LAS FINANZAS TRAS LA PANDEMIA

DESDE la crisis financiera, la banca se asemeja a un púgil que debe librar numerosos asaltos en el cuadrilátero. La crisis financiera hizo que encajara numerosos golpes y se adaptara a unas nuevas reglas de actuación y, cuando estaba recuperando el pulso (a pesar de que el entorno monetario lo ha mantenido bajo) llegaron los golpes de la pandemia. Sin embargo, en esta ocasión, el sector tomó la iniciativa y ha sabido conducir la crisis sanitaria y ser referencia en su resolución. Ha llevado la iniciativa ante la adversidad. Las entidades financieras se han posicionado como financiadoras activas del proceso de recuperación económica y, aunque buena parte de los desafíos que venían afrontando se mantienen, la pandemia solamente ha hecho que algunos de esos cambios se aceleren. Este volumen de PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA pretende ofrecer una primera aproximación a los principales cambios que la banca y, en sentido más amplio, el sistema financiero, han sufrido con la pandemia y el nuevo horizonte que se abre a medida que los peores efectos y restricciones derivados de la misma quedan atrás. En el análisis, el sector financiero español goza de especial atención. La perspectiva, asimismo, es tanto de oferta como de demanda y, a su vez, se cubren numerosos aspectos institucionales, de regulación y de política monetaria.

En cierto modo, la pandemia ha sido una llamada de atención sobre la velocidad a la que pueden transmitirse los shocks en un mundo globalizado en el que, además, la información se traslada a una velocidad inusitada, con combinaciones de calidad y cantidad variable que no son siempre fáciles de internalizar por los agentes para formar sus expectativas. En una perspectiva amplia, la COVID-19 llegó al mundo financiero en un momento de cierta excepcionalidad, con buena parte de los mercados gestionando inversiones y ahorro con tipos de interés ultrarreducidos o negativos y con una dependencia sustancial de la financiación de los bancos centrales. Asimismo, la publicación de este volumen -y la oportunidad de sus contenidos- coincide con un momento de ciertas dudas sobre el vigor de la recuperación económica y la incidencia de la inflación, con hondo impacto en los mercados financieros y en el sector bancario y también en las expectativas de consumidores y empresas. Desde la perspectiva financiera, los bancos están acelerando estrategias como la conversión hacia modelos de servicio basados en plataformas y en los mercados conviven ciertas expectativas de recuperación económica con señales de agotamiento

INTRODUCCIÓN EDITORIAL

**LAS ENTIDADES
FINANCIERAS SE HAN
POSICIONADO COMO
FINANCIADORAS
ACTIVAS DEL PROCESO
DE RECUPERACIÓN
ECONÓMICA**

**LA PANDEMIA HA SIDO
UNA LLAMADA DE
ATENCIÓN SOBRE LA
VELOCIDAD A LA QUE
PUEDEN TRANSMITIRSE
LOS SHOCKS EN UN
MUNDO GLOBALIZADO
EN EL QUE, ADEMÁS,
LA INFORMACIÓN
SE TRASLADA A UNA
VELOCIDAD INUSITADA**

de ciclos alcistas de valoración y sobrevaloración en algunos activos. Sobre este último aspecto, también alertan, en cierto modo los bancos centrales. Los consumidores no son ajenos a estos cambios, ven alteradas sus relaciones bancarias, sus medios de pago y sus formas de inversión.

En este número de PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA se pasa revista a estas cuestiones con diez artículos de especialistas destacados tanto del entorno académico, como de bancos centrales, reguladores y otros organismos públicos.

EL PROGRAMA DE AVALES HA CONSTITUIDO UN MODELO EXITOSO DE COLABORACIÓN PÚBLICO-PRIVADA SIN PRECEDENTES ENTRE EL ICO, EL SECTOR FINANCIERO, LAS EMPRESAS Y AUTÓNOMOS

La primera contribución del volumen de **José Carlos García de Quevedo Ruiz** y **Alfonso Noriega Gómez** aborda el papel del Instituto Oficial de Crédito (ICO) durante la pandemia y la pospandemia para mitigar los efectos económicos del Covid sobre la actividad empresarial y el empleo. El año 2020 ha supuesto un punto de inflexión en la actividad del ICO, debido a la asunción de nuevas responsabilidades derivadas de la gestión de las Líneas de Avals por cuenta del Estado. El programa de avales ha constituido un modelo exitoso de colaboración público-privada sin precedentes entre el ICO, el sector financiero, las empresas y autónomos que, con más de un millón de operaciones avaladas y 130.000 millones de euros de financiación movilizados, se ha convertido en el programa más eficaz del conjunto de la Unión Europea.

En el artículo se recoge que durante la pandemia el ICO ha potenciado y flexibilizado sus instrumentos propios, dinamizando su actividad de financiación directa a empresas, de todos los tamaños, especialmente pymes y en todos los sectores. En 2020 se alcanzó un volumen de financiación directa superior a los 3.490 millones de euros, lo que supuso duplicar la actividad desarrollada en 2019, dedicando en torno a un 75 por 100 a financiación sostenible ESG. También han destacado nuevas iniciativas como el programa de suscripción de bonos y pagarés emitidos en el Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF) que ha permitido inyectar liquidez adicional a las empresas, movilizado más de 1.800 millones de euros. Asimismo, ha dado un nuevo impulso a la financiación complementaria a través del capital riesgo, con la aprobación de una contribución por importe de 3.000 millones de euros adicionales a partir de 2021 para apoyar el sector del capital riesgo y la capitalización y consolidación de las empresas para contribuir a la recuperación y transformación de la economía española basada en la sostenibilidad, la innovación y la digitalización. Además, se ha constituido el nuevo Fondo Next Tech destinado a impulsar la escalabilidad de empresas de sectores digitales estratégicos.

Pero no solo ha servido durante la pandemia, sino que como resaltan los autores se espera que el ICO contribuya durante los próximos años a consolidar el proceso de recuperación, transformación y fortalecimiento del modelo de crecimiento de España, de acuerdo con las prioridades definidas en el Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia, en línea con el Programa Next Generation EU y el nuevo Marco Financiero Plurianual 2021-2027 de la Unión Europea, impulsando la doble transición ecológica y digital, la sostenibilidad medioambiental y social, así como el crecimiento empresarial como fuente de innovación.

En el artículo de **José Manuel González-Páramo** se analizan las claves del debate sobre el actual papel de la política monetaria en la economía. La pandemia COVID-19 ha marcado un antes y un después en el entorno y el desarrollo de la política monetaria del BCE. La respuesta del BCE desde marzo de 2020 ha tenido un triple objetivo: estabilizar los mercados, contrarrestar la contracción económica asegurando condiciones de financiación favorables, y concentrar las expectativas del mercado en torno al «equilibrio bueno», en el que ni la fragmentación financiera ni las diferentes posiciones fiscales de partida debieran interferir en las condiciones de acceso a la financiación. En el artículo se hace un repaso por los bloques de medidas adoptadas por el BCE para conseguir estos tres objetivos.

En cualquier caso, señala el autor que existen una serie de retos en el horizonte de la política monetaria del BCE. Un reto relevante del BCE será el de resistir a las presiones que inevitablemente surgirán cuando se cumplan las condiciones para proceder a un cambio en la orientación de la política monetaria. Indica el autor que en los tiempos que vienen van a tener una importancia difícil de exagerar la pedagogía y la comunicación dirigidas al público, a los mercados y a los gobiernos.

Además, ante el surgimiento reciente de fuertes presiones inflacionistas, aparece la presión de iniciar un cambio en la política monetaria. En el artículo se señala, la opinión aún dominante entre banqueros centrales y analistas es que la inflación se trata de un resurgimiento temporal. Opina el autor que el escenario central es que a corto y medio plazo los bancos centrales, apoyados en su credibilidad antinflacionista, lograrán contrarrestar, al menos en parte, los riesgos precedentes. Pero, como se apunta, incluso en este contexto la complacencia carece de justificación, pues los datos y las políticas anunciadas a nivel global anticipan un futuro de gran complejidad para la estabilidad de precios a medio y largo plazos. Según el autor, puede hablarse de la detención o la reversión de cuatro grandes tendencias que durante décadas han ayudado a mantener la inflación anclada a

UN RETO RELEVANTE DEL BCE SERÁ EL DE RESISTIR A LAS PRESIONES QUE INEVITABLEMENTE SURGIRÁN CUANDO SE CUMPLAN LAS CONDICIONES PARA PROCEDER A UN CAMBIO EN LA ORIENTACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA

niveles reducidos: el retroceso de la integración comercial internacional, la demografía, la «transición verde» y la erosión en el respaldo técnico y político a la independencia de los bancos centrales.

Por el momento, como apunta el autor, destacan dos modificaciones esenciales ya aprobadas por el consejo de gobierno del BCE. Primero, el objetivo de inflación del 2 por 100 a medio plazo pasa a ser simétrico, en el sentido de que las desviaciones positivas y negativas respecto del 2 por 100 se consideran igualmente indeseables. Y segundo, es necesario que las medidas de política monetaria sean especialmente contundentes o persistentes cuando la economía se sitúe cerca del límite inferior efectivo de los tipos de interés nominales

**LA BANCARIA ES
UNA INDUSTRIA QUE
NO ES AJENA A LAS
TRANSFORMACIONES
EN LOS MERCADOS
DE SERVICIOS,
QUE TIENDEN A
ORGANIZARSE
EN TORNO A
PLATAFORMAS**

La tercera contribución de este número se centra en analizar la evolución y perspectivas estratégicas del sector bancario español tras la pandemia. El artículo de **Santiago Carbó Valverde** y **Francisco Rodríguez Fernández** profundiza en cómo avanza el sector bancario español en los cambios estructurales, de negocio, de solvencia y tecnológicos que exige el nuevo entorno de mercado. Como indican los autores, la bancaria es una industria que no es ajena a las transformaciones en los mercados de servicios, que tienden a organizarse en torno a plataformas, y que se halla condicionada por una regulación amplia y creciente y un considerable desafío de rentabilidad.

El repaso que hacen los autores del sector bancario español les lleva a concluir que aunque las entidades financieras españolas parten de niveles de solvencia algo inferiores a las del promedio de la eurozona, los niveles de capitalización relativa han aumentado en los últimos años y se está pudiendo responder con garantías a las exigencias de solvencia, liquidez y activos susceptibles de conversión en capital que requiere la normativa de recursos propios europea y que debe cerrarse hacia finales de 2022. Los procesos de integración pueden también estar favoreciendo este reforzamiento.

Por lo que respecta al desafío de la rentabilidad, se señala que se trata de un reto considerable, teniendo en cuenta que los márgenes y el valor de mercado de los bancos españoles han estado muy presionados a la baja durante un tiempo prolongado. Para los autores, la rentabilidad del sector bancario va a depender de factores exógenos y de las opciones estratégicas relacionadas con cómo se incorpora el negocio basado en servicios de plataforma. Entre los primeros, destaca la evolución del entorno monetario –en particular, de los tipos de interés– y en qué medida puede normalizarse una generación de márgenes compatible con la función nuclear de la intermediación financiera: tomar ahorro y dar crédito.

Además, en el artículo se analiza el inevitable, a juicio de los autores, cambio de modelo de servicio en el sector bancario español hacia un modelo basado en plataformas digitales de servicios. El propio modelo basado en plataformas digitales de servicios implica la convivencia en un ecosistema digital de múltiples proveedores financieros, tecnológicos y de comunicaciones. En todo caso, según se apunta, los bancos seguirán contando con ventajas en la gestión de información financiera y en su desarrollo dentro de un marco de estricto y exigente cumplimiento normativo y de privacidad que les sigue dotando de un carácter diferencial.

En la cuarta contribución de este número, **Antonio Carrascosa** y **José García Montalvo** examinan uno de los principales retos que tiene el sistema bancario y financiero: la proliferación de monedas digitales privadas y la posible introducción de monedas digitales por parte de los bancos centrales (CBDC). Los autores apuntan que, dependiendo de su diseño, extensión y funcionamiento, las consecuencias de las monedas virtuales sobre el negocio bancario pueden ser de enorme relevancia.

**LAS CONSECUENCIAS
DE LAS MONEDAS
VIRTUALES SOBRE EL
NEGOCIO BANCARIO
PUEDEN SER DE
ENORME RELEVANCIA**

En el artículo, se hace un repaso por las distintas monedas digitales privadas. En primer lugar, se abordan las fiat cryptocurrencies, que son aquellas monedas emitidas privadamente, basadas en técnicas criptográficas, denominadas en su propia unidad de cuenta, no están respaldadas por ningún activo y se caracterizan por ser muy volátiles. Como apuntan los autores, los organismos internacionales han sido muy duros al valorarlas por considerar que facilitan el blanqueo de dinero y otras formas de crimen financiero, además de suponer un claro derroche energético. También se abordan las denominadas monedas digitales estables o stablecoins. Se señala que instituciones internacionales y analistas han planteado algunas dudas sobre el respaldo de esas monedas y, más concretamente, en el caso de tether. A juicio de los autores, las CBDC son una acción defensiva de los bancos centrales que no quieren ver como las monedas digitales privadas y públicas (de otros países) desplazan su dinero (y el de los bancos comerciales). Ante los mayores riesgos de liquidez y crédito (emisores privados o falta de emisores) que plantean las monedas digitales privadas para el público, la respuesta de las autoridades parece encauzarse a la creación de CBDC. En cualquier caso, se apunta a que estas acciones no descartan la necesidad de abordar una regulación de las monedas digitales privadas.

Además, el artículo se pregunta por el diseño de CBDC más beneficioso. La respuesta a esta pregunta depende de los objetivos de su introducción. Los autores coinciden en que la mejor alternativa incluiría:

compatibilidad entre cuentas en el banco central y «tokens»; identificación de los participantes (con la posibilidad de permitir el anonimato en transacciones de importe muy reducido); acceso lo más amplio posible por parte de los usuarios (sin limitaciones temporales); papel activo de los intermediarios financieros (una alternativa razonable es que la apertura y gestión de una cuenta en el banco central se haga en la banca comercial, por cuenta del banco central y garantizando éste esos depósitos); no remuneración de las cuentas; un libro de registro centralizado con la posibilidad de establecer un límite cuantitativo al número de transacciones fuera de línea que puedan ejecutarse; y no repercusión de los costes de lanzamiento y mantenimiento de la CBDC a los usuarios.

El artículo concluye en que las CBDC pueden ser un elemento positivo si complementa los esfuerzos que están desarrollando bancos centrales, bancos comerciales, FinTech, etc. para conseguir una mayor eficiencia de los sistemas de pagos. En cambio, su función de depósito de valor sin limitación alguna puede plantear más dudas y problemas que beneficios para la economía de un país.

Los efectos de la pandemia sobre la actividad económica y financiera de las empresas españolas se trata en la quinta contribución de este número. Las simulaciones presentadas en el artículo de **Roberto Blanco, Sergio Mayordomo, Álvaro Menéndez y Maristela Mulino** les permite señalar que el 70 por 100 de las empresas de nuestro país habría presentado déficits de liquidez entre el segundo y el cuarto trimestre (casi trece puntos porcentuales más que la que se habría registrado en un escenario contrafactual sin pandemia). El impacto sobre las necesidades de liquidez de las empresas habría sido muy heterogéneo, afectando en mayor medida a las pymes y a las compañías pertenecientes a los sectores más afectados por la crisis. Apoyándose en los datos más recientes de la Central de Balances Trimestral (CBT), los autores ponen de manifiesto que la ratio mediana de liquidez de las empresas examinadas en el artículo se redujo levemente durante la primera mitad de 2021, en un contexto de disminución de la incertidumbre y de progresiva mejoría de la actividad. El descenso de la liquidez es, además, consistente con la desaceleración de los depósitos del conjunto de empresas no financieras durante el mismo período. Con todo, coinciden en que algunas empresas podrían encontrar dificultades para cubrir sus necesidades financieras, y en especial aquellas que redujeron sus colchones de liquidez durante 2020, para atender a sus necesidades financieras, y cuya recuperación de la actividad sea insuficiente para volver a generar superávits en el corto plazo.

El artículo también aborda el impacto en la rentabilidad empresarial a raíz de la pandemia. Según las simulaciones realizadas por los autores, más de la mitad de las compañías (concretamente un 55 por 100) tendrían valores negativos en este indicador. A partir de 2021, y en línea con la recuperación macroeconómica que se anticipa, se produciría un aumento gradual de los niveles de rentabilidad empresarial, que se situarían en 2023 por encima de los registros anteriores a la crisis, a excepción del grupo de empresas de los sectores más afectados, cuya rentabilidad podría situarse, en ese año, todavía algo por debajo de los niveles de 2019.

Otra de las cuestiones analizadas es el aumento del endeudamiento de las empresas con la pandemia. De acuerdo con las simulaciones presentadas en este artículo, el porcentaje de compañías en las que el peso de la deuda neta en el balance es superior al 75 por 100 habría aumentado en 7 puntos porcentuales en 2020, hasta el 22 por 100. Asimismo, la proporción de compañías cuya ratio de deuda sobre los resultados corrientes es superior a 10 o tienen excedentes negativos habría crecido en mayor medida, unos 15 puntos porcentuales, hasta el 33 por 100. Además, y también en base a las simulaciones, el porcentaje de empresas más vulnerables según el indicador basado en el peso de la deuda en los balances volvería a aumentar en 2021, aunque de forma más moderada, y empezaría a descender a partir de 2022. No obstante, en 2023 se situaría aún en niveles claramente superiores a los existentes antes de la crisis. En todo caso, como señalan los autores, estas simulaciones no recogen los efectos de las medidas de apoyo a la solvencia empresarial aprobadas por el gobierno, por lo que la evolución observada dependerá también de la efectividad de estos programas.

Sonsoles Castillo, Rafael Doménech y Miguel Jiménez examinan el papel que la política monetaria ha tenido en la eurozona ante la pandemia de la COVID-19. Después de hacer un repaso por las medidas adoptadas por el BCE, los autores hacen un balance positivo de su actuación. Se señala que la política monetaria del BCE ha contribuido a minimizar el impacto económico de la COVID-19 a corto y largo plazo, y evitar la activación de mecanismos de histéresis. El resultado ha sido positivo para el conjunto de la zona del euro y ha favorecido particularmente a los países de la periferia, al eliminar cualquier indicio de fragmentación financiera y la reaparición del riesgo de ruptura del euro, como ocurrió durante la crisis de deuda soberana tras la Gran Recesión. A juicio de los autores, el BCE ha actuado de manera rápida, flexible y ágil, y ha ido recalibrando las medidas en tiempo real y de forma anticipada, con carácter preventivo y optando por la estrategia de cubrirse ante escenarios más adversos, antes de que ocurrieran.

A PARTIR DE 2021, Y EN LÍNEA CON LA RECUPERACIÓN MACROECONÓMICA QUE SE ANTICIPA, SE PRODUCIRÍA UN AUMENTO GRADUAL DE LOS NIVELES DE RENTABILIDAD EMPRESARIAL, QUE SE SITUARÍAN EN 2023 POR ENCIMA DE LOS REGISTROS ANTERIORES A LA CRISIS

EL BCE HA ACTUADO DE MANERA RÁPIDA, FLEXIBLE Y ÁGIL, Y HA IDO RECALIBRANDO LAS MEDIDAS EN TIEMPO REAL Y DE FORMA ANTICIPADA, CON CARÁCTER PREVENTIVO

A pesar de que Castillo, Doménech y Jiménez consideran que la evaluación cuantitativa del impacto directo sobre la economía real de las medidas extraordinarias adoptadas por el BCE para hacer frente a la crisis de la COVID-19 se enfrenta a diversos problemas de identificación, coinciden en que los resultados disponibles indican que estos efectos han sido económicamente relevantes, sobre todo en los países de la eurozona más vulnerables. En el caso concreto de España, apuntan a que como mínimo han evitado una caída adicional del PIB superior a 3 puntos porcentuales, al tiempo que sus efectos indirectos vendrían dados porque el BCE ha posibilitado la adopción de medidas fiscales de ámbito nacional (con un impacto de unos 8 puntos porcentuales en los momentos más álgidos de la crisis), cuyo margen de actuación habría sido mucho más limitado si la autoridad monetaria no hubiera asegurado la financiación de la deuda pública a tipos de interés incluso inferiores a los existentes antes de la pandemia. Adicionalmente, los autores del artículo coinciden en que las medidas extraordinarias del BCE han abierto una ventana temporal de al menos dos años para que los países de la eurozona puedan llevar a cabo políticas de oferta y reformas con las que transformar sus economías y recuperar o incluso aumentar su crecimiento potencial tras la crisis de la COVID-19.

En este sentido, una vez conseguido el objetivo de evitar escenarios de riesgo durante la recesión que hubieran dado lugar a una caída mayor de la actividad y del empleo, con unos efectos negativos sobre el bienestar más persistentes en el tiempo, a juicio de los autores, el BCE se enfrenta al reto de gestionar acertadamente su política monetaria en la fase de recuperación, garantizando una salida de la crisis de la COVID-19 sin contratiempos, así como al de conseguir que esa gestión sea totalmente consistente con sus objetivos y con su nueva estrategia de política monetaria recientemente aprobada.

A DIFERENCIA DE LA CRISIS FINANCIERA QUE SE INICIÓ EN 2008, LA REACCIÓN DE REGULADORES Y SUPERVISORES HA SIDO EN ESTE CASO RÁPIDA Y CONTUNDENTE

La séptima contribución de este número se centra en hacer un repaso por cómo ha sido la regulación de la crisis sanitaria en el ámbito financiero. **Antonio Romero Mora** y **Luis Teijeiro Pita de Veiga** consideran que la gestión de la crisis sanitaria desatada por la COVID-19 ha tenido un impacto muy relevante en la regulación del sistema financiero y de la economía en su conjunto. De hecho, señalan que todas las medidas adoptadas han tenido, de un modo u otro, una proyección legislativa. Coinciden en que a diferencia de la crisis financiera que se inició en 2008, la reacción de reguladores y supervisores ha sido en este caso rápida y contundente. Otro aspecto diferencial con respecto a la crisis anterior es el punto de partida en el que se encontraban las entidades de crédito, con niveles de solvencia y liquidez mucho más elevados al inicio de la pandemia. Los autores convienen

en que esta situación de mayor estabilidad ha contribuido sin duda a que la banca, apoyada por las medidas de política monetaria y fiscal adoptadas, pasara a ser un elemento clave para la contención de la crisis en la economía real, y esté llamada a jugar un papel fundamental en la etapa de recuperación.

Asimismo, consideran que en la gestión de la crisis derivada de la pandemia se pueden diferenciar tres fases. La primera tuvo lugar en los primeros días de la crisis, y puso en marcha medidas para estabilizar el sistema financiero, asegurando la provisión de liquidez mediante medidas de política monetaria no convencional, y relajando determinados estándares de solvencia. Para los autores, el objetivo no era otro que el de mantener la provisión de crédito a la economía. En una segunda fase, el foco regulador se orientó a sostener la economía real durante el periodo de confinamiento, a fin de prevenir despidos masivos. Medidas como las moratorias en préstamos y créditos (tanto con garantía hipotecaria como no hipotecaria), las líneas de avales del ICO o el relajamiento de determinadas obligaciones tributarias, jugaron un papel fundamental en este sentido y complementaron una política de sostenimiento del empleo basada en la puesta en marcha de expedientes de regulación temporal de empleo en los sectores económicos más afectados. Finalmente, la tercera fase tiene como objetivo la recuperación económica, y se apoya en dos grandes ejes de actuación: la puesta en marcha de medidas para la reestructuración de la deuda financiera Covid-19 y el derivado del plan de la Comisión Europea Next Generation EU.

En conclusión, los autores consideran que las medidas puestas en marcha se han mostrado eficaces para evitar que la pandemia derivara en una larga fase de estancamiento económico. Sin embargo, también ha puesto de manifiesto la necesidad de seguir avanzando en la integración fiscal. Así, la elevada fragmentación que sigue existiendo en esta materia ha llevado a que las medidas de estímulo se adoptaran preferentemente en el plano nacional y sin la debida coordinación a escala europea.

David Cano en su artículo sobre los mercados financieros tras la pandemia analiza algunos de las perturbaciones más importantes que ha supuesto tanto la renta fija y la renta variable. El primer apartado del artículo se dedica a plantear el nuevo enfoque de la política monetaria, que a juicio del autor está más preocupada por el endeudado que por el ahorrador. Tras este punto, se pasa a analizar el mercado de deuda pública que, a pesar de los abultados déficits públicos, reflejados en elevados saldos de bonos vivos, ofrece unos niveles de TIR en zona de mínimos históricos. Para el autor, esta situación, conse-

LAS EXPECTATIVAS DE RENTABILIDAD DE CUALQUIER CARTERA MIXTA (EN MAYOR MEDIDA LAS QUE TIENEN MÁS EXPOSICIÓN EN RENTA FIJA) SON CLARAMENTE INFERIORES A LAS HISTÓRICAS

cuencia de la acción de los bancos centrales, se traslada a la renta fija privada, segmento del mercado que se favorece de forma adicional de un elevado apetito por el riesgo de los inversores.

Por lo que respecta al mercado de renta variable, en el artículo se apunta a que las rentabilidades serán inferiores a los promedios, pero por encima de las tasas de inflación previstas. En consecuencia, según comenta el autor, las expectativas de rentabilidad de cualquier cartera mixta (en mayor medida las que tienen más exposición en renta fija) son claramente inferiores a las históricas. Así, conseguir una rentabilidad en línea con la media histórica pasa por asumir más riesgo esto es, por desplazarse a la derecha de la línea del mercado de capitales (LMC). Además, en el artículo se señala que el objetivo debe ser incrementar la pendiente de la LMC y, para ello, incrementar la diversificación. Finalmente, el autor analiza los mercados privados por su creciente protagonismo en las carteras, así como por el impacto que tiene sobre la actividad económica.

El autor concluye que una de las consecuencias de la crisis de la COVID-19 es que, para conseguir rentabilidades nominales en línea con la inflación, va a ser necesario asumir más riesgo de mercado, de crédito y de liquidez que el histórico. En ese proceso es muy útil la diversificación geográfica, por estilos, por instrumentos y por emisor.

La novena contribución del número se evalúa críticamente los principales elementos y características de los medios de pago minoristas en tiempos de la pandemia de la COVID-19. **Bernardo Bátiz-Lazo, Manuel A. Bautista-González e Ignacio González-Correa** tratan de analizar la transformación en el uso de efectivo y los pagos digitales estudiando las tendencias históricas recientes del uso de efectivo y otros medios de pago; analizando en qué consiste la «guerra contra el efectivo» que lo consideró un vector de transmisión del virus SARS-CoV-2, y comprendiendo los cambios de corto y largo plazo que afectaron el uso de efectivo para algunos casos específicos en países europeos (Reino Unido, España) y de América del Norte (Estados Unidos, México).

DADA LA INFORMACIÓN DISPONIBLE, LA PANDEMIA DE COVID-19 NO PARECE HABER REPRESENTADO UN CAMBIO ESTRUCTURAL HACIA UNA ECONOMÍA SIN EFECTIVO EN EL SECTOR DE PAGOS MINORISTAS

Los autores estiman que, dada la información disponible, la pandemia de COVID-19 no parece haber representado un cambio estructural hacia una economía sin efectivo en el sector de pagos minoristas. En el corto plazo, los consumidores aumentaron su volumen de pagos digitales y sin contacto (contactless) debido al confinamiento y creencias de que el efectivo podría propagar el virus. Sin embargo, lo anterior no ha resultado en una reducción permanente en el uso o eliminación de billetes y monedas. Además, en muchos países se observó la «para-

doja del efectivo», es decir, una disminución en la demanda transaccional de efectivo como medio de pago y, simultáneamente, un alza en su demanda precautoria ante la incertidumbre y el deterioro en las expectativas económicas.

Para los autores, aunque el uso de efectivo ha disminuido a un nivel marcadamente menor que antes de la pandemia, se espera que los consumidores usen billetes y monedas en pagos minoristas durante bastante tiempo. Dado que el efectivo es el instrumento de pago más usado por grupos vulnerables (incluidos los adultos mayores, las personas de bajos ingresos, las personas con discapacidad, trabajadores precarizados, migrantes indocumentados, refugiados y miembros de minorías raciales o étnicas), existe un mínimo o piso en su demanda transaccional que debe resolverse antes de que el público emplee instrumentos alternativos de manera generalizada.

Se cierra este volumen de PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA con el artículo de **Santiago Carbó-Valverde, Pedro Jesús Cuadros Solas y Francisco Rodríguez Fernández** sobre digitalización financiera durante la pandemia. A partir de la aceleración sustancial en el proceso de digitalización financiera que ha supuesto la pandemia de COVID-19, los autores pretenden contribuir al análisis de la digitalización financiera y las implicaciones derivadas de la pandemia de la COVID-19 desde la perspectiva de los consumidores (demanda), la industria bancaria (oferta) y la competencia (estructura de mercado). De su análisis se deriva que la revolución digital que ha propiciado la pandemia ha sido posible, en parte, gracias al elevado grado esfuerzo tecnológico que venía realizando la oferta bancaria desde hace décadas. Estos cambios han discurrido en paralelo a la proliferación de nuevos competidores 100 por 100 digitales.

Desde el punto de vista de la demanda, los autores evidencian un desigual impacto de la COVID-19 en la digitalización financiera de los españoles. Los segmentos de población menos digitalizados antes de la pandemia –población de mayor edad, población rural, de nacionalidad extranjera, con menores ingresos y en situación de desempleo o inactivos– han sido los que más se han digitalizado a raíz del COVID-19. En relación con la oferta, los autores sugieren que aún cuando existen diferencias entre entidades, el sector bancario español está más digitalizado que otros sectores bancarios de nuestro entorno. De hecho, los autores apuntan a que el elevado nivel de digitalización de la banca española ha permitido a los bancos españoles ampliar su base de clientes digitales durante la pandemia. Actualmente, según la información suministrada en el artículo, seis de cada diez clientes de la banca española ya son digitales.

LA REVOLUCIÓN DIGITAL QUE HA PROPICIADO LA PANDEMIA HA SIDO POSIBLE, EN PARTE, GRACIAS AL ELEVADO GRADO ESFUERZO TECNOLÓGICO QUE VENÍA REALIZANDO LA OFERTA BANCARIA DESDE HACE DÉCADAS

Por lo que respecta a la competencia, en el artículo se evidencia la llegada de muy diversos competidores a la industria bancaria. La competencia en el sector bancario español se ha intensificado. Los autores identifican hasta cuatro grandes grupos de nuevos competidores: grandes tecnológicas (BigTech), empresas financieras de base tecnológica (FinTech), plataformas digitales de crédito (plataformas P2P) o compañías de telecomunicaciones. Todas estas empresas ya formarían parte del nuevo ecosistema bancario español. Para los autores, cada uno de estos nuevos competidores contaría con distintas fortalezas competitivas, aún cuando todos se centran en lo digital. Al mismo tiempo, los autores muestran cómo el fenómeno FinTech empieza a consolidarse y madurar en nuestro país, recibiendo más inversiones e incrementando su actividad crediticia. El sector se ha quintuplicado desde el año 2015. En los últimos años, se viene observando una creciente disposición a la “coopetición”, como convivencia de competencia por las ideas y cooperación para desarrollar negocios. Se trataría de una relación en la que dos competidores colaboran de forma puntual porque existe una oportunidad de mejora para ambos.

En conclusión, la pandemia ha sido un catalizador de transformaciones en el mundo financiero y, en parte también, un laboratorio no intencionado en el que consumidores, empresas, banca y decisores públicos han podido calibrar tanto su capacidad de resiliencia como los desafíos estratégicos que aún están a medio camino y habrán de completarse en los próximos años.