

Resumen

Este artículo analiza el comportamiento del sector financiero español antes, durante y después de la pandemia de COVID-19. Los mercados fueron los primeros en recibir un impacto significativo de esta perturbación externa, pero mostraron una notable capacidad de recuperación –aun en un contexto de elevada volatilidad– solo interrumpida por la crisis generada con la invasión de Ucrania y la intensidad del proceso inflacionario de 2022. El sector bancario no solo mostró resiliencia, sino también una notable capacidad de financiación que, junto a los programas de avales del ICO, permitieron mantener flujos de crédito esenciales para el tejido empresarial español. El análisis empírico de este artículo sugiere que el canal del crédito bancario no solo se mantuvo durante la pandemia, sino que se amplificó en un momento de especiales necesidades de financiación. Asimismo, se revela que las características de entidades bancarias que más favorecieron el crédito durante la pandemia fueron el tamaño de la entidad, el nivel de depósitos, la solvencia (capital sobre activos), la ratio de liquidez y la inversión tecnológica.

Palabras clave: bancos, mercados, pandemia, crédito.

Abstract

This article analyzes the behavior of the Spanish financial sector before, during and after the COVID-19 pandemic. The markets were the first to receive a significant impact from this external shock, but they showed a remarkable capacity for recovery –even in a context of high volatility– only interrupted by the crisis generated by the invasion of Ukraine and the intense inflationary process of 2022. The banking sector not only showed resilience but also a considerable financing capacity which, together with the ICO guarantee program, made it possible to maintain essential credit flows for the Spanish business fabric. The empirical analysis of this article suggests that the bank credit channel was not only maintained during the pandemic, but it was amplified at a time of special financing needs. Likewise, it is revealed that the characteristics of the banks that most favored credit during the pandemic were the size of the entity, the level of deposits, solvency (capital over assets), the liquidity ratio and technological investment.

Keywords: banks, markets, pandemic, credit.

JEL classification: G20, G21.

EL SECTOR FINANCIERO ESPAÑOL FRENTE A LA PANDEMIA. ¿UN ANTES Y UN DESPUÉS?

Santiago CARBÓ VALVERDE

Universitat de València y Funcas

Francisco RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ

Universidad de Granada y Funcas

I. INTRODUCCIÓN

RESULTA difícil analizar los efectos de medio plazo de un *shock* para la economía cuando, en su proceso de resolución y salida irrumpe otra perturbación exógena. Este es el caso de la pandemia de COVID-19 que, en 2022 en plena salida y resolución –aunque con ciertos rebotes de infecciones en determinados períodos– se ve solapada con los efectos de la guerra de Ucrania, las distorsiones en los canales de suministros mundiales y un proceso inflacionario que no se había vivido en cuarenta años.

La pandemia tuvo sus principales efectos en la economía española en 2020, en particular durante los tres primeros trimestres del año, que podemos denominar, respectivamente, como de irrupción, confinamiento y reajuste previo a la vacunación. En este artículo se pasa revista al papel que el sector financiero ha tenido en la pandemia y se examina si los mercados y las instituciones financieras han cambiado su comportamiento y han sufrido efectos distintos antes, durante y después de la pandemia. La del COVID-19 fue una crisis con peculiaridades respecto a otras experiencias relativamente recientes como la de 2007-2008. Su origen no fue financiero, sino sanitario. De hecho, el comportamiento del

sector bancario fue de apoyo y sirvió de amortiguador de los efectos económicos de confinamientos y restricciones de movilidad y actividad. En los mercados, los efectos fueron considerables, con una elevada volatilidad que solo consiguió aminorar la llegada de la vacunación, a pesar de que distintos rebotes reincidieron en el nerviosismo inversor. La alta incidencia de contagios en algunos puntos y la gravedad de las enfermedades provocaron un aumento del miedo, la ansiedad y la incertidumbre en todo el mundo, lo que provocó un incremento de la aversión al riesgo y la incertidumbre (Bekaert *et al.*, 2021).

Al comienzo de la pandemia de coronavirus, la afluencia de fondos de los programas de inyección de liquidez y de los depositantes, junto con los altos niveles de capital bancario previos al *shock*, permitieron a los bancos acomodar el aumento en la demanda de liquidez (p. ej., Li *et al.*, 2020). Çolak y Öztekin (2021) estudian el comportamiento de los bancos durante los episodios de riesgo agregado de la pandemia. Su análisis para una muestra amplia de entidades a escala internacional sugiere que, en promedio, el crecimiento global de los préstamos bancarios se contrajo durante los primeros tres trimestres de 2020 y que este efecto negativo tuvo cierta persistencia trimestres más

tarde. Algunos estudios precisan más temporalmente la incidencia negativa de la pandemia en el crédito. En particular, sugieren un impacto inicial significativamente positivo en la demanda de préstamos bancarios de Estados Unidos en las primeras semanas de la pandemia, como mecanismo de protección (Li *et al.*, 2020; Chodorow-Reich *et al.*, 2020; Greenwald *et al.*, 2020). Sin embargo, el aumento de la incertidumbre y el riesgo hizo que las empresas redujeran sus líneas de crédito bancarias y aumentaran sus niveles de efectivo en los meses siguientes (Acharya y Steffen, 2020). Se observan, en cualquier caso, variaciones por tipo de crédito bancario y de prestatario. Por ejemplo, Li *et al.* (2020), Chodorow-Reich *et al.* (2020), y Greenwald *et al.* (2020) utilizan datos de supervisión de un subconjunto de préstamos comerciales e industriales y muestran que los sectores empresariales más expuestos al coronavirus fueron los que más restricciones de crédito afrontaron. Acharya y Steffen (2020) y Li *et al.* (2020) realizan un análisis amplio que muestra que el crédito se redujo de forma agregada en Estados Unidos durante los tres primeros meses de la pandemia.

