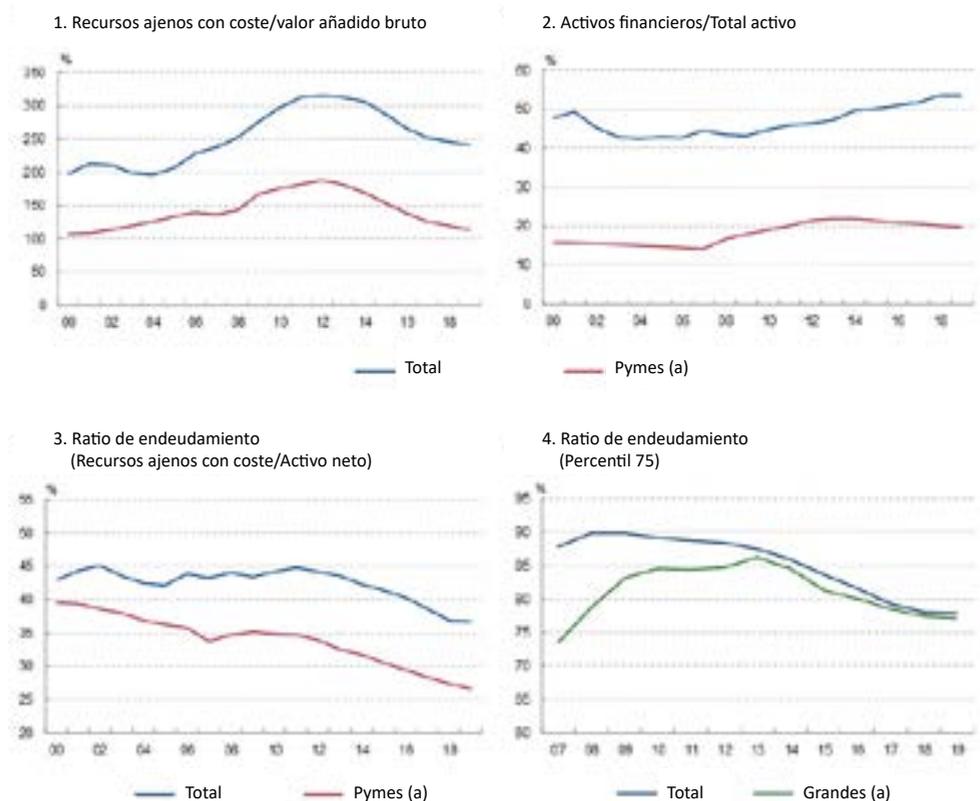
⁷ La productividad del capital pasa de 18 por 100 en 2007 al 15 por 100 en 2019.

⁸ La ratio de liquidez incluye efectivo y activos financieros con vencimiento menor de tres meses. Con una definición más amplia de liquidez las diferencias entre pymes y el resto de empresas se reducen, pero siguen siendo relevantes.

un número significativo de compañías en esta situación (superior al 20 por 100 en todos los años) y en 2019 más de un 30 por 100 de las empresas registraron rentabilidad negativa. Este porcentaje es similar al que había en 2007, antes de la crisis financiera, y que como consecuencia de esta aumentó hasta alcanzar el 39 por 100 en 2012.

Como consecuencia de la crisis financiera global se ha prestado especial atención a las consecuencias del elevado endeudamiento del sector privado. En Salas-Fumás (2013) se ponen de relevancia las diferencias entre el análisis macro y el micro para valorar ese posible exceso de endeudamiento empresarial. A nivel macro se suele analizar el nivel de endeudamiento como porcentaje del PIB mientras que a nivel micro se suele relacionar con el volumen de activos invertidos. La figura 2 muestra

FIGURA 2
ENDEUDAMIENTO Y APALANCAMIENTO EMPRESARIAL



Nota: (a) La definición de tamaños está en línea con la Recomendación de la Comisión Europea 2003/361/CE.
Fuente: Banco de España.

la evolución temporal del endeudamiento corporativo (como porcentaje del VAB), del apalancamiento financiero (deuda en porcentaje del activo total) y el porcentaje de activos financieros sobre el activo total. Así el análisis de la financiación de las SNF se puede relacionar con la producción y ventas en España (en relación al VAB) o alternativamente, desde una perspectiva más empresarial (en relación al activo total). En este caso, se pone de relieve la importancia el crecimiento externo (vinculado a los activos financieros) junto al crecimiento orgánico (vinculado al resto de activos operacionales dedicados a la generación de valor añadido) para poder valorar adecuadamente los riesgos de la financiación ajena de las empresas.

La deuda promedio de las empresas era de dos veces su valor añadido cuando entraron en el euro y creció hasta representar más de tres veces el valor añadido en 2012 (en parte vinculado a la mayor deuda acumulada por las empresas tras la entrada en el euro, pero también por el descenso del valor añadido que se produjo desde 2008). Desde entonces, en un contexto de recuperación de la actividad acompañado de procesos de desapalancamiento (*deleverage* o reducción de deuda) empresarial (como se explica más adelante), se produce un descenso significativo en este indicador, pero en 2019 las SNF todavía tienen una deuda de 2,4 veces su valor añadido. El perfil es similar para el grupo de pymes, pero con un nivel de deuda muy inferior, lo que parece coherente con los menores colchones con que cuentan para afrontar perturbaciones, su menor diversificación de productos y mercados y también el mayor coste de monitoreo que supone para los prestamistas. La valoración de la elevada deuda del sector se suele hacer al ponerse en comparación a la de los países de nuestro entorno y en términos del PIB. En este caso la deuda de las SNF llegó a su nivel máximo a mediados de 2010, situándose en un 120 por 100 (frente al 78 por 100 en la UEM), reduciéndose posteriormente de forma muy significativa, hasta el 72 por 100 a finales de 2019, pasando a estar por debajo del promedio de la UEM.

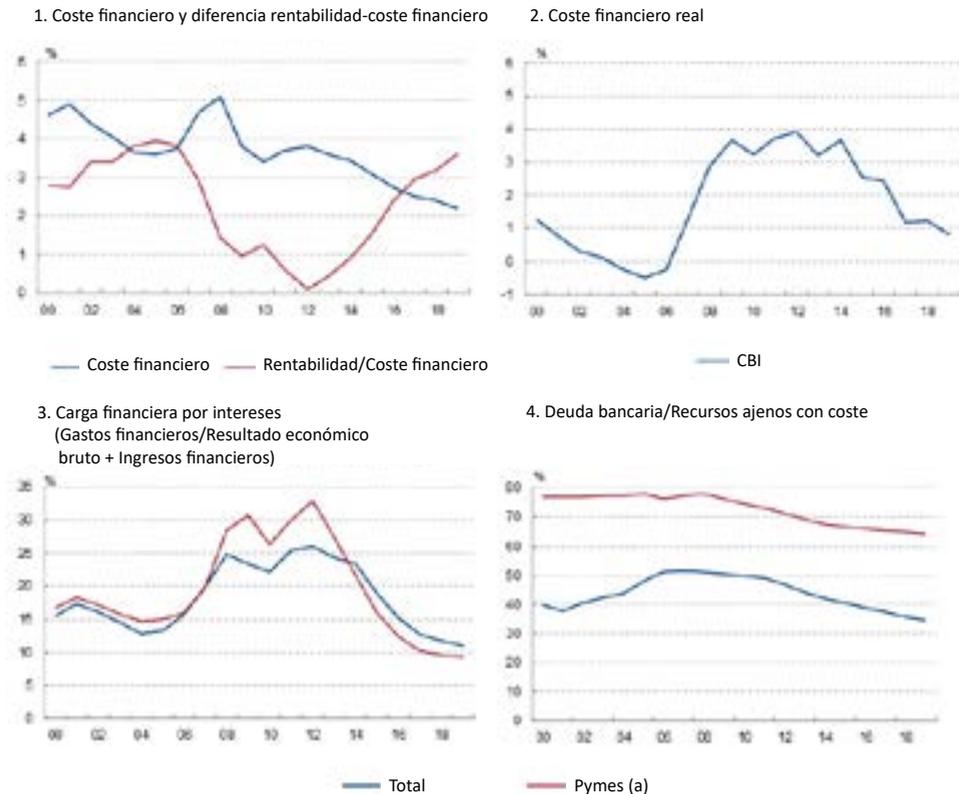
Del análisis de la evolución de la deuda como porcentaje de los activos se obtienen dos observaciones relevantes. La primera es que en términos de esta variable no hubo un crecimiento significativo antes de la crisis financiera. Es decir, la deuda crecía al mismo ritmo que los activos⁹. Además, en el período más reciente se produce un desapalancamiento significativo, con un descenso de 8 puntos (desde un 44 por 100 en 2011 al 36 por 100 registrado en 2019). La segunda observación de la figura 2.3 es que las pymes han ido corrigiendo a lo largo de todo el periodo de permanencia en el euro su nivel de apalancamiento, situándose en el 26 por 100 en 2019, valor muy inferior al de las empresas grandes. No obstante, debe tenerse

⁹ Puede haber factores tanto comunes como idiosincráticos que expliquen esta evolución del activo y del pasivo en los balances empresariales, y que requieren un análisis más detallado para poder entender los determinantes de esta ratio de apalancamiento.

en cuenta que esta evolución promedio oculta diferencias muy significativas en la distribución del endeudamiento entre empresas. Como se puede observar en la figura 2.4 una cuarta parte de las compañías (fundamentalmente grandes) tenían en 2019 niveles de deuda sobre activo superiores al 77 por 100.

Además de la estructura financiera, otro elemento diferenciador entre las empresas grandes y pequeñas es la composición de su activo. Por ejemplo, en 2019 las empresas grandes tenían más del 50 por 100 de sus activos en activos financieros frente al alrededor del 20 por 100 que tenían las empresas pequeñas (figura 2.3). Este crecimiento no orgánico (asociado a los activos financieros) en las empresas grandes se ha venido produciendo desde los años 2000, sin que la crisis financiera lo interrumpiera. En general, estas inversiones financieras suelen

FIGURA 3
COSTE DE LA FINANCIACIÓN Y COMPOSICIÓN DE LA DEUDA



Nota: (a) La definición de tamaños está en línea con la Recomendación de la Comisión Europea 2003/361/CE.

Fuente: Banco de España.

estar relacionadas con el proceso de internacionalización y explican buena parte del aumento del endeudamiento empresarial observado en relación con el VAB (que mide la actividad sólo en el territorio nacional).

La figura 3 incide sobre dos elementos esenciales de la financiación, su coste y su composición. La entrada en el euro supuso una reducción del coste de financiación para los países periféricos, que ya venía produciéndose en los años anteriores al proceso de integración monetaria¹⁰. Sin embargo, la crisis financiera de 2008 y la posterior crisis de deuda soberana generó una fragmentación de los mercados financieros y un tensionamiento de los mismos que fue muy significativo en economías como la española. Ello, unido al retroceso de la actividad productiva que se produjo en esos años, llevó a muchas empresas a una situación crítica como lo indica que el promedio de la rentabilidad menos el coste financiero (figura 3.1) fuera prácticamente nulo en 2012 (0,1 por 100). La política monetaria ultra expansiva del BCE desde 2012 explica la caída tan intensa de los tipos de interés en los años posteriores. Ha sido esta caída histórica de los tipos de interés, junto a la recuperación de la actividad registrada por las empresas desde 2014 y la moderación de los costes salariales, constreñidos por la elevada tasa de paro, lo que ha permitido que la diferencia entre rentabilidad y coste financiero se encuentre en 2019 a niveles similares a los de 2004 (3,6 por 100).

La consecuencia directa de la reducción simultánea en los niveles de deuda y en los tipos de interés entre 2012 y 2019 ha sido la menor carga financiera que soportan las empresas. Si en 2004 los gastos por intereses sobre los resultados corrientes eran del 15 por 100, esta partida se ha reducido hasta el 10 por 100 en 2019 (figura 3.3). También se observa que, en los momentos de crisis como en 2008-2012, hay un aumento de las primas de riesgo y una caída de la rentabilidad que afecta especialmente a las empresas de menor tamaño produciéndose un incremento de su carga financiera. Este fenómeno podría volver a producirse como consecuencia de la crisis de la COVID-19 pero, en ese caso, lo hará desde unos niveles de tipos de interés y de deuda que son más bajos que en 2008.

En términos del tipo de interés real implícito se aprecia de forma más intensa las diferencias entre el coste de financiación en los primeros años del euro, llegando a ser negativos en 2004, y en la crisis 2008-2012, con niveles de entorno al 3 por 100 (figura 3.2)¹¹. Desde entonces los tipos de interés reales han descendido hasta valores inferiores al 1 por 100 en 2019. El profesor Salas ha resaltado la relevancia del coste financiero en la caída del coste de uso del capital para explicar el aumento sustancial de los activos inmobiliarios frente al resto de activos productivos en los

¹⁰ El coste financiero se define como intereses por financiación recibida sobre recursos ajenos con coste.

¹¹ Al coste medio de la financiación ajena se le resta la tasa de variación del deflactor del PIB.

primeros años del euro como elemento diferencial en la economía española (Salas-Fumás, 2013).

Por último, la figura 3.4 señala los cambios que se han venido produciendo en la estructura financiera de las empresas. A pesar de que la economía española está altamente bancarizada, desde la crisis de 2008 la proporción de crédito bancario en las empresas ha venido perdiendo importancia, suponiendo poco más de un tercio de la financiación ajena en 2019. Igual que se veía en la composición del activo, también en la naturaleza de la deuda hay diferencias importantes entre las empresas atendiendo al tamaño. En el colectivo de pymes la deuda bancaria en 2019 representa un 64 por 100 del total mientras que en las empresas grandes la deuda no bancaria es la parte mayoritaria de la financiación.

2.2. Medidas alternativas de riesgo empresarial

Es esperable que la crisis de COVID-19 tenga un efecto muy heterogéneo entre las empresas poniendo en peligro la viabilidad económica de una parte de ellas. Una forma de mostrar las diferencias entre empresas a la hora de afrontar esta crisis es analizando la distribución empírica de una serie de variables económicas y financieras, aproximando así la probabilidad de que una empresa se encuentre en una situación que amenaza su supervivencia.

En Ruano y Salas-Fumás (2004) se proponen diferentes medidas de riesgo empresarial, entre ellas tener beneficios no positivos (riesgo económico) o tener beneficios después de gastos financieros no positivos (riesgo financiero). La tabla 1 muestra el porcentaje de empresas que estaban en alguna de esas dos categorías, así como el peso de la deuda total que se sitúa en riesgo de acuerdo a esos dos criterios. A pesar del importante número de empresas con rentabilidad negativa en 2019 (30 por 100), el porcentaje de la deuda concentrada en estas empresas es significativamente menor (14 por 100). Esta diferencia entre el porcentaje de empresas y el de deuda se mantuvo en la anterior recesión, como señala la evolución de estas dos variables desde 2007¹².

La parte inferior de la tabla 1 indica que el porcentaje de empresas en riesgo financiero (16,5 por 100 en 2019) es menor que el porcentaje en riesgo económico. Sin embargo, este grupo de empresas representan un porcentaje de la deuda (19,4 por 100) más relevante que en el caso de empresas con rentabilidad negativa. Por tanto, a pesar de la reducción tan significativa en la carga financiera de las SNF

¹² Debido a cambios en la contabilidad empresarial no es posible tener información homogénea del endeudamiento en los años anteriores a 2007.

desde 2012, el porcentaje de deuda que está en empresas que soportan una presión financiera elevada se mantiene en niveles altos en comparación con los años anteriores a la crisis financiera.

TABLA 1
INDICADORES DE RIESGO EMPRESARIAL

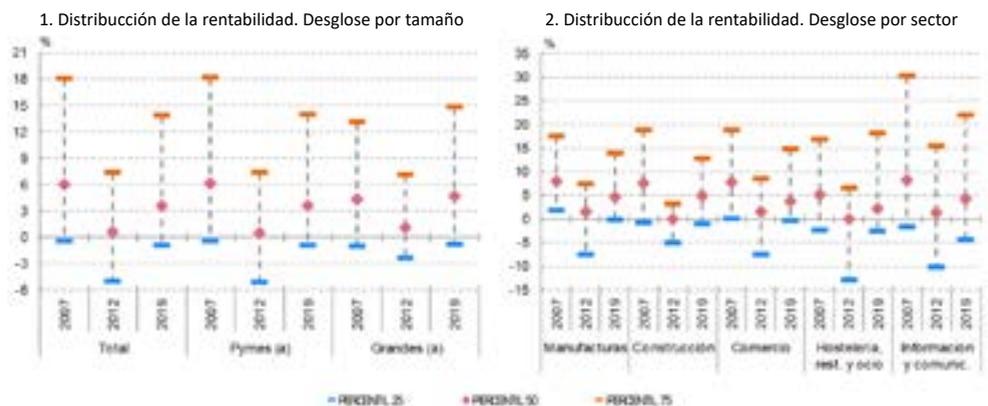
%	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Riesgo económico (a)																				
Porcentaje de empresas	20,6	20,8	22,4	25,4	26,6	27,2	26,9	26,9	30,9	35,3	35,9	37,2	38,5	37,4	34,9	32,3	31,4	30,6	30,7	30,0
Peso en la deuda	-	-	-	-	-	-	-	11,7	16,5	21,0	20,8	22,2	21,7	21,5	20,7	19,2	18,3	16,4	14,6	14,6
Riesgo financiero (b)																				
Porcentaje de empresas	15,1	15,9	16,9	19,0	19,7	20,0	20,0	18,7	23,1	26,9	25,8	27,2	27,8	25,2	21,9	19,2	17,8	16,5	16,2	16,5
Peso en la deuda	-	-	-	-	-	-	-	14,6	21,2	27,4	26,7	30,4	31,0	31,1	24,9	26,9	26,6	18,8	17,0	19,4

Notas: (a) Hay riesgo económico cuando la rentabilidad del activo neto es negativa. (b) Hay riesgo financiero cuando no se pueden cubrir los gastos financieros con los resultados de explotación e ingresos financieros.

Fuente: Banco de España.

La figura 4 presenta la distribución del ROA resumida en los percentiles 25 por 100, 50 por 100 y 75 por 100 para tres períodos diferentes, 2007, 2012 y 2019. A lo largo de la crisis financiera hubo un aumento importante en el número de empresas en pérdidas, de forma que en 2012 el cuartil inferior de la distribución se situaba por debajo de -4,5 por 100. Se ha mencionado anteriormente que la rentabilidad promedio de las empresas españolas en 2019 era algo inferior a la de 2007 y la figura 4 también señala que había una menor dispersión en el período

FIGURA 4
DISTRIBUCIÓN DE LA RENTABILIDAD. DESGLOSE POR TAMAÑO DE LA EMPRESA Y SECTOR



Nota: (a) La definición de tamaños está en línea con la Recomendación de la Comisión Europea 2003/361/CE.

Fuente: Banco de España.

más reciente. Aun así, en el año anterior al inicio de la pandemia, un 25 por 100 de empresas tenían rentabilidad negativa (por debajo del -0,9 por 100), fundamentalmente pymes. Cuando se observa la distribución por sectores se comprueba que las ramas de hostelería, restauración y ocio ya presentaban en 2019 una mayor debilidad económica, de modo que tanto su rentabilidad media (2,4 por 100) como el cuartil inferior de la distribución (-2,5 por 100) eran más bajos que en el resto de sectores.

Llegados a este punto, debemos preguntarnos ¿Cómo puede estar afectando la pandemia a la distribución de la rentabilidad? Un ejercicio de simulación realizado en el Banco de España a partir de las previsiones macroeconómicas de 2020 indicaría que el impacto de la COVID-19 sería más intenso en la parte baja de la distribución (donde se sitúan las compañías menos rentables), llevando el cuartil inferior del ROA al -11 por 100, siendo aún mayor la caída en el caso de las pymes. Además, frente a la crisis financiera de 2008-2012 que tuvo un efecto más homogéneo por sectores productivos, excepto en el caso de la construcción (figura 4), las simulaciones del impacto de la pandemia muestran que el mayor descenso de la rentabilidad se registraría en el sector de hostelería, restauración y ocio. En este sector, uno de los más afectados por las restricciones a la movilidad y el distanciamiento social, el 75 por 100 de las compañías pasarían a tener una rentabilidad negativa (Blanco *et al.*, 2020).

La figura 5 muestra la distribución de empresas y de deuda atendiendo a la ratio de cobertura de intereses. Al estar normalizada dicha variable, una aproximación al riesgo financiero es analizar el extremo inferior de dicha distribución. Se trata de una evaluación *ex ante* del riesgo, a partir de la proporción de deuda que no alcanza un determinado umbral de cobertura de su carga financiera.

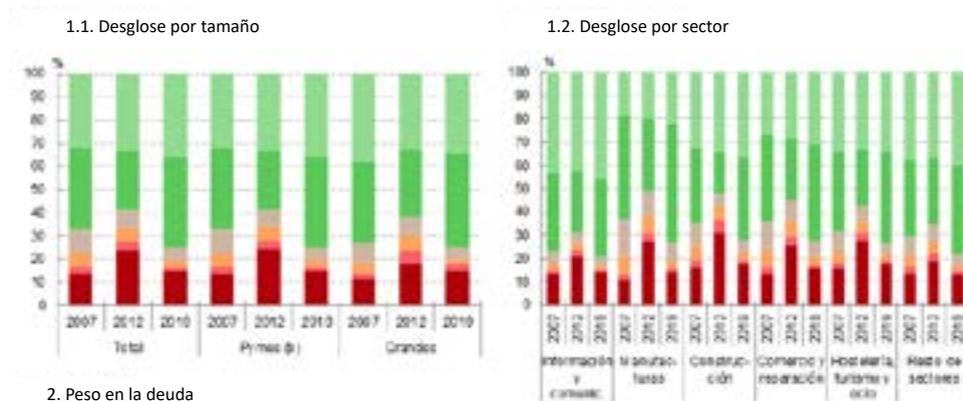
Se ha comentado anteriormente el intenso proceso de desapalancamiento del conjunto de la economía desde la crisis financiera y, en particular, del sector empresarial. Además, hay que tener en cuenta al analizar la distribución de esta variable que en torno a un tercio de las SNF de la muestra no recurren a la financiación externa. A pesar de ambos factores, en 2019 había alrededor de un 16 por 100 de empresas con resultados ordinarios (calculados como la suma del resultado económico bruto e ingresos financieros) que no eran suficientes para cubrir sus gastos financieros (figura 5.1)¹³. Esta mayor presión financiera estaba más concentrada en pymes y por sectores (figura 5.2) ya se apreciaba, a finales de 2019, que un porcentaje importante de empresas en el sector de hostelería, turismo y ocio no podían cubrir la carga financiera con sus beneficios (alrededor del 20 por 100). De acuerdo

¹³ Se suman los porcentajes de empresas con la ratio de cobertura de intereses (RCI) en los segmentos $RCI < 0$ y $0 < RCI < 1$.

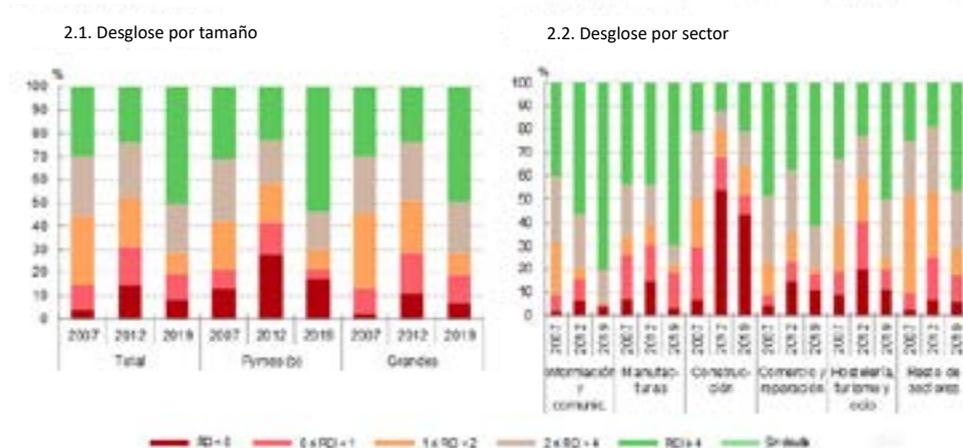
FIGURA 5

DISTRIBUCIÓN DEL NÚMERO DE EMPRESAS Y DE LA DEUDA SEGÚN LA RATIO DE COBERTURA DE INTERESES (RCI) (a)

1. Porcentaje de empresas



2. Peso en la deuda



Nota: (a) Ratio definida como (Resultado económico bruto + Ingresos financieros)/Gastos financieros. (b) La definición de tamaños está en línea con la Recomendación de la Comisión Europea 2003/361/CE.

Fuente: Banco de España.

con los ejercicios de micro simulación realizados en el Banco de España la proporción de empresas de este sector que pasarían a estar en dicha situación en 2020 aumentaría hasta el 40 por 100.

Las diferencias en el riesgo financiero son también notorias cuando se analiza la proporción de deuda afectada en lugar del número de empresas. Durante la crisis financiera la proporción de deuda empresarial en empresas con presión financiera elevada pasó del 10 por 100 en 2007 al 30 por 100 en 2012 (figura 5.3). Aquel período se caracterizó en España por un importante desequilibrio del sector inmobiliario, con

un endeudamiento bancario en cotas elevadas. Como puede comprobarse en la figura 5.4, más del 70 por 100 de la deuda de este sector en 2012 estaba concentrada en empresas que mostraban signos de vulnerabilidad financiera. Esto llevó en los años posteriores a un proceso de reestructuración y liquidación de muchas de las empresas de ese sector y el consiguiente aumento de la tasa de mora en el sector bancario.

En 2019 la deuda en situación de riesgo financiero seguía siendo de una magnitud relevante, cercana al 20 por 100. Sin embargo, en esta ocasión estaba distribuida de una forma más homogénea por actividades, sin apreciarse un sobreendeudamiento en ninguno de los sectores considerados. Como consecuencia, según los análisis preliminares del Banco de España, sería el sector de la hostelería, restauración y ocio donde más crecería la deuda en riesgo tras la crisis de 2020, pero en una proporción menor que el número de empresas afectadas dado que la compañía promedio tiene un tamaño reducido y un bajo nivel de deuda (resultado de una caída de la actividad más que de un aumento de la carga de la deuda).

2.3. Deuda en riesgo e implicaciones para la estabilidad financiera

La vulnerabilidad empresarial puede, en una situación extrema, tener una repercusión directa en la estabilidad del sistema financiero. La dependencia de las empresas del crédito bancario, en especial las de menor dimensión, conlleva que durante un período de crisis económica el riesgo de crédito se pueda materializar en una situación de mora, incidiendo en la rentabilidad de las entidades financieras. La deuda bancaria en mora sería un indicador ex post de deuda en riesgo frente a los indicadores ex ante del riesgo financiero analizados en la sección previa.

La tabla 2 presenta la mora bancaria empresarial tanto en porcentaje del número de empresas como del porcentaje de deuda bancaria a partir de la información de la Central de Información de Riesgos (CIR) del Banco de España. Hay al menos tres hechos relevantes en la evolución de la morosidad desde el año 2000. La primera es que hasta el momento álgido de la crisis financiera (2012) el porcentaje de empresas en mora siempre fue superior al porcentaje de deuda morosa.

Tabla 2
EVOLUCIÓN DE LA DEUDA BANCARIA DE LAS EMPRESAS MOROSAS

%	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Indicadores de morosidad (a)																				
Porcentaje de empresas	2,5	2,4	2,5	2,3	2,1	2,1	2,0	2,2	4,3	6,5	6,9	7,8	9,5	10,7	11,1	9,6	7,8	7,6	6,8	5,1
Porcentaje de deuda morosa	0,5	0,5	0,5	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	1,3	2,9	3,7	5,0	9,1	14,6	16,4	15,6	11,9	11,0	8,8	6,2

Nota: (a) Se considera empresa morosa cuando la proporción de la deuda bancaria en situación de morosidad supera el 5 por 100 de su saldo de crédito. Se utiliza información a fecha de diciembre de cada año de sociedades no financieras domiciliadas en España.

Fuente: Banco de España.

Esto es consistente con que la deuda bancaria media de las empresas morosas sea menor que la deuda bancaria media del total de empresas, indicando que las empresas en mora eran de menor tamaño y/o estaban menos endeudadas. Esta característica cambió con el fuerte proceso de ajuste del sector de la construcción, un sector altamente endeudado y de tamaño medio más elevado que el resto de sectores empresariales. El segundo hecho relevante es la fuerte prociclicidad de la morosidad desde 2007. Si bien entre 2000 y 2007 este indicador se mantuvo estable, a partir de 2007 la variabilidad de la tasa de mora aumenta significativamente, pero sin que, en 2019, al inicio de la crisis sanitaria, se hubiera alcanzado un ajuste completo de la mora (era del 6,2 por 100), y ello a pesar de haberse registrado seis años de expansión económica y de que las entidades vendieron una parte muy significativa de sus carteras problemáticas. Por último, hay que resaltar la elevada magnitud que, en la crisis financiera, alcanza la tasa de mora de las SNF, pero con un cierto retraso en relación a los peores años de este período. Así el máximo de la deuda bancaria de las empresas morosas fue del 16,4 por 100 en 2014, cuando en la anterior crisis de la economía española, en 1994, no superó el 2,0 por 100.

El panel izquierdo de la figura 6 cruza la información de deuda bancaria en mora procedente de la CIR y de la distribución de la rentabilidad procedente de la CBI. Durante la crisis financiera el aumento de la ratio de morosidad se concentró proporcionalmente en las compañías más vulnerables. Por ejemplo, en 2012 el 90 por 100 de la deuda en mora se encontraba concentrada en el 50 por 100 de las empresas con rentabilidad más baja (ROA por debajo del percentil 50). El panel derecho de la figura 6 muestra la deuda bancaria en mora según la distribución de la ratio de cobertura de intereses, en lugar de la rentabilidad. En el peor año de la crisis financiera, 2012, un 75 por 100 de la deuda morosa estaba en empresas que no podían hacer frente, con sus beneficios ordinarios, a sus gastos financieros (RCI menor que 1).

La intensa contracción económica de 2020 es previsible que conlleve también un aumento de la mora bancaria en las empresas a partir de 2021 y una concentración de la misma en las SNF más vulnerables. Sin embargo, hay al menos tres diferencias sustanciales con respecto a la anterior crisis financiera que deben tenerse en cuenta a la hora de analizar sus posibles efectos sobre la estabilidad financiera. Primero, la actual crisis tiene un carácter exógeno y transitorio. Segundo, el despliegue de medidas de apoyo del sector público a la liquidez y la solvencia empresarial desde el inicio de la pandemia ha mitigado de forma significativa el impacto en la vulnerabilidad empresarial y está retrasando la aparición de la morosidad en los bancos. En tercer lugar, la concentración actual del crédito en los sectores más afectados por la pandemia (20 por 100 de la cartera de crédito en actividades productivas) es mucho más limitada que en 2008, al inicio de la crisis financiera (Banco de España, 2021).

FIGURA 6
DISTRIBUCIÓN DE LA DEUDA BANCARIA MOROSA



Fuente: Banco de España.

En conclusión, aunque la rentabilidad media de las SNF antes de iniciarse la pandemia no era elevada en comparación con la de 2008, las compañías tenían en promedio una estructura financiera más saneada. En concreto, en 2019 los niveles medios de liquidez eran mayores, y el endeudamiento y la carga financiera eran menores. Además, esta evolución favorable también se apreciaba en las empresas de menor tamaño. A pesar de estas mejoras en el promedio de la situación financiera, el análisis de la distribución entre las empresas de los indicadores económicos y financieros señala que los riesgos eran relevantes a finales de 2019, al existir ya un porcentaje significativo de entidades con resultados negativos y con dificultades para hacer frente a sus compromisos financieros. Por tanto, es necesario que las autoridades competentes realicen un seguimiento estrecho de la evolución de estos riesgos empresariales a lo largo de la crisis, así como de las posibles implicaciones sobre la estabilidad financiera, con el objeto de lograr una rápida y sólida recuperación, evitando efectos negativos y persistentes sobre la estructura productiva.

3. LA EVOLUCIÓN DEL SISTEMA BANCARIO EN ESPAÑA

3.1. Reestructuración bancaria. Una perspectiva histórica

Durante la última década se ha producido una reestructuración profunda del sector bancario español, a raíz de la crisis económica y financiera que estalló en el año 2007. No obstante, la realidad actual del sector bancario español no se explica únicamente a partir de la transformación de los últimos años, sino como resultado de una sucesión de cambios estructurales que se inician a mediados de los años setenta a raíz del proceso de desregulación del sector bancario, una progresiva inte-

gración del sector financiero español en los mercados internacionales y los efectos ligados del desarrollo tecnológico y de los cambios en las preferencias de los agentes. Dichos cambios estructurales tuvieron un impacto directo sobre la competencia, eficiencia y rentabilidad del sector (Salas-Fumás y Oroz, 2003). El análisis de sus implicaciones a lo largo de las últimas décadas puede resultar de utilidad para comprender el alcance de la reestructuración bancaria que se está produciendo en el sector durante los últimos años.

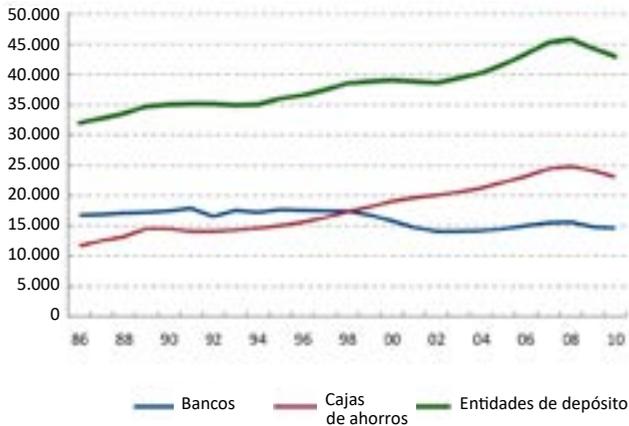
A principios de los años setenta, el sector bancario español estaba fuertemente regulado. Las entidades no podían fijar libremente los tipos de interés y las comisiones a los productos que ofrecían y existían coeficientes de inversión que obligaban a destinar una parte de los créditos a actividades que se consideraban de interés general. Por otro lado, las cajas de ahorros tenían limitada su actividad a su región de origen y no podían abrir oficinas fuera de la misma. Desde mediados de esa década, se fueron eliminando progresivamente restricciones de precios, cantidades y de capacidad/geográficas. A partir de finales de los ochenta, los bancos pasaron a tener libertad para fijar los tipos de interés de préstamos y depósitos. Esto ocurría al mismo tiempo en el que la intensificación en la actividad de fusiones reducía substancialmente el número de bancos. El proceso de desregulación en aquella época fue largo, pero eventualmente culminó a finales de los años ochenta en un sistema bancario donde las instituciones podían fijar los tipos de interés libremente y abrir oficinas en cualquier punto del territorio.

Salas-Fumás y Saurina (2003) analizan este proceso de desregulación y encuentran que tuvo como efecto un incremento de la competencia y una erosión del poder de mercado de los bancos. Este es uno de los primeros trabajos que analiza la relación entre competencia y apetito por el riesgo de las entidades y ha marcado la línea de estudio de trabajos posteriores (Martín-Oliver, Ruano y Salas-Fumás, 2020; Jiménez, López, Saurina, 2013). Sus conclusiones reclaman una mayor atención regulatoria en la gestión de riesgos ante incrementos de la competencia, argumento que se ha incorporado en la agenda de los reguladores bancarios a nivel internacional. Las medidas de liberalización de precios de finales de los ochenta también incrementaron la transparencia de fijación de tipos de interés, lo que contribuyó también a reducir el poder de mercado de las entidades. Martín-Oliver, Salas-Fumás y Saurina (2009) y Martín-Oliver, Salas-Fumás y Saurina (2008) analizan el impacto de dichas medidas sobre precios utilizando una base de datos de tipos de interés marginales (esto es, tipos aplicados a las nuevas operaciones) y encuentran que el incremento de la transparencia limitó la capacidad de las entidades de capturar rentas económicas derivadas de costes de búsqueda y cambios de entidad. Por el lado del pasivo, los márgenes se redujeron porque las grandes entidades entraron en la llamada “guerra de las supercuen-

tas” (que ahora conocemos como “guerra de pasivo”) para atraer depositantes de cuentas corrientes.

En 1989, se eliminó la prohibición que afectaba a las cajas de ahorros de abrir sucursales fuera de su región de origen (medida que ha sido reincorporada recientemente por la Ley 26/2013). Desde entonces, nuevos competidores entraron en mercados regionales y locales en los que no tenían presencia. En la figura 7 se observa una tendencia creciente en el número de oficinas de entidades de depósito en España desde finales de los años ochenta, que se debe a la evolución creciente del número de oficinas de cajas de ahorros, que llegan a superar el número de oficinas de los bancos a finales de los noventa.

FIGURA 7
EVOLUCIÓN DEL NÚMERO DE OFICINAS OPERATIVAS EN ESPAÑA



Fuente: Banco de España.

Este incremento explica el aumento de la cuota de mercado de las cajas en el sector bancario español, que pasa de un 25 por 100 de la cuota de mercado en depósitos en 1980 a un 54 por 100 en 2000. El aumento del tamaño de las cajas de ahorros incrementó la diversidad de propiedad en el sistema bancario español (Delgado, Salas-Fumás, y Saurina, 2007), ampliando, junto con las cooperativas de crédito, la importancia de competidores de los bancos con distintos controles de gobierno corporativo. En comparación a los bancos, las cajas de ahorros tienen una estructura de gobernanza particular derivado de su naturaleza jurídica¹⁴ (Crespí, García-Cestona, Salas-Fumás, 2004), lo que tenía implicaciones sobre su modelo

¹⁴ Purroy y Salas-Fumás (2000) relacionan la ausencia de accionistas a un comportamiento de maximización de gasto, por el que los órganos de gobierno maximizan los intereses de los *stakeholders* (empleados, depositantes, administraciones públicas), en lugar de maximizar los intereses de los accionistas como sucede en una sociedad mercantil (por ejemplo, un banco).

de negocio (Martín-Oliver, Ruano y Salas-Fumás, 2017) y, en consecuencia, sobre la gestión del riesgo de crédito (Salas y Saurina, 2002). A pesar de todo, las cajas operaron en los mismos mercados que los bancos durante muchos años y presentaron unos niveles de eficiencia y rentabilidad similares (si no superiores) a los bancos. Su crecimiento permitió el acceso a la financiación de pymes debido a su focalización en banca relacional (Delgado, Salas-Fumás, y Saurina, 2007).

Durante los años noventa, el nivel y naturaleza de la competencia en el sector bancario español también estuvo influido por el desarrollo de los mercados de fondos de inversión y monetarios y, especialmente, y por la incorporación de España en la Unión Monetaria (UEM) desde 1999. Pérez, Salas-Fumás y Saurina (2005) documentan que el proceso de integración tuvo un inicio lento y desigual entre países, aunque se aceleró con la entrada del Euro en 2002. De hecho, Martín-Oliver, Salas-Fumás y Saurina (2007) encuentran que los tipos de interés no convergieron inmediatamente. En concreto, sus resultados muestran que los tipos de interés fijados por las entidades no cumplían la Ley de un solo precio, principalmente en préstamos por las diferencias entre productos de crédito y las distintas políticas de riesgo entre bancos. A finales de los noventa se produjo una nueva oleada de fusiones que incrementó la concentración del sector bancario español hasta llegar al máximo del año 2000, como se observa en la figura 8.

FIGURA 8
ÍNDICE DE HERFINDAHL SEGÚN TOTAL ACTIVO. ENTIDADES DE CRÉDITO



Fuente: Banco de España.

La concentración en el caso del sector bancario no es un indicador perfecto de la competencia (la base de los análisis del paradigma Estructura-Conducta-Resultado), por lo que no se puede concluir de lo anterior que el poder de mercado de los bancos aumentara. Por el contrario, el análisis de la competencia en el sector

bancario debe además tener en cuenta la desviación de los precios en relación a los costes marginales (Martín-Oliver, Salas-Fumás y Saurina, 2006), así como en la respuesta a los cambios de los tipos de interés de la política monetaria.

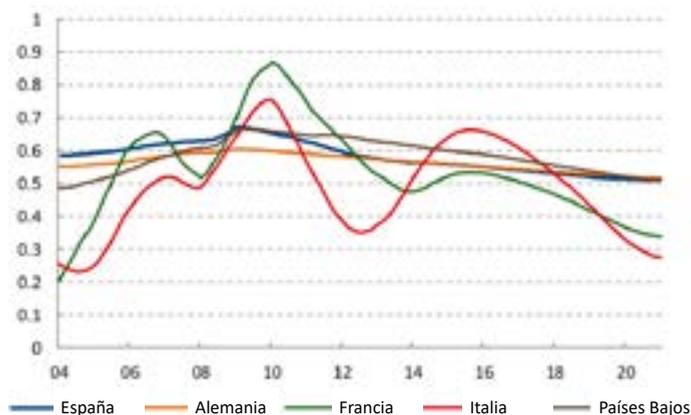
La incorporación en la UEM trajo consigo una disminución de los tipos de interés del mercado interbancario hasta valores históricamente bajos, con tipos reales cercanos a cero e incluso negativos¹⁵. El mercado interbancario en condiciones normales actúa como separador de la actividad de préstamo y depósito, siendo el tipo interbancario igual al coste de oportunidad para la primera y el ingreso marginal para la segunda. Lago y Salas-Fumás (2005) encuentran que las entidades españolas ejercían poder de mercado en la fijación de tipos de préstamo y depósito antes de la entrada a la UEM, al no trasladar totalmente los cambios del tipo de referencia a los tipos de interés de préstamos y depósitos que ofrecían (*pass-through* < 1). En cualquier caso, como se puede apreciar en la figura 9, el *pass-through* de los bancos en España compara favorablemente con el de otros países europeos donde los índices de concentración son menores (ver figura 9). No obstante, los resultados de Lago y Salas-Fumás (2005) muestran que la incorporación a la UEM incrementó la competencia en el mercado de depósitos, al aumentar dicha translación. La progresiva disminución del tipo interbancario hasta niveles reales cercanos a cero arrastró el tipo de los depósitos y redujo el margen relativo de las entidades en este mercado (Martín-Oliver, 2018). En el mercado de préstamos, Martín-Oliver, Salas-Fumás y Saurina (2006) demuestran que el efecto sobre la competencia es matizable y depende de la evolución del riesgo y del tipo de producto que se considere. En este trabajo, se propone por primera vez utilizar un índice de Lerner ajustado al riesgo de crédito para medir la competencia, considerando la prima de riesgo como un componente del coste unitario. Los resultados son similares a los hallados en Martín-Oliver, Salas-Fumás y Saurina (2007) y Martín-Oliver (2018), que encuentran un aumento de los márgenes en préstamos tras la integración en la UME. No obstante, matizan que el aumento se debe a una mejora de la gestión del riesgo de crédito, puesto que los altos tipos de interés del periodo anterior permitieron una subsidiación cruzada del mercado de depósitos a algunos productos de préstamo que presentaban pérdidas. Cabe destacar también que parte de los cambios en los tipos de interés vienen determinados en esos años por los incrementos de capital derivados de la normativa que incorpora los acuerdos de Basilea II y III, puesto que los incrementos en capital regulatorio aumentan el coste del capital, que se traslada a incrementos de tipos de interés de préstamos (Martín-Oliver, Ruano y Salas-Fumás, 2013). Este efecto persiste mientras las entidades alcanzan los nuevos niveles de capital, ya que la evidencia empírica muestra que las entidades con mayores niveles de solvencia se financian a un menor coste en los mercados. De hecho, Altavilla *et al.* (2019) muestran que los bancos con ratios de capital más elevados

¹⁵ Durante los ocho años anteriores a la incorporación en la UME, el tipo interbancario cayó del 11,75 por 100 al 3,93 por 100.

tienen mayor capacidad para trasladar a sus clientes corporativos tipos de interés negativos en sus depósitos.

FIGURA 9

GRADO DE TRASLACIÓN DE LOS CAMBIOS EN LOS TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO INTERBANCARIO A LOS TIPOS DE INTERÉS ACTIVOS MARGINALES DE LOS BANCOS



Nota: El grado de traslación se corresponde con la semielasticidad de una regresión entre los cambios en los tipos de activo y del interbancario para cada país. La regresión permite que esta semielasticidad varíe según un paseo aleatorio.

Fuente: Elaboración propia.

En cuanto a la productividad del sector bancario, Martín-Oliver, Ruano y Salas-Fumás encuentran que la incorporación de España a la UEM supuso un incremento en la eficiencia de las entidades. Esto implica una reducción de los costes operativos de las entidades bancarias, que se trasladó a reducciones del tipo de interés de los préstamos y a aumentos del tipo de interés de los depósitos. En definitiva, cambios en precios que aumentan el bienestar de los consumidores de productos bancarios. Uno de los motores de las mejoras de productividad durante esos años fue el desarrollo tecnológico. La banca electrónica y de internet permitió desarrollar canales alternativos para llegar a los clientes bancarios, e incrementó la competencia por la entrada en el tablero de competidores que podían jugar estrategias agresivas para ganar poder de mercado en los depósitos, a costa de la banca tradicional. No obstante, las entidades bancarias reaccionaron a este reto e introdujeron cambios en su modelo de negocio para adaptarse al nuevo entorno. En concreto, incrementaron sus inversiones en activos intangibles (Martín-Oliver y Salas-Fumás, 2011; Martín-Oliver y Salas-Fumás, 2012), aumentando la dotación de capital tecnológico en las oficinas y aumentando la inversión en capital comercial y publicitario para generar valor (Martín-Oliver y Salas-Fumás, 2008).

En resumen, el sector bancario español ha experimentado un proceso de transformación profunda desde finales de los años setenta hasta el estallido de la crisis

del 2007 debido a la desregulación, concentración e integración europea, que ha afectado a la competencia, eficiencia y rentabilidad de las entidades. En concreto, el incremento de la concentración no ha derivado en un mayor poder de mercado de las entidades, por el incremento de la competencia que ha supuesto la entrada de nuevos competidores (extranjeros y banca electrónica) y por el proceso de desregulación y transparencia. Ello unido a un mayor y mejor uso de las nuevas tecnologías ha permitido incrementar la eficiencia del sector, a pesar del crecimiento en el número de oficinas (exponencial desde finales de los noventa) que incrementaba los costes operativos de las entidades.

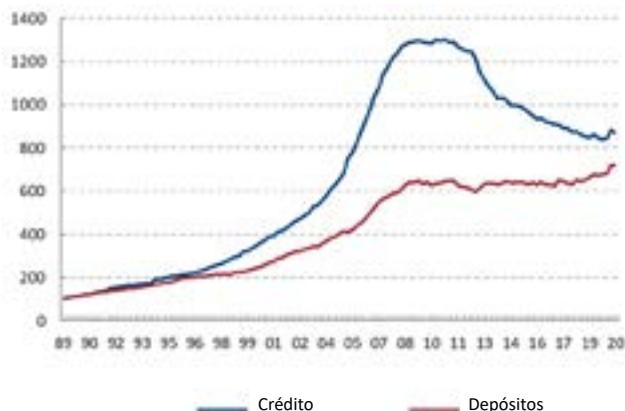
A continuación, analizaremos el proceso de reestructuración bancaria que se produjo en los años posteriores al inicio de la crisis económica, y cuál puede ser el efecto sobre la competencia y la productividad del sector bancario de los cambios que se derivaron.

3.2. Reestructuración bancaria 2008-2020: impacto en la rentabilidad, eficiencia, bancarización y competencia.

Los años que siguieron a la incorporación de España en la UEM hasta el estallido de la crisis en 2008 fueron años en los que las entidades españolas incrementaron el balance a unas tasas de crecimiento de dos dígitos. Este crecimiento se explica principalmente por el acceso a financiación a bajo coste proveniente de los mercados europeos, y el proceso de innovación financiera que permitió el desarrollo de instrumentos financieros como la titulización (Almazán, Martín-Oliver y Saurina, 2015). Este proceso de innovación financiera se vio estimulado por la creciente demanda de activos seguros por parte del sector privado y por las economías emergentes, que los sectores públicos de las economías avanzadas, tradicionales proveedores de los mismos, no podían satisfacer, dada la progresiva reducción de sus emisiones de deuda por la consolidación fiscal que estaban llevando a cabo. Las cajas de ahorros se beneficiaron especialmente porque las distintas formas de titulización les permitieron acceder a mercados internacionales para los que tenían el acceso cerrado. De esta forma, el crecimiento de créditos se incrementó de forma exponencial y se desvinculó del crecimiento de los depósitos, instrumento principal de financiación de las entidades en el modelo de negocio de la banca tradicional (ver figura 10). Martín-Oliver, Ruano y Salas-Fumás (2013) encuentran que, durante este periodo 2000-2007, el cambio de modelo de negocio y otras prácticas vinculadas a las causas de la crisis (concentración en sector construcción, reducción liquidez, aumento del peso de las titulaciones) explican el aparente éxito en términos de crecimiento de productividad de las entidades bancarias durante este periodo (alrededor de un 10 por 100 anual), aunque una vez descontados tales factores, el crecimiento se sitúa en un 2,8 por 100 anual.

FIGURA 10

EVOLUCIÓN DE CRÉDITO Y DEPÓSITOS DE OTROS SECTORES RESIDENTES Y SECTOR PÚBLICO
(BASE 100 = MARZO 1989)



Fuente: Banco de España.

Durante la Gran Recesión, la mayoría de los países desarrollados golpeados por la crisis experimentaron un proceso de reestructuración en sus sistemas bancarios. Los factores comunes que explican la reestructuración son la reducción de la demanda de servicios bancarios tras años de expansión y el impacto actual de la penetración de la banca digital y entrada de nuevos competidores no bancarios (*FinTech*), así como las expectativas de que su importancia vaya en aumento en los próximos años. En el caso español, se añade un tercer factor: los cambios en la regulación impulsados por las condiciones del Memorando de Entendimiento (*Memorandum of Understanding, MoU*) de 2012. Este acuerdo incentivó la concentración del sector, la reducción de su capacidad productiva y la transformación de las cajas en fundaciones bancarias, así como la cesión de los activos financieros de aquéllas a una entidad bancaria con accionistas. De esta forma, el alcance de la reestructuración del sector bancario español ha sido especialmente intenso, y supuso la reducción del número de entidades y de grupos bancarios a través de fusiones, adquisiciones y adjudicaciones tras saneamientos. La tabla 3 muestra información de los cambios estructurales derivados de la reestructuración bancaria.

La contracción de la demanda debido a la llegada de la crisis económica constató el sobredimensionamiento de un sector que había experimentado un crecimiento excesivo durante los años anteriores al estallido de la crisis. Una de las consecuencias más notables ha sido el cierre de oficinas bancarias, impulsado además por la progresiva digitalización bancaria. Desde el máximo de 45.660 en 2008, las entidades de depósito han cerrado casi la mitad de la red de oficinas hasta las

Tabla 3
REESTRUCTURACIÓN DEL SECTOR BANCARIO ESPAÑOL, 2006-2020

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Indicadores de reestructuración															
Número de entidades de depósito	276	282	285	283	278	247	232	227	224	217	206	205	198	195	192
Número de grupos consolidados	87	86	85	86	82	59	55	50	51	47	45	44	42	39	42
Número de oficinas	43281	45084	45600	44087	42932	39841	37913	33529	31817	30887	28713	28322	26008	23851	22244
Número de oficinas/10.000 hab.	9,8	10,0	9,9	9,5	9,2	8,5	8,1	7,2	6,8	6,7	6,2	6,1	5,6	5,1	4,7
Empleados por oficina	5,9	6,0	5,9	5,9	6,0	6,0	6,1	6,3	6,3	6,4	6,5	6,8	6,9	7,3	7,7

Fuente: Banco de España.

22.244 oficinas existentes en 2020, y con expectativas de que este proceso continúe por las posibles fusiones entre entidades que se han producido recientemente. En este sentido Martín-Oliver, Sákovics y Salas-Fumás (2021) encuentran que la consolidación bancaria acelera el cierre de oficinas porque elimina incentivos a retrasar salidas ineficientes¹⁶.

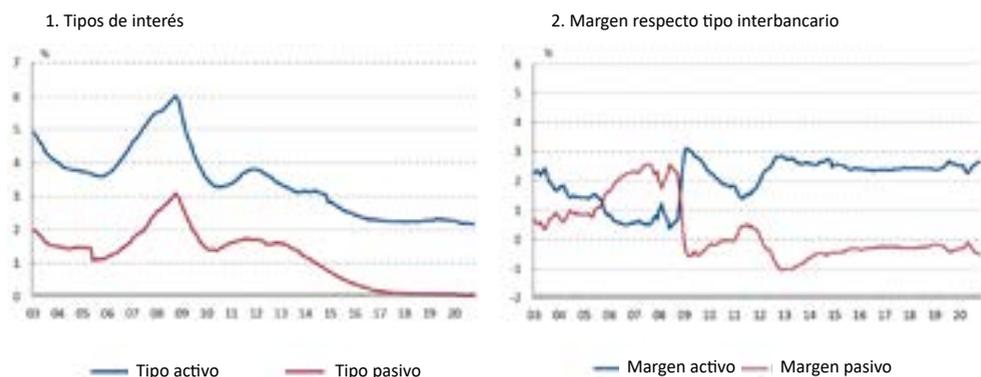
Más allá de la influencia de autoridades nacionales y supranacionales, existe evidencia empírica de que criterios de eficiencia fueron decisivos en el proceso de reestructuración, al determinar en cuánto se debía reducir la capacidad productiva y las entidades que debían verse implicadas. En este sentido, Llorens, Martín-Oliver y Salas-Fumás (2020) encuentran que la eficiencia del sector bancario se incrementa debido a la reestructuración, porque son las entidades más productivas las que sobreviven y las que absorben a las menos productivas. A ello contribuye además la reducción de los costes operativos debidos al cierre de oficinas. No obstante, las ganancias en eficiencia se ven compensadas en parte por una reducción de la capacidad productiva inferior a la caída de los servicios bancarios producidos por las entidades (*output* bancario).

En relación a los efectos sobre la competencia del proceso de reestructuración, Llorens, Martín-Oliver y Salas-Fumás (2020) encuentran que el cierre de oficinas podría haber contribuido a mantener o incrementar el margen en el mercado de préstamos (esto es, menos competencia), aunque reconocen que el efecto podría compensarse por los márgenes negativos en el lado del pasivo, por los bajos tipos de interés de referencia (ceranos a cero o incluso negativos). En efecto, la figura 11.1 muestra que el euribor ha disminuido desde unas tasas del 2 por 100 en 2011 hasta tasas negativas de 2015 en adelante, y los tipos de préstamos y depósitos han

¹⁶ El efecto neto del cierre de oficinas sobre el bienestar es indeterminado. Además de la reducción de costes operativos de los bancos, se deben evaluar los incrementos en los costes de acceder a servicios financieros por parte de los usuarios (el Cuadro 1 muestra una reducción en la densidad de oficinas, de 10,0 a 4,7 oficinas por cada 10.000 habitantes entre 2007 y 2020), y el riesgo de exclusión financiera (Martín-Oliver, 2019). No obstante, los efectos de la menor densidad de oficinas podrían verse compensados (al menos en parte) por el acceso a banca electrónica y provisión de servicios financieros de oficinas móviles y cajeros.

seguido esta senda decreciente. En la figura 11.2 se observa que los márgenes de tipos de interés del activo se incrementaron al disminuir progresivamente el euríbor. No obstante, cabe destacar que dichos márgenes no recogen el aumento de la prima de riesgo de esos años (Martín-Oliver, Salas-Fumás y Saurina, 2006) y pueden compensar, en parte, los márgenes negativos del pasivo.

FIGURA 11
TIPOS DE INTERÉS Y MÁRGENES



Fuente: Banco de España.

En conclusión, la evidencia empírica de que la eficiencia ha sido el factor que ha determinado las fusiones entre las entidades y la reducción de capacidad productiva del sector bancario es un resultado positivo del proceso de reestructuración alentado por las autoridades nacionales y supranacionales. La previsible concentración del sector de los próximos años de la mano de fusiones y cierres de oficinas es posible que disminuyan la competencia del sector bancario, lo que podría aumentar (o, al menos, mantener) la rentabilidad de las entidades. No obstante, la presión competitiva de los competidores no bancarios y de las nuevas tecnologías es posible que obliguen a trasladar (al menos en parte) las mejoras de eficiencia conseguidas por el ahorro en costes operativos a mejoras en los precios de los productos bancarios.

4. REFLEXIONES FINALES

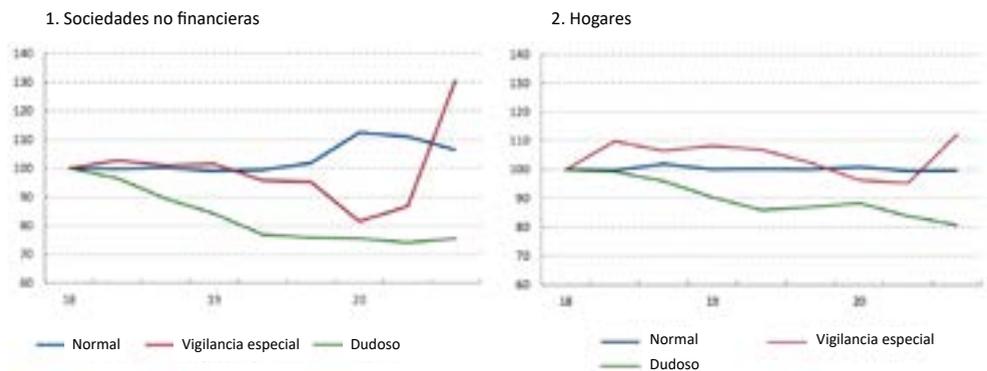
4.1. Los retos a corto y medio plazo de la banca como consecuencia de la COVID-19

El principal reto al que se enfrenta el sector bancario español en los próximos trimestres es el de hacer frente a un incremento en la morosidad derivada de impagos

ocasionados y agravados por la prolongación de la crisis sanitaria de la COVID-19. La intensidad y duración de la pandemia y la magnitud de las medidas implementadas para mitigar sus efectos, así como su eficacia, determinarán el alcance de las pérdidas de las entidades. En este sentido, existen determinados colectivos empresariales (los que operaban en los sectores más afectados por las restricciones y de menor tamaño) en una situación muy vulnerable que requerirá una política activa de reducción del endeudamiento por parte de las autoridades y las propias entidades. El reto radica en ser capaz de diferenciar las empresas viables de las que no lo son, para así sacar el máximo provecho a los recursos disponibles¹⁷. También determinados colectivos de hogares han visto deteriorarse significativamente su situación, y en ellos deben concentrarse los esfuerzos, sobre todo de las políticas públicas (ver figura 12).

FIGURA 12

PRÉSTAMOS A SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y HOGARES, SEGÚN SU CALIDAD CREDITICIA
(DIC-2018 = 100)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco de España.

El posible incremento de márgenes de las entidades derivados de la mejora de eficiencia (menos costes operativos) y los mayores márgenes en los productos bancarios por la menor competencia espacial podrían incrementar los niveles de capital de las entidades para afrontar pérdidas futuras. En este sentido, los niveles de solvencia de partida para esta crisis eran superiores a los observados en la situación anterior a la crisis del 2008, fruto de medidas para hacer frente a la COVID-19 (aumento de provisiones, el *Quick Fix* regulatorio a nivel europeo, avales públicos, prohibición de dividendos) y al esfuerzo de los últimos años para aumentar la cantidad y calidad del capital regulatorio (Basilea 3). Además, las autoridades han

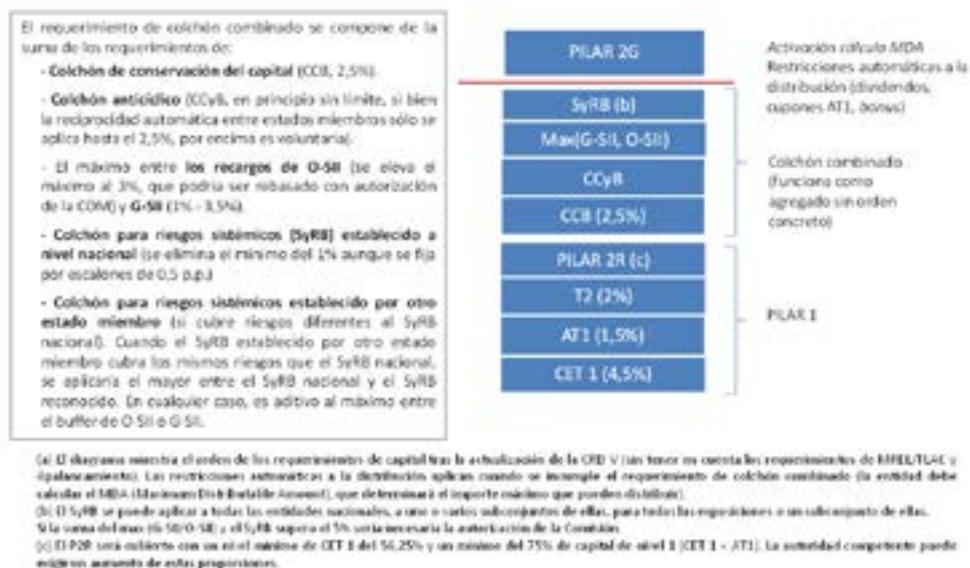
¹⁷ En Ruano y Salas-Fumás (2006) se pueden encontrar una propuesta sobre los indicadores más relevantes para identificar a las empresas según su vulnerabilidad financiera.

liberado muchos de los colchones de capital macroprudenciales que estaban disponibles y han anunciado que transitoriamente las entidades podrán situarse por debajo de algunos de los requerimientos más estructurales.

A pesar de ello, las entidades puede que se muestren reacias a utilizar estos márgenes que les han proporcionado las autoridades prudenciales. Y la consecuencia podría ser que se produzca una restricción de crédito cuando se empiecen a materializar las pérdidas latentes en los balances bancarios, que ralentice la recuperación económica y genere, a la postre, mayor morosidad para las entidades. Los motivos de tales reticencias son variados. Cabe destacar, en primer lugar, el efecto estigma que puede darse con las entidades que utilicen los colchones y que se podría traducir en un aumento de su coste de financiación. Por eso, es fundamental que la política monetaria siga financiando en condiciones muy favorables a las entidades. Íntimamente relacionado con este factor está el hecho de que la normativa impide pagar dividendos a sus accionistas, intereses a algunos de sus bonistas y *bonus* a sus empleados si la solvencia se sitúa por debajo de cierto umbral (véase esquema 1). En segundo lugar, también se subraya la incertidumbre sobre cuándo y a qué velocidad las autoridades prudenciales van a exigir la vuelta al cumplimiento de los requerimientos. Debe tenerse en cuenta que, en la actualidad, la rentabilidad de las entidades es muy inferior al coste del capital, por lo que son mucho mayores

ESQUEMA 1

REQUERIMIENTOS DE CAPITAL DE LAS ENTIDADES



Fuente: Elaboración propia.

los costes de conseguir ese capital que los beneficios de su utilización (véase Salas-Fumás, 2014). Por eso es fundamental que las autoridades sigan insistiendo en el mensaje de que este proceso será muy progresivo y que no se va a iniciar hasta que los principales efectos de la crisis no se hayan absorbido, dando de esta forma tiempo para que la rentabilidad de los bancos se recupere.

Asimismo, el entorno en el que van a operar las entidades se va a caracterizar por un elevado nivel de deuda pública. Esto es un efecto colateral de las medidas implementadas por los gobiernos para mitigar el impacto de la pandemia y facilitar una rápida recuperación de la economía con posterioridad. Existe un claro consenso en que, de no haber implementado estas políticas, el daño en la economía habría sido mucho mayor y, muy probablemente, la deuda pública hubiera aumentado todavía más en un horizonte de varios años. Pero el elevado nivel de deuda pública actual supone una vulnerabilidad para la economía en su conjunto, que puede afectar a los bancos por diversos canales e intensificar los vínculos entre el riesgo bancario y soberano. Afortunadamente, en esta crisis existen algunos factores mitigantes. En primer lugar, la actuación del BCE, que, a través de su política monetaria no convencional, está adquiriendo buena parte de esta deuda e impidiendo que las primas de riesgo se disparen. En segundo lugar, los programas de ayuda lanzados por la UE, que permitirán financiar con deuda europea una parte significativa del coste de la reconstrucción. En tercer lugar, en esta ocasión las entidades financieras no han incrementado sus tenencias directas de deuda pública. De cara al futuro, los planes de consolidación que deberán poner en marcha los gobiernos cuando la recuperación económica sea autosostenida se deben complementar, en el caso europeo, con la completitud de la Unión Bancaria, cuyo más controvertido pero también más crucial elemento, un fondo de garantía de depósitos plenamente mutualizado, todavía no está operativo. Solo de esta forma se evitará en el futuro la potencial aparición de la conocida perversa interrelación entre el riesgo soberano y bancario.

4.2. Los retos a medio y largo plazo de la banca

El reto que supone el impacto de la pandemia sobre el sector bancario español debe entenderse, además, dentro de los retos que ya afrontaba a principios de 2020. De hecho, la pandemia probablemente los haya acelerado o intensificado. El primero de ellos son los bajos (incluso negativos) tipos de interés, que es posible que se mantengan así durante mucho más tiempo. En este sentido, debe tenerse en cuenta que la política monetaria tiene que situar los tipos de interés nominales en unos niveles tan bajos porque existen factores estructurales (dinámica poblacional y de la productividad) y financieros (demanda/oferta de activos seguros) que

hacen que el tipo de interés real de equilibrio sea muy reducido. Y es posible que estos factores se hayan intensificado con la pandemia.

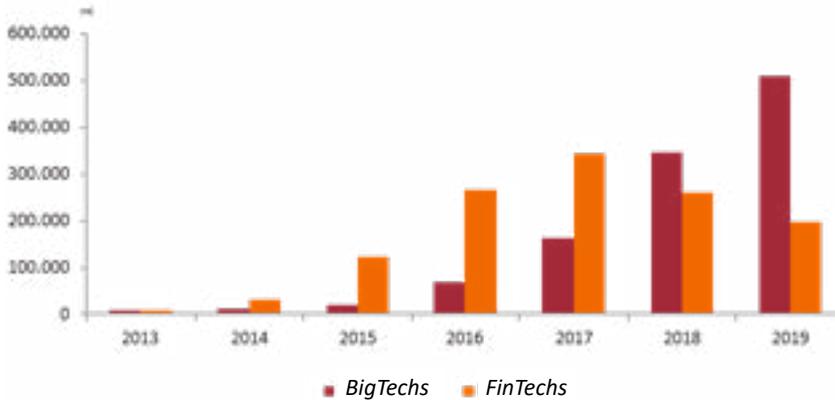
Los bajos tipos de interés dificultan que las entidades puedan aumentar su margen de intereses, ya que la remuneración de los depósitos no puede ser muy inferior a cero sin que los depositantes busquen formas alternativas de mantener su riqueza. Sin embargo, los tipos bajos reducen las tasas de morosidad y aumentan la demanda de crédito, si bien pueden hacer que las entidades asuman mayores riesgos en un intento de elevar sus niveles de rentabilidad. Por eso los supervisores prudenciales de los bancos deberán prestar atención al menos a tres factores: i) el aumento de las vulnerabilidades financieras del sector privado no financiero, dado que su endeudamiento va a aumentar; ii) la toma de riesgos por parte de los bancos, para intentar aumentar su rentabilidad; y iii) las interconexiones de los bancos con el resto de subsectores financieros, tanto porque también se vean afectados por esta situación pero a mayor plazo (por ejemplo, seguros), como porque empiecen a desarrollar actividades similares a los bancos pero con distinta regulación. Lógicamente, las autoridades tendrán que ser mucho más proactivas.

La pandemia también ha hecho que el cambio tecnológico que representa la digitalización se acelere. La generalización de la utilización de medios telemáticos por la población para obtener determinados servicios, incluidos los bancarios, se une al teletrabajo, que ahora está mucho más extendido, para determinar una clara dominancia de los medios digitales frente a los analógicos. Y este cambio tecnológico ha hecho que surjan nuevos actores que pueden competir con la banca tradicional en la provisión de los servicios de intermediación financiera, incrementando la presión sobre unos márgenes ya reducidos. Estos nuevos actores son de dos tipos: *FinTechs* y *BigTechs* (ver figura 13). Los primeros explotan innovaciones tecnológicas en segmentos concretos de la intermediación financiera para mejorar su eficiencia y reducir los costes. Los bancos tradicionales ya están encontrando las vías de colaboración con estas empresas para obtener un beneficio mutuo. Los segundos se caracterizan por combinar la abundante información que tienen de los clientes con los que operan en otro tipo de actividades con las nuevas tecnologías de tratamiento de la información para adaptar el producto a las necesidades específicas de cada individuo, extrayendo el máximo de su excedente. La experiencia muestra que en aquellos sectores en los que han entrado han sido disruptivas, desplazando a las empresas tradicionales y reduciendo su papel a meros proveedores de productos no diferenciables.

La solución a este problema no podrá ser la subsidiación cruzada a través de las rentas del monopolio por el lado del pasivo como a finales de los ochenta, puesto que actualmente los depósitos presentan unos márgenes negativos. Por otra parte,

FIGURA 13

CRÉDITO PROPORCIONADO POR FINTECH Y BIGTECH A NIVEL GLOBAL



Fuente: Elaboración propia.

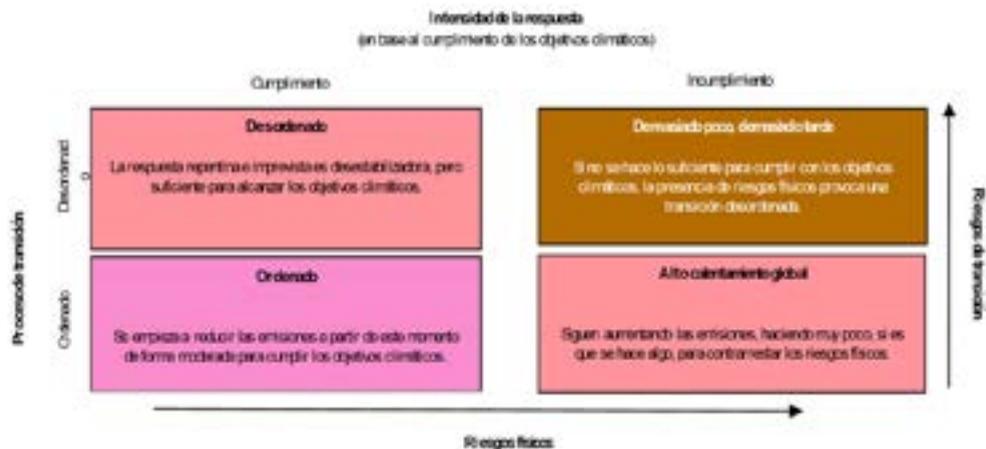
las mejoras de eficiencia por fusiones entre entidades pueden tener un límite a partir del cual no sea posible aumentar la productividad del sector. Y la continuación del cierre de oficinas para mejorar costes operativos podría tener consecuencias negativas sobre el sector productivo de las pymes, cuya financiación se basa en información cualitativa generada a nivel de oficina (Martín-Oliver, Toldrà y Vicente, 2020), además de incrementar las dificultades de los hogares para acceder a servicios financieros (Martín-Oliver, 2019). Para poder competir con ellos, los bancos necesitan incrementar su grado de digitalización y hacer un uso más eficiente de la información de sus clientes, que también es muy rica. En este sentido, el *Quick Fix* de la normativa prudencial europea permitirá que las entidades no se vean penalizadas en las inversiones que van a tener que realizar en este ámbito, que serán considerables (véase Martín-Oliver y Salas-Fumás, 2012). Sin embargo, la digitalización también supone nuevos riesgos, como los denominados “*Cyberriesgos*”, que son de una naturaleza muy distinta a los tradicionales riesgos financieros y cuya mitigación requiere inversiones adicionales y recurrentes. En la actualidad, los bancos solo se diferencian de estos nuevos actores en que tienen el monopolio de emisión de depósitos, pero eso les hace estar sujetos a una regulación estricta. En este sentido, la regulación deberá avanzar en la línea de imponer la misma regulación a todas las instituciones que desarrollen actividades similares generando riesgos parecidos.

De acuerdo con las encuestas disponibles, la pandemia también ha incrementado la preocupación de la población por la naturaleza y por el cambio climático, que, probablemente, se pueda considerar como el mayor reto para la sociedad a medio-largo plazo. La actividad de intermediación financiera que desarrollan los

bancos se puede calificar como verde (sus emisiones de gases de efecto invernadero son muy bajas), pero están sometidas a los riesgos de cambio climático a través de la financiación que conceden a las empresas y a las familias. Estos riesgos son de dos tipos: físicos y de transición. Los primeros se producen cuando el cambio climático se materializa, reflejándose en eventos puntuales (tormentas de gran intensidad, etc.) o más persistentes (aumento del nivel del mar) que pueden deteriorar la calidad crediticia de los deudores. Los segundos se materializan cuando los agentes toman decisiones precisamente para evitar que se produzca el cambio climático (ver esquema 2). Estas pueden ser decisiones de las autoridades (medidas fiscales para internalizar las externalidades negativas que supone la contaminación), innovaciones tecnológicas (que reduzcan el coste de generar energía renovable no contaminante) o también cambios de las preferencias de los agentes (a favor de productos más sostenibles). El resultado será una reasignación de recursos entre sectores productivos y empresas que, sin duda, va a incrementar los riesgos de crédito y de mercado de las entidades.

ESQUEMA 2

INTERRELACIÓN DE LOS RIESGOS FÍSICOS Y DE TRANSICIÓN ASOCIADOS AL CAMBIO CLIMÁTICO



Fuente: Elaboración propia a partir de NGFS (2020).

Por eso, las entidades deben incorporar estos riesgos en sus políticas de crédito y en el precio de las operaciones, incluso aunque el horizonte de materialización de estos riesgos sea mayor al que habitualmente se utiliza en este ámbito. De hecho, esto contribuirá a internalizar la externalidad que supone la contaminación y las emisiones de gases de efecto invernadero y, por tanto, a identificar las oportunidades que se abren en este proceso de lucha contra el cambio climático. Esto es crucial para que los bancos jueguen un papel destacado en el proceso de reasignación

de recursos financieros entre empresas y sectores que requerirá la transición hacia una economía más amigable con el medio ambiente.

En este sentido, son los gobiernos los que cuentan con las herramientas más potentes para facilitar este cambio estructural y también con la legitimación necesaria de cara a la sociedad. Los supervisores prudenciales solo pueden ser unos actores secundarios en este proceso. Por eso, el primer paso está consistiendo en concienciar a las entidades de la relevancia de esta cuestión (expectativas supervisoras). En segundo lugar, se han puesto en marcha iniciativas para que las entidades empiecen a publicar información que permita evaluar la exposición que tienen a este tipo de riesgos. En este contexto, muchos supervisores se plantean la realización de test de estrés de cambio climático sobre las entidades. El último paso consistiría en valorar si es necesario tener esto en cuenta para calibrar alguno de los colchones de capital de las entidades o, incluso, si es necesario cambiar la regulación para incorporar este tipo de riesgos de forma estructural. En este sentido, habría que valorar muy cuidadosamente si los requerimientos de capital son el mejor instrumento de política económica para canalizar más flujos hacia una economía baja en carbono. Parece claro, que los cambios al marco prudencial solo podrían derivar de la existencia de un diferencial de riesgos en el comportamiento de los activos (marrones o verdes).

4.3. La agenda investigadora a medio plazo

Los retos que afronta el sistema financiero en el medio y largo plazo determinan una agenda investigadora de cara al futuro muy intensa. En este sentido, resulta muy estimulante comprobar como muchas de las líneas de investigación propuestas simplemente inciden en temas que Vicente ya ha tratado en profundidad (véase Salas-Fumás, 1987). Tanto las implicaciones para la estabilidad financiera de la situación de las empresas, incluyendo la dimensión sectorial, algo clave para los riesgos asociados al cambio climático; la inversión en intangibles y la utilización de las tecnologías de la información en los bancos, en anticipación del cambio tecnológico que aún tienen que abordar las entidades; o los efectos de la competencia bancaria en las cuentas de resultados y la toma de riesgos, íntimamente relacionados con la aparición de nuevos actores en el mercado de crédito. En cambio, otros se encuentran algo más alejados de su campo de especialización; por ejemplo, las implicaciones para la estabilidad financiera de la situación de las familias; las interrelaciones de los bancos entre sí y de los bancos con las instituciones financieras no bancarias, etcétera. En todos estos ámbitos el análisis empírico será fundamental y, para ello, será crucial contar con bases de datos suficientemente granulares y que combinen información de todos los agentes que interaccionan en los merca-

dos. Y, por supuesto, ponerlas a disposición de los investigadores, como ocurrió con Vicente.

BIBLIOGRAFÍA

ALMAZÁN, A., MARTÍN-OLIVER, A. y SAURINA, J. (2015). Securitization and banks' capital structure. *The Review of Corporate Finance Studies*, pp. 206-238.

ALTAVILLA, C., BURLON, L., GIANNETTI, M. y S. HOLTON (2019). Is there a zero lower bound? The effects of negative policy rates on banks and firms. *Working Paper Series*, No 2289. BCE.

BANCO DE ESPAÑA (2016). *Informe de Estabilidad Financiera*, noviembre.

BANCO DE ESPAÑA (2020). *Informe Anual de la Central de Balances: 2019*.

BANCO DE ESPAÑA (2021). *Informe Anual, 2020*. Capítulo 3.

BLANCO, R., MAYORDOMO, S., MENÉNDEZ, A. y MULINO, M. (2020). El impacto de la crisis del Covid-19 sobre la situación financiera de las empresas no financieras en 2020: evidencia basada en la Central de Balances. Artículo Analítico, *Boletín Económico*, 4. Banco de España.

CRESPÍ, R., GARCÍA-CESTONA, M. A. y SALAS-FUMÁS, V. (2004). Governance mechanisms in Spanish banks. Does ownership matter? *Journal of Banking & Finance*, pp. 2311-2330.

DELGADO, F. J., PÉREZ, D. y SALAS-FUMÁS, V. (2003). Especialización crediticia y resultados de la banca europea. *Revista de Estabilidad financiera*, pp. 273-294. Banco de España.

DELGADO, J., SALAS-FUMÁS, V. y SAURINA, J. (2007). Joint size and ownership specialization in bank lending. *Journal of Banking and Finance*, pp. 3563-3583.

FIORENTINI, G., GALESI, A., PÉREZ-QUIRÓS G. y SENTANA, E. (2018). The rise and fall of the natural interest rate. *Working paper*, No. 1822. Banco de España.

GUTIÉRREZ DE ROZAS, L. (2007). Testing for competition in the Spanish banking industry: The Panzar-Rosse approach revisited. *Working Paper*, No. 0726. Banco de España.

JIMÉNEZ, G., ONGENA, S., PEYDRÓ, J. L. y SAURINA, J. (2014). Hazardous Times for Monetary Policy: What Do Twenty-Three Million Bank Loans Say About the Effects of Monetary Policy on Credit Risk? *Econometrica*, pp. 463-505.

JIMÉNEZ, G., ONGENA, S., PEYDRÓ, J. L. y SAURINA, J. (2017). Macroprudential Policy, Countercyclical Bank Capital Buffers, and Credit Supply: Evidence from the Spanish Dynamic Provisioning Experiment. *Journal of Political Economy*, pp. 2126-2177.

JIMÉNEZ, G., LÓPEZ, J. y SAURINA, J. (2009a). Empirical analysis of corporate credit lines. *Review of Financial Studies*, pp. 5069 – 5098.

JIMÉNEZ, G., LÓPEZ, J. y SAURINA, J. (2009b). EAD Calibration for corporate credit lines. *Journal of Risk Management of Financial Institutions*, pp. 121-129.

JIMÉNEZ, G., LÓPEZ, J. A. y SAURINA, J. (2013). How does competition affect bank risk-taking? *Journal of Financial Stability*, pp. 185-195.

JIMÉNEZ, G, ONGENA, S., PEYDRÓ, J. L. y SAURINA, J. (2012). Credit supply and Monetary Policy: Identifying bank balance-sheet channel with loan applications. *American Economic Review*, pp. 2301-2326.

JIMÉNEZ, G., SALAS-FUMÁS, V. y SAURINA, J. (2006). Determinants of collateral. *Journal of Financial Economics*, pp. 255-281.

JIMÉNEZ, G., SALAS-FUMÁS, V. y SAURINA, J. (2009). Organizational distance and use of collateral for business loans. *Journal of Banking and Finance*, pp. 234-243.

JIMÉNEZ, G, SALAS-FUMÁS, V. y SAURINA, J. (2011). The effects of formal and informal contracting in credit availability. *Journal of Money, Credit and Banking*, pp. 109-132.

JIMÉNEZ, G. y SAURINA, J. (2004). Collateral, type of lender and relationship banking as determinants of credit risk. *Journal of Banking and Finance*, pp. 2191-2212.

JIMÉNEZ, G. y SAURINA, J. (2006). Credit cycles, credit risk, and prudential regulation. *International Journal of Central Banking*, pp. 65-98.

KARAIVANOV, A., SAURINA, J. y TOWNSEND, R. (2019). Family Firms, Bank Relationships and Financial Constraints: A Comprehensive Score Card. *International Economic Review*, May, pp. 547-593.

LAGO, R. y SALAS-FUMÁS, V. (2005). Market power and bank interest rate adjustments. *Documentos de trabajo*, 0539. Banco de España.

LORENS, V., MARTÍN-OLIVER, A. y SALAS-FUMÁS, V. (2020). Productivity, competition and bank restructuring process. *SERIEs*, pp. 1-28.

MARTÍN-OLIVER, A. (2018). Bank competition with financing and savings substitutes. *Journal of Financial Services Research*, pp. 207-241.

MARTIN-OLIVER, A. (2019). Financial exclusion and branch closures in Spain after the Great Recession. *Regional Studies*, 53(4), pp. 562-573.

MARTÍN-OLIVER, A., RUANO, S. y SALAS-FUMÁS, V. (2013a). Why high productivity growth of banks preceded the financial crisis. *Journal of Financial Intermediation*, pp. 688-712.

MARTIN-OLIVER, A., RUANO, S. y SALAS-FUMAS, V. (2013b). Banks' Equity Capital Frictions, Capital Ratios, and Interest Rates: Evidence from Spanish Banks. *International Journal of Central Banking*, pp. 183-225.

MARTÍN-OLIVER, A., RUANO, S. y SALAS-FUMÁS, V. (2014). Productivity and welfare: an application to the Spanish banking industry. *Documento de Trabajo*, 1426. Banco de España.

MARTÍN-OLIVER, A., RUANO, S. y SALAS-FUMÁS, V. (2017). The fall of Spanish cajas: Lessons of ownership and governance for banks. *Journal of Financial Stability*, pp. 244-260.

MARTÍN-OLIVER, A., RUANO, S. y SALAS-FUMÁS, V. (2020). How does bank competition affect credit risk? Evidence from loan-level data. *Economics Letters*, pp. 109524.

MARTÍN-OLIVER, A., SAKOVICS, J. y SALAS-FUMAS, V. (2020). *The bank branch exit game*. Mimeo.

MARTÍN-OLIVER, A. y SALAS-FUMÁS, V. (2008). The output and profit contribution of information technology and advertising investments in Banks. *Journal of Financial Intermediation*, pp. 229-255.

MARTÍN-OLIVER, A. y SALAS-FUMÁS, V. (2011). Investment and Intangibles: Evidence from banks. *Review of Income and Wealth*, pp. 513-535.

MARTÍN-OLIVER, A. y SALAS-FUMÁS, V. (2012). IT Assets, Organization Capital and Market Power: Contributions to Business Value. *Decision Support Systems*, pp. 612-623.

MARTÍN-OLIVER, A., SALAS-FUMÁS, V. y SAURINA, J. (2005). Análisis de la dispersión de tipos de interés de los préstamos y depósitos bancarios. *Revista de Estabilidad financiera*, pp. 127-149. Banco de España.

MARTÍN-OLIVER, A., SALAS-FUMÁS, V. y SAURINA, J. (2005). Análisis de la dispersión de tipos de interés de los préstamos y depósitos bancarios. *Revista de Estabilidad financiera*, pp. 127-149. Banco de España.

MARTÍN-OLIVER, A., SALAS-FUMÁS, V. y SAURINA, J. (2006). Risk premium and market power in credit markets. *Economics Letters*, pp. 450-456.

MARTÍN-OLIVER, A., SALAS-FUMÁS, V. y SAURINA, J. (2007). A test of the law of one price in retail banking. *Journal of Money, Credit and Banking*, pp. 2021-2040.

MARTÍN-OLIVER, A., SALAS-FUMÁS, V. y SAURINA, J. (2008). Search cost and price dispersion in vertically related markets: The case of bank loans and deposits. *Review of Industrial Organization*, pp. 297-323.

MARTÍN-OLIVER, A., SALAS-FUMÁS, V. y SAURINA, J. (2009). Informational differentiation, interest rate dispersion and market power. *Applied Economics Letters*, pp. 1645-1649.

MARTÍN-OLIVER, A., TOLDRÀ SIMATS, A. y SALAS, V. (2020). *The Real Effects of Bank Branch Closings and Restructurings*. Mimeo

MARTÍNEZ-MIERA, D. y VEGAS, R. (2021). Impacto de la Restricción en el Reparto de Dividendos sobre el Flujo de Crédito a Sociedades No Financieras en España. Artículos Analíticos, *Boletín Económico del Banco de España*, 1/2021.

NGFS (2020). *Scenarios portal*. Disponible en: <https://www.ngfs.net/ngfs-scenarios-portal/>

OCAÑA, C., SALAS-FUMÁS, V. y VALLÉS, J. (1994). Un análisis empírico de la financiación de la pequeña y mediana empresa manufacturera española: 1983-1989. *Moneda y Crédito*, pp. 57-96.

PÉREZ, D., SALAS-FUMÁS, V. y SAURINA, J. (2005). Banking integration in Europe. *Moneda y Crédito*, pp. 105-144.

PÉREZ, D., SALAS-FUMÁS, V. y SAURINA, J. (2008). Earnings and capital management in alternative loan loss provision regulatory regimes. *European Accounting Review*, pp. 423-445.

PÉREZ, D., SALAS-FUMÁS, V. y SAURINA, J. (2010). Do dynamic provisions reduce income smoothing using loan loss provisions? *Moneda y Crédito*, pp. 167-197.

PURROY, P. y SALAS-FUMÁS, V. (2000). Strategic competition in retail banking under expense preference behavior. *Journal of banking and finance*, pp. 809-824.

RUANO, S. y SALAS FUMÁS, V. (2004). Indicadores de riesgo a partir de los resultados contables de las empresas. *Revista de Estabilidad Financiera*, pp. 159-183. Banco de España.

RUANO, S. y SALAS-FUMÁS, V. (2006). Morosidad de la deuda empresarial bancaria en España, 1992-2003: modelos de la probabilidad de entrar en mora, del volumen de deuda en mora y del total de deuda bancaria, a partir de datos individuales de empresa. *Documentos de trabajo*, 0622. Banco de España.

SALAS-FUMÁS, V. (1987). Investigar en economía: invitación a un debate. *Política Científica*, pp. 27-28.

SALAS-FUMÁS, V. (2003). El gobierno de la empresa bancaria desde la regulación. *Revista de Estabilidad Financiera*, pp. 197-228. Banco de España.

SALAS-FUMÁS, V. (2009). *A favor de más peso del salario fijo en la retribución de los directivos de las entidades financieras*. Disponible en: <http://www.crisi09.es/ebook>.

SALAS-FUMÁS, V. (2013). La financiación externa de la empresa española: situación actual y perspectivas. *Economía Industrial*, pp. 71-86.

SALAS-FUMÁS, V. (2014). Relación entre beneficios empresariales y la recuperación de la economía española. *Cuadernos de Información Económica*, pp. 11-20. Funcas.

SALAS-FUMÁS, V. (2014). Regulación de capital y resultados de la empresa bancaria. En: J. C. TEJEDOR BIELSA e I. FERNÁNDEZ TORRES, *La reforma bancaria en la Unión Europea y España*, pp. 603-633. Civitas.

SALAS-FUMÁS, V. y OROZ M. (2003). Competencia y eficiencia en la Intermediación FINANCIERA EN ESPAÑA. *MONEDA Y CRÉDITO*, pp. 73-100.

SALAS-FUMÁS, V., SAN JUAN, L. y VALLÉS, J. (2017). The Financial and Real Performance of Non-Financial Corporations in the Euro Area: 1999-2015. *Documento Ocasional*, 1708. Banco de España.

SALAS-FUMÁS, V. y SAURINA, J. (2002). Credit risk in two institutional regimes: Spanish commercial and savings banks. *Journal of Financial Services Research*, pp. 203-224.

SALAS-FUMÁS, V. y SAURINA, J. (2003). Deregulation, market power and risk behaviour in Spanish banks. *European Economic Review*, pp. 1061-1075.

SAURINA, J., REPULLO, R. y TRUCHARTE, C. (2010). Mitigating the procyclicality of Basel II. *Economic Policy*, pp. 659-702.

SAURINA, J. y TRUCHARTE, C. (2004). The impact of Basel II on Lending to Small-and-Medium-sized Firms. A Regulatory Policy Assessment Based on Spanish Credit Register Data. *Journal of Financial Services Research*, pp. 121-144.

SAURINA, J. y TRUCHARTE, C. (2007). An assessment of Basel II procyclicality in mortgage portfolios. *Journal of Financial Services Research*, pp. 81-101.

SAURINA, J. y TRUCHARTE, C. (2017). *Las provisiones contracíclicas del Banco de España, 2000-2016*. Banco de España.