En este artículo se presta atención a los mercados, pero, sobre todo, a las entidades financieras, por su papel destacado en la financiación, en particular la que se canalizó con el apoyo del Instituto de Crédito Oficial con avales parciales públicos. Asimismo, se realiza una aproximación empírica para estudiar qué características de los bancos españoles propiciaron el mantenimiento de flujos de crédito a la economía durante y después de la pandemia. El artículo se

estructura en seis secciones. La que sigue a esta introducción resume las principales acciones de bancos centrales y Gobiernos en el ámbito financiero durante la pandemia. La sección tercera se centra en los principales indicadores de mercados de renta variable y fija. Los cambios en las entidades bancarias se analizan en la sección cuarta, y la quinta se ocupa de aproximar empíricamente las características bancarias que se relacionan con el crédito antes, durante y después de la pandemia. El artículo se cierra en la sección sexta con las principales conclusiones.

II. LA ACCIÓN PÚBLICA: ACCIONES DE APOYO FINANCIERO Y EL PAPEL DEL BCE

Tal vez por el aprendizaje de la crisis financiera o por la evidencia de los efectos que podría tener la suspensión de buena parte la actividad empresarial en la economía, la actuación ante la crisis pandémica fue relativamente rápida en España, al menos en el plano financiero. El puente que debía construirse para la financiación empresarial debía ser sólido y contundente en términos cuantitativos. Extensible (ampliable en caso de que fuera necesario), pero también finito, porque el riesgo moral de una asistencia financiera demasiado prolongada es significativo. Como cualquier otra acción de financiación, debía ser, en definitiva, coherente con los incentivos y destinado a empresas que tuvieran visos de viabilidad pasada la pandemia. Este último punto es particularmente relevante tanto en España como en el contexto internacional, en la medida en que existe un debate desde la Gran Recesión sobre en qué medida se está produciendo

una «zombificación empresarial». En particular, si políticas monetarias tan laxas y financiación excesivamente barata están propiciando que empresas no viables prolonguen un inevitable final y frenen procesos de renovación y mejora de la productividad. También existe un temor a que, en el desarrollo de políticas de financiación públicas y privadas para afrontar la pandemia, puedan repetirse errores de previsión del pasado sobre la verdadera incidencia del inevitable aumento de la morosidad.

Tan solo entre marzo y mayo de 2020 se habían destruido 107.914 empresas en España. Las empresas tuvieron que afrontar en distinta medida problemas de liquidez y de solvencia. Como consideración general inicial, la mayor parte de las iniciativas público-privadas para atenuar los efectos del COVID-19 en España se orientaron a la financiación, para paliar los problemas de liquidez. Atajar las dificultades de solvencia fue un objetivo de segundo orden, con una presencia mucho más reducida en estas acciones. Tal vez sea la solvencia la dimensión por la que finalmente podrá evaluarse gran parte de la eficacia de las medidas adoptadas, de la financiación otorgada por las entidades financieras y de la supervivencia y viabilidad empresarial, no solo en 2021 y 2022, sino más allá. Gran parte del problema puede darse si un número importante de empresas alcanza niveles de sobreendeudamiento que dificulten esa supervivencia, fundamentalmente las pymes. Gran parte de la renovación corporativa afectará a las pymes y tendrá que suceder en los próximos años en un ambiente de mayores tipos de interés y costes de financiación. Según el análisis

de Blanco *et al.* (2021) la mayor parte de la deuda no sostenible (inviabile) tras la pandemia se concentraba en las pymes y se estimaba –según distintos escenarios– entre 6.800 y 13.600 millones de euros.

En todo caso, no puede negarse la relevancia de las medidas orientadas a garantizar la liquidez, entre otras cuestiones porque es una condición necesaria (aunque no siempre suficiente) para poder mantener la actividad y la solvencia y disminuir problemas aparejados de tipo laboral.

La acción del sector bancario en este contexto es fundamental, pero está en parte orientada o coadyuvada por las decisiones públicas para paliar los efectos económicos de la pandemia. En este sentido, el esfuerzo realizado en España fue importante, pero relativamente menor que en otros países de referencia. En este punto, las restricciones fiscales por el endeudamiento y déficit públicos españoles tienen un papel importante.

En cuanto a las entidades financieras españolas, el elemento

central de su acción se dio en colaboración con el Instituto de Crédito Oficial (ICO) en varias rondas de financiación de préstamos en condiciones favorables con el aval de esta institución pública. En junio de 2021, se habían concedido 120.706 millones de euros en más de un millón de operaciones de préstamo. El 98 por 100 de las garantías y el 70 por 100 del capital se destinaron a pymes y autónomos. Como se muestra en el cuadro n.º 1, sectores particularmente afectados como los minoristas, hostelería y transporte concentraron gran parte de la financiación.

En todo caso, no toda la ayuda financiera ante la pandemia procedió de los bancos o se estableció a través de préstamos y garantías. También fueron importantes desde el punto de vista financiero medidas como las moratorias a préstamos hipotecarios y no hipotecarios, la inversión pública participativa, el diferimiento de impuestos o las ayudas directas. La referencia en Europa la marcó Alemania, con programas de inversión directa participativa y ayudas directas a pymes y autónomos. También

se encuentran diferencias en el porcentaje de riesgo asumido a través de avales públicos ya que en algunos Estados de la UE se ha llegado a asumir la totalidad del riesgo (100 por 100 en Alemania) y en otros, como España, el porcentaje de asunción de riesgos es algo más limitado (80 por 100, 70 por 100 o 60 por 100, según los casos). Esto no implica que una opción u otra sea más responsable desde el punto de vista financiero, tanto si participan solo las entidades de crédito –por el mantenimiento de su solvencia– como si lo hacen los Estados (por el compromiso y riesgo que supone en términos de deuda). En general, se puede valorar positivamente el esfuerzo realizado con el programa de créditos con aval del ICO. Cuantitativamente, supone prácticamente un tercio de todas las operaciones que se concedieron antes de la pandemia, en 2019 a empresas, alcanzando los 348.380 millones de euros. El programa se implementó por tramos y con relativa celeridad.

En lo que se refiere a las medidas de moratoria del pago de créditos en España, se estable-

CUADRO N.º 1

IMPACTO DEL PROGRAMA DE PRÉSTAMOS CON AVAL DEL ICO

SECTORES	NÚMERO DE OPERACIONES	PRÉSTAMOS (MILLONES DE EUROS)
Agricultura	47.512	3.911
Industria	129.883	26.540
Construcción	100.001	11.441
Minoristas, transporte y hostelería	469.901	51.807
Información y comunicaciones	22.544	3.807
Actividades financieras	4.618	192
Actividades inmobiliarias	24.293	2.609
Profesional, científico	113.505	13.207
Administraciones públicas, educación y salud	41.996	3.331
Actividades de ocio	55.530	3.859
Total Economía	1.009.783	120.706

Fuente: Gobierno de España (https://www.thespanisheconomy.com/Documents/20210820_ser.pdf).

cieron tanto por ley como por acuerdos sectoriales de los bancos y se dirigieron a los colectivos más afectados por la pandemia. La moratoria legal de tres meses establecida por el Gobierno fue ampliada por el sector bancario con una moratoria sectorial que permitió aplazamientos del pago del principal de hasta doce meses en el caso de los créditos hipotecarios y de hasta seis meses en los de consumo.

Otro aspecto esencial son las financiaciones participativas. Se trata de financiaciones público-privadas, que implican tanto crédito avalado como participación en el capital empresarial. Sin olvidar que el acceso a algunos programas de financiación públicos extraordinarios es solo posible sujeto a unos umbrales mínimos de solvencia, que cubran riesgos y eviten quiebras. En España, sin embargo, la financiación participativa fue limitada.

Una cuestión relevante para analizar el papel del sector financiero en la recuperación tras la pandemia en España es no solo cómo gestionar la financiación, sino los riesgos a medio plazo asociados a la misma. Hay riesgos latentes importantes en el tejido empresarial que comprometen la viabilidad de las empresas y de los préstamos que mantienen. En este sentido, se adoptaron medidas relacionadas con la gestión de los préstamos con avales del ICO. El Ministerio de Asuntos Económicos redactó un Código de Buenas Prácticas al que en junio de 2021 se adherieron 102 entidades financieras con presencia en España (el 98 por 100 del sector). El texto tenía como objetivo marcar las normas que regularán las quitas y las refinanciaciones a empresas y autónomos que cuenten

con préstamos avalados por el ICO. Las empresas que se encuentren en dificultades podrán prorrogar los vencimientos de los préstamos con garantía pública, convertir los préstamos avalados en préstamos participativos o negociar una quita para reducir la financiación avalada como medida de último recurso. El Código garantiza a las empresas el cumplimiento de estos derechos.

Asimismo, en la actuación de los bancos ante la pandemia y para la recuperación económica, ha sido muy relevante el papel de las autoridades supervisoras, que han buscado facilitar el uso de la flexibilidad ya recogida en el marco de regulación y supervisión bancaria. Se trata de aliviar parte de los requerimientos de capital para facilitar la financiación crediticia. Entre las más importantes están las que incentivan el uso de los colchones de capital y de liquidez construidos por las entidades en los últimos años para poder conceder más crédito con carácter anticíclico. A este respecto se emitieron varias disposiciones y notas aclaratorias por parte del Banco Central Europeo, la Autoridad Bancaria Europea y la Autoridad Europea de Valores y Mercados. Entre otras cuestiones, para evitar una clasificación automática de las operaciones como dudosas no morosas, con especial foco en aquellos créditos con garantía pública o beneficiados por moratorias legales o sectoriales.

En cuanto a su acción monetaria frente a la pandemia, la acción más destacada fue el programa de compras de emergencia ante la pandemia (PEPP), una medida de política monetaria excepcional iniciada en marzo de 2020. Se trata de un programa temporal de compra de activos

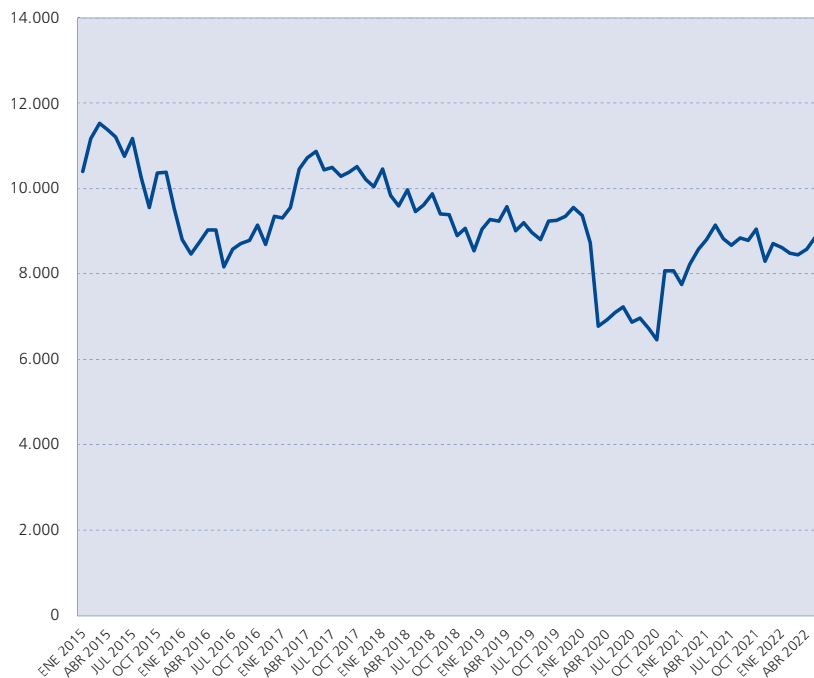
de valores del sector público y privado. El Consejo de Gobierno del BCE decidió aumentar la dotación inicial de 750.000 millones de euros del PEPP en 600.000 millones de euros el 4 de junio de 2020 y en 500.000 millones de euros más el 10 de diciembre, hasta un nuevo total de 1.850.000 millones de euros. El 16 de diciembre de 2021, el Consejo de Gobierno decidió interrumpir las compras de activos netos en el marco del PEPP a finales de marzo de 2022. Los pagos de principal que vanzan de los valores adquiridos en el marco del PEPP se reinvertirán al menos hasta finales de 2024.

III. EFECTOS EN LOS MERCADOS

El año 2020 se presentaba, *a priori*, como un año favorable para los mercados, con perspectivas de crecimiento significativas, apoyo monetario y condiciones de financiación favorables en un entorno de tipos de interés ultrarreducidos o negativos. Sin embargo, los temores comenzaron en febrero de 2020 con la expansión del coronavirus y la volatilidad se adueñó de los mercados con subidas y bajadas no vistas desde 2008. Las principales plazas mundiales sufrieron pérdidas sustanciales de entre el 30 por 100 y el 50 por 100 en marzo que, en el caso del IBEX-35 fueron del orden del 40 por 100 (gráfico 1). La inestabilidad se iba a prolongar durante los tres primeros trimestres de 2020, y con las vacunaciones comenzó una cierta recuperación, interrumpida con algunos rebrotes, pero sin las caídas observadas anteriormente.

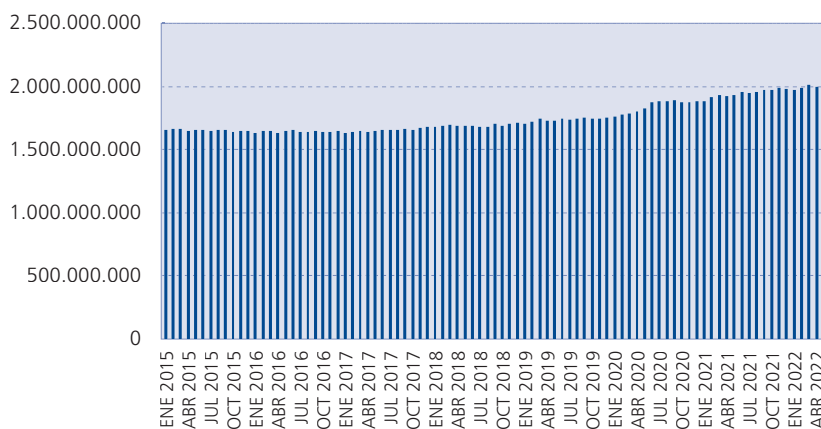
Para los propósitos de este artículo resulta de particular interés analizar cómo se compor-

GRÁFICO 1
EVOLUCIÓN DEL IBEX-35 (ENERO 2015 – MAYO 2022)



Fuentes: Banco de España y elaboración propia.

GRÁFICO 2
DEUDA EMITIDA DE TODOS LOS SECTORES (ENERO 2015 – MAYO 2022)
(Miles de euros)



Fuentes: Banco de España y elaboración propia.

taron las valoraciones del sector bancario antes y después de la pandemia. Un nuevo índice de volatilidad del sector, cuyos resul-

tados se muestran en González-Pérez (2022) muestra que el diferencial de volatilidad entre el sector bancario y el conjunto del

mercado mostró un aumento progresivo desde 2011, si bien se ha reducido en los últimos años. Asimismo, cuando se compara el índice de volatilidad bancario español con el de la eurozona, se observa que, aunque tradicionalmente el sector bancario español ha mostrado una volatilidad esperada ligeramente superior a la de la eurozona, esta relación se invierte en 2020. El sector bancario español cotizó con una menor volatilidad que el europeo durante la pandemia.

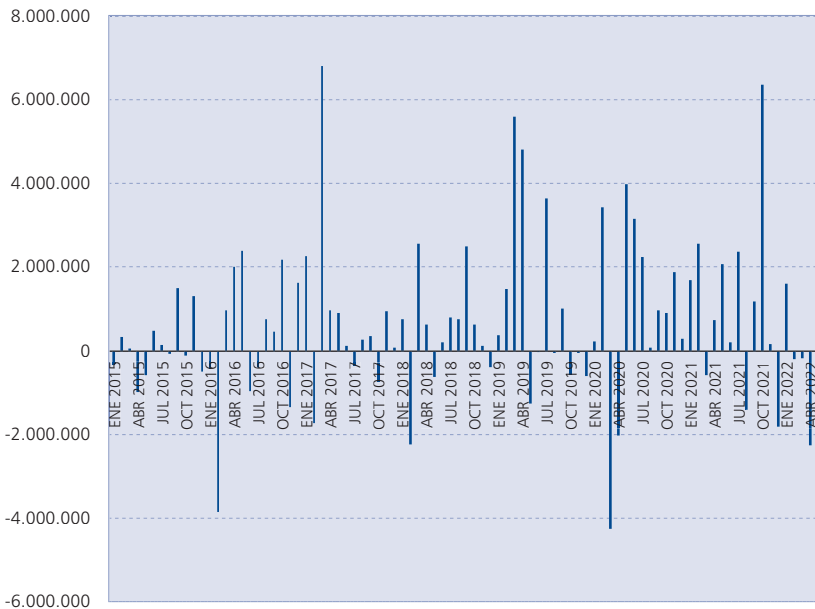
Otro aspecto de relevancia en lo relativo a los mercados es la deuda emitida durante la pandemia. El gráfico 2 la recoge para todos los sectores, observándose un cierto repunte en los meses de mayor incidencia, sobre todo achacable al aumento del endeudamiento público para hacer frente al gasto que supuso la crisis sanitaria.

Sin embargo, cuando se analizan las emisiones netas y, en particular, las de las empresas no financieras (Gráfico 3) lo que se observa es una caída importante del endeudamiento con la irrupción de la pandemia y el confinamiento, que luego pudo compensarse en los meses posteriores con mayores emisiones, recuperándose el tono habitual de este mercado.

IV. EFECTOS EN LAS ENTIDADES FINANCIERAS

Con el desafío del COVID-19, el sector bancario vivió la confluencia de sus retos estratégicos y de cambios en la percepción por parte de la demanda. Se actuó con cierta resiliencia y un papel muy distinto que en la crisis financiera. Las particularidades de un *shock* sanitario de ese cali-

GRÁFICO 3
EMISIONES NETAS DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS
(ENERO DE 2015-MAYO DE 2022)
 (Miles de euros)



Fuentes: Banco de España y elaboración propia.

bre —con retracción de demanda, confinamientos y paralizaciones forzadas de actividad— impusieron importantes restricciones de demanda y oferta. Fueron particularmente delicadas para las empresas en los sectores más sensibles, como el comercio, hostelería y servicios turísticos. Las entidades financieras españolas llegaron a marzo de 2020, un mes clave en la concepción de la pandemia y en las restricciones que acarrió, con una solvencia reforzada tras años de exigencias regulatorias crecientes. Pronto se reveló la necesidad de que los bancos fueran protagonistas de los sistemas de sostenibilidad empresarial ante el COVID-19, en particular en los programas de financiación con aval del ICO.

El sector bancario español llegó a marzo de 2020 con una

situación de solvencia holgada y, ante la previsión de que la crisis sanitaria podría ser de fuerte impacto y prolongada, las primeras medidas que se adoptaron fueron de carácter previsor. Tan solo en el primer semestre de 2020 se realizaron provisiones y saneamientos de 26.500 millones de euros. Unido a los efectos de la crisis sanitaria en la economía, esto propició resultados negativos para el conjunto del sector.

En todo caso, las entidades financieras redoblaron los esfuerzos por aumentar su solvencia. La ratio media de capital de primera categoría (CET1) aumentó en 71 puntos básicos, hasta el 13,3 por 100, durante la pandemia. Los bancos españoles, como sus homólogos europeos, se vieron considerablemente afectados por el escenario económico de incer-

tidumbre y la respuesta monetaria del BCE. Desde que la pandemia se hizo particularmente manifiesta en marzo y hasta el mes de julio, las entidades financieras españolas aumentaron el recurso a la financiación a largo plazo del BCE (principalmente por vía *TLTRO*, siglas de *targeted longer-term refinancing operations*, operaciones de refinanciación a largo plazo con objetivo) en 113.661 millones de euros. En ese mismo período, las entidades de crédito del conjunto de la eurozona elevaron su recurso a la financiación a largo plazo en 901.384 millones. También fue sustancial el incremento observado en esos cuatro meses en el recurso a los programas de compra de activos, 76.127 millones de euros en España y 538.129 en el conjunto de la eurozona.

En cuanto a la actividad crediticia, este es uno de los aspectos donde los bancos españoles tuvieron un comportamiento decisivo para amortiguar los efectos de la crisis sanitaria en los sectores empresariales. Tan solo entre febrero y junio de 2020, el crédito al sector privado se elevó un 5,2 por 100 (gráfico 4). Tras los tres primeros trimestres de 2020, el flujo de crédito se mantuvo relativamente estable, en un nivel, en cualquier caso, superior al prepandémico, aunque menor que en los meses de mayor incidencia. Como señalan Barreira *et al.* (2022) con datos a escala de empresas del Banco de España, «esta evolución tras el impacto de la crisis sanitaria se ha producido en un contexto de debilidad de la demanda, de relativa estabilidad de la oferta de fondos bancarios y de repunte del recurso a la financiación con valores de renta fija. El análisis con información granular de empresas y de bancos confirma que esta pérdida de dinamismo de la

financiación bancaria se explicaría, fundamentalmente, por factores de demanda. En particular, se encuentran indicios de que algunas empresas habrían estado utilizando una parte de los colchones de liquidez acumulados durante 2020 y de que las grandes empresas habrían sustituido una parte de su financiación con préstamos bancarios por valores de renta fija».

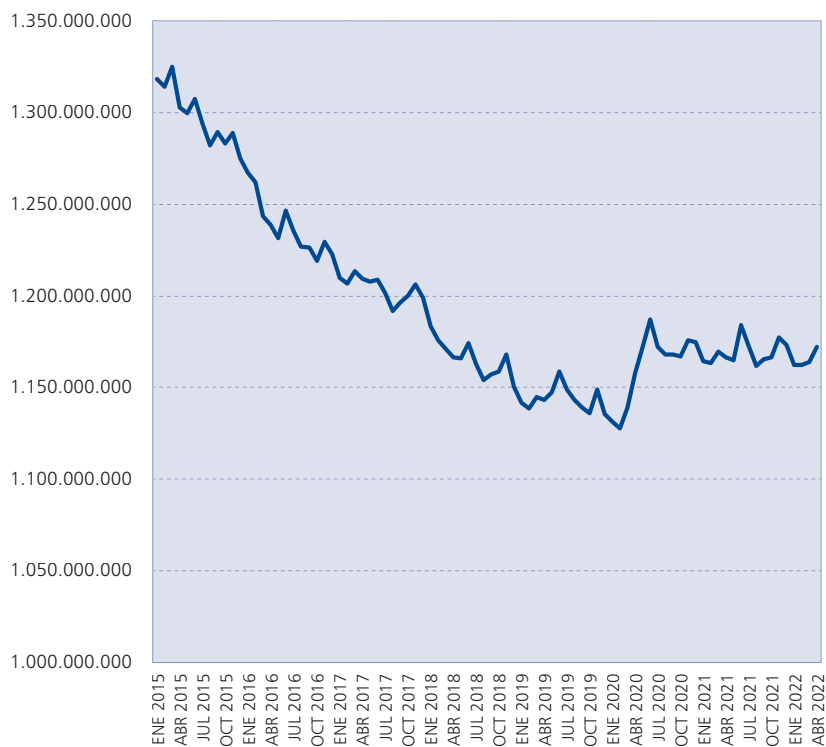
Otro de los aspectos más destacados es el cambio en la composición de las cuentas de depósito (gráfico 5). En particular, desde 2015, en un contexto de tipos de interés reducidos y escasa remuneración del ahorro, se ha producido una caída considerable de las cuentas de ahorro y plazo y un aumento equivalente de las cuentas a la vista. La pandemia no ha interrumpido esta tendencia. Es más, durante los meses del confinamiento se produjo un aumento de las tenencias de liquidez por la reducción del gasto por la caída de la actividad y por motivo precaución.

En cuanto a la estructura del sector bancario, el proceso de consolidación y de transición tecnológica se ha seguido apreciando antes, durante y después de la pandemia. El número de entidades bancarias (gráfico 6) ha pasado de 266 a comienzos de 2015 hasta 227 en marzo de 2022. Entre ellas, las instituciones españolas han pasado de 133 a 111 en el mismo período.

El cambio de modelo de negocio se aprecia de forma sensible en la reducción del número de oficinas (gráfico 7), de 31.804 en marzo de 2015 a 18.556 en marzo de 2022, una caída acumulada del 41,6 por 100. También se aprecia un ajuste en el número de empleados (gráfi-

GRÁFICO 4
CRÉDITO A OTROS SECTORES RESIDENTES DE LAS ENTIDADES DE DEPÓSITO ESPAÑOLAS

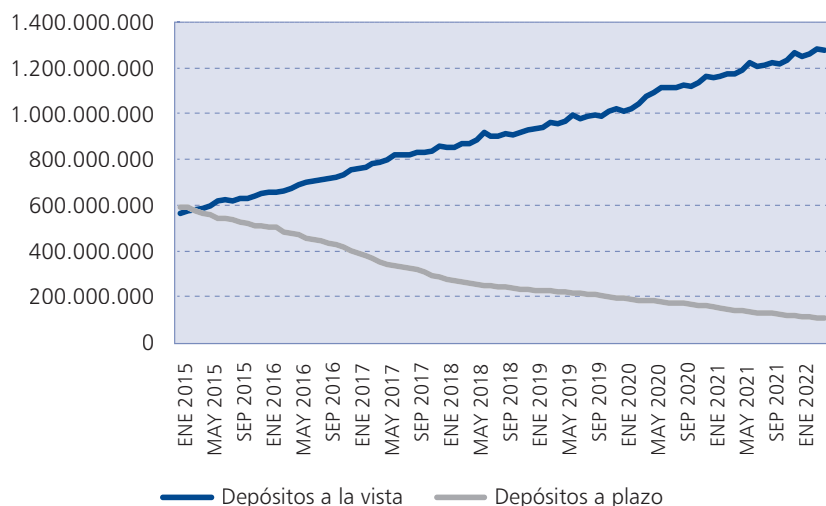
(Miles de euros)



Fuentes: Banco de España y elaboración propia.

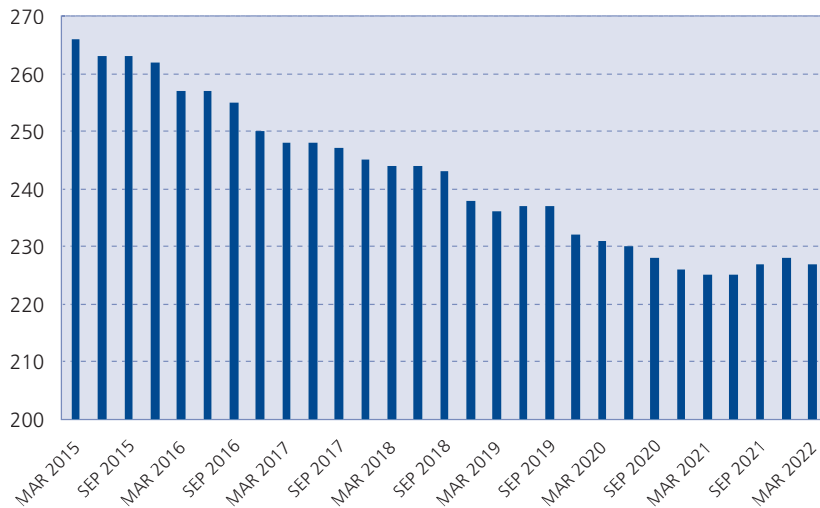
GRÁFICO 5
DEPÓSITOS A LA VISTA Y A PLAZO

(Miles de euros)



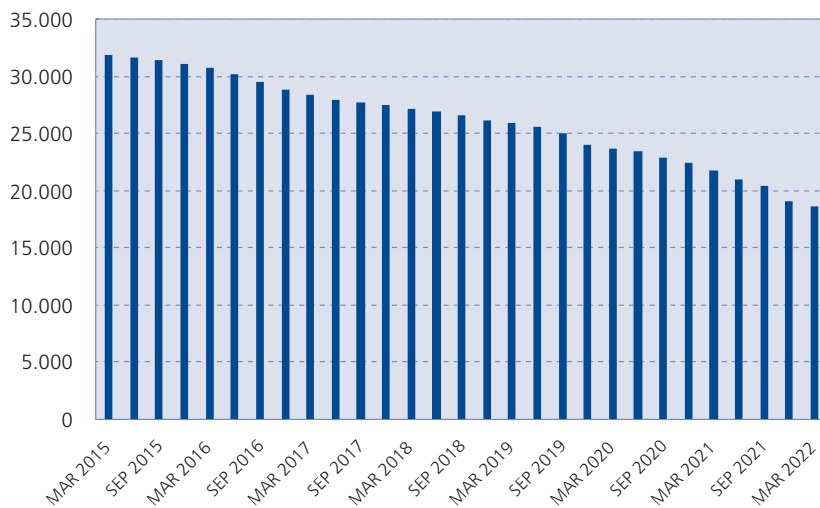
Fuentes: Banco de España y elaboración propia.

GRÁFICO 6
NÚMERO DE ENTIDADES BANCARIAS



Fuentes: Banco de España y elaboración propia.

GRÁFICO 7
OFICINAS BANCARIAS EN ESPAÑA



Fuentes: Banco de España y elaboración propia.

co 8), que pasan de 202.961 a 168.352 en el mismo período, un descenso acumulado del 17,1 por 100.

La estructura de la cuenta de resultados de las entidades depósito (gráfico 9) revela las

dificultades para generar rentabilidad en el entorno de tipos de interés oficiales nulos o negativos que prevaleció hasta bien entrado 2022, con incidencia especialmente negativa para los márgenes durante la pandemia.

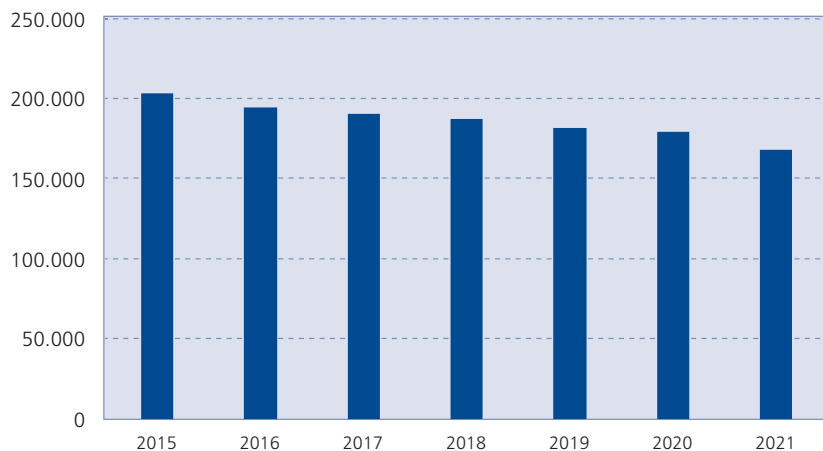
Entre marzo y septiembre de 2020 se aprecia una caída algo más acusada tanto de los productos (del 1,25 por 100 al 1,20 por 100) como de los costes financieros (del 0,35 por 100 al 0,29 por 100). Esto se tradujo en una caída del margen de intereses sobre activos totales del 0,89 por 100 al 0,84 por 100. Las comisiones y otras operaciones ordinarias no compensaron este descenso, puesto que se redujeron también, especialmente en el segundo trimestre del año.

En su conjunto, la rentabilidad sobre recursos propios (RoE) fue disminuyendo en 2020 hasta cerrar el año en el -0,69 por 100. La rentabilidad media sobre activos (RoA) descendió desde el 1,47 por 100 de marzo hasta el 1,30 por 100 de diciembre de 2020. En el período pospandemia, la rentabilidad fue mejorando paulatinamente, si bien se resintió desde el primer trimestre de 2022, por las incertidumbres relativas a la invasión de Ucrania.

V. UNA APROXIMACIÓN EMPÍRICA: DETERMINANTES DEL CRÉDITO ANTES, DURANTE Y DESPUÉS DE LA PANDEMIA

Como se señala en la introducción de este artículo, la pandemia supuso, a escala global, una reducción del crédito bancario (Çolak y Öztekin, 2021), con cierto efecto persistente en el período pospandémico. En todo caso, como se ha podido comprobar en la sección anterior, los datos revelan que el crédito en España aumentó durante la pandemia, en parte auspiciado por el programa de financiación con avales parciales del ICO. La cuestión que se plantea empíricamente en esta

GRÁFICO 8
NÚMERO DE EMPLEADOS EN EL SECTOR BANCARIO



Fuentes: Banco de España y elaboración propia.

sección es qué características de las entidades financieras que operan en España redundaron de forma más considerable en la variación del crédito, controlando ese efecto adicional del programa del ICO y otros factores agregados. Asimismo, se analiza si estos determinantes cambiaron en el período pospandemia. El análisis se realiza para 30 entidades con datos trimestrales desde el primer trimestre de 2015 hasta el cuarto de 2021. Esto supone un total de 840 observaciones. El marco temporal no permite controlar los efectos de la guerra en Ucrania. La aproximación empírica se describe a continuación:

$$\text{Crecimiento del crédito}_{i,t} = \alpha \text{COVID} + \beta \text{CB}_{i,t-1} + \delta \text{VC}_t + [1] + \gamma_i + \phi_t + \varepsilon_{i,t}$$

La ecuación [1] es una estimación de panel de efectos fijos (γ_i) y temporales (trimestrales, ϕ_t) donde la variable dependiente es el crecimiento del crédito de la entidad i en el trimestre t . En cuanto a las variables explicativas

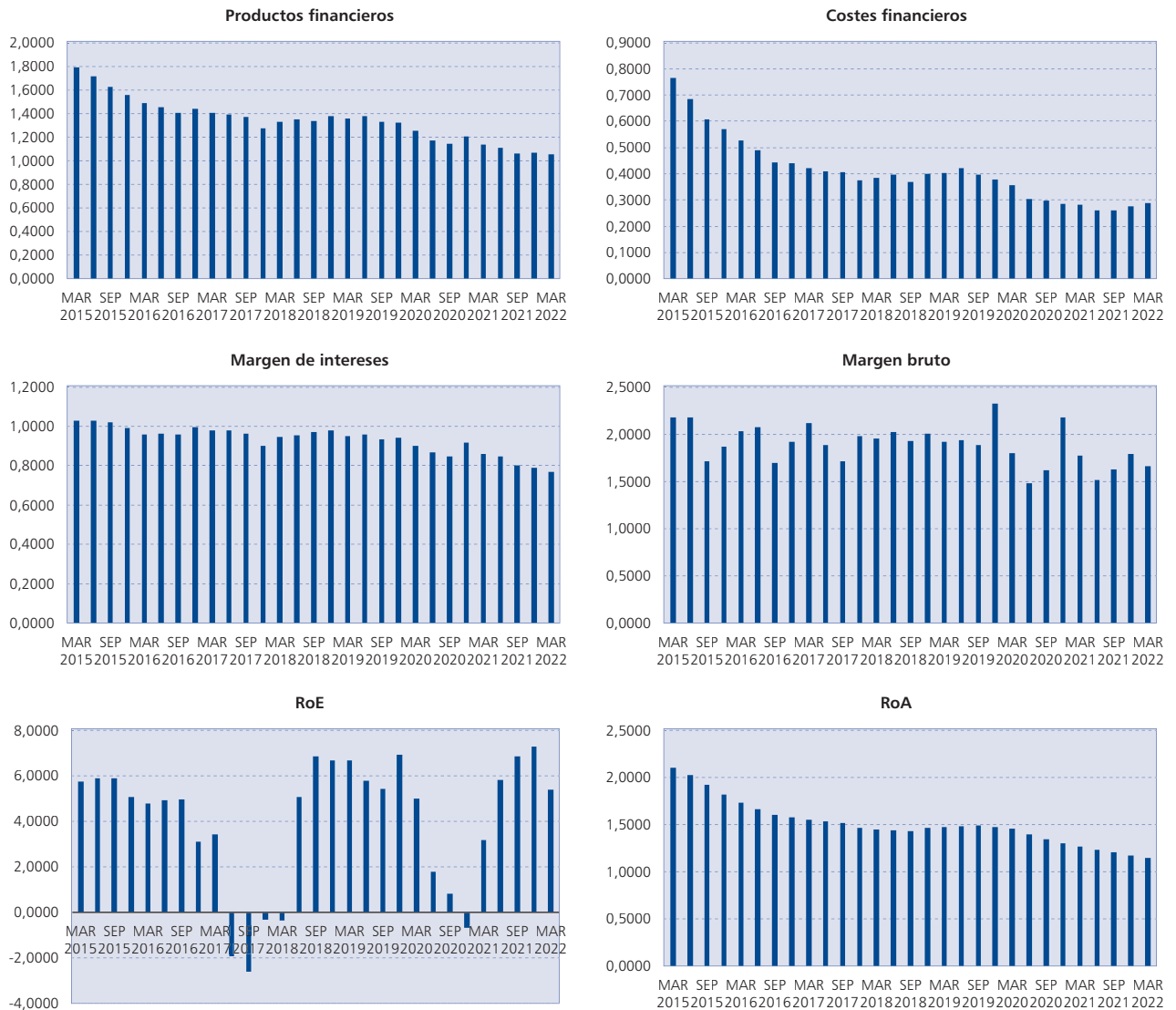
se incluye una ficticia que recoge el efecto principal del COVID y que toma el valor 1 en los primeros tres trimestres de 2020 y cero en otro caso. Asimismo, se incluye un vector de características bancarias (CB) para cada entidad en el trimestre precedente. En particular, la ratio *Capital sobre activos*, $_{i,t-1}$ (medida como recursos propios Tier 1 sobre activos totales), *RoA*, $_{i,t-1}$ (aproximado como el beneficio antes de impuestos sobre activos totales), *Tamaño*, $_{i,t-1}$ (logaritmo de activos totales), *Liquidez*, $_{i,t-1}$ (caja y valores e inversiones a corto plazo sobre activos totales), *Depósitos bancarios*, $_{i,t-1}$ (depósitos a la vista y a plazo sobre activos totales), *Tasa de morosidad*, $_{i,t-1}$ (préstamos dudosos sobre crédito total), *Inversión tecnológica*, $_{i,t-1}$ (inversión en I+D sobre activos totales, a partir de información de memorias anuales) y *Oficinas*, $_{i,t-1}$. Finalmente, se incluye también un vector de variables de control a escala agregada y de otras características de entidad. Específicamente, el *Volumen agregado de crédito*, $_t$, el *Volumen de cré-*

dito garantizado en el programa ICO, $_t$, el volumen agregado de *Financiación en el eurosistema*, $_t$ y dos variables ficticias: la identificación de la institución como española o foránea (*Entidad con matriz nacional*) y si el banco español tiene una actividad solo doméstica o también internacional (*Ámbito internacional de actividad*).

Los principales resultados se muestran en el cuadro n.º 2. Se observa un efecto positivo y significativo de la pandemia en el crédito bancario, incluso cuando se considera el valor agregado del crédito concedido con avales del ICO como variable control. Asimismo, tienen un efecto positivo y estadísticamente significativo en el crédito el nivel de capitalización, la rentabilidad sobre activos, la dimensión de la entidad, el nivel de liquidez y de depósitos y el grado de inversión tecnológica. Las entidades con matriz nacional y aquellas con una dimensión internacional están también positiva y significativamente relacionadas con mayores tasas de crecimiento del crédito al sector privado.

En cualquier caso, para conocer los efectos de las variables de características bancarias sobre el volumen del crédito en la pandemia, es conveniente incluir la interacción entre la variable ficticia COVID y cada una de las características bancarias consideradas. Estos resultados se muestran en el cuadro n.º 3 donde, por simplicidad, solo se muestra la ficticia COVID y cada una de las variables de características bancarias por separado. En este sentido, las variables de características bancarias que, con los debidos controles, tienen un impacto positivo y sig-

GRÁFICO 9
ESTRUCTURA DE LA CUENTA DE RESULTADOS Y RENTABILIDAD



Fuentes: Banco de España y elaboración propia.

nificativo en el crédito durante la pandemia en España son la ratio de capital sobre activos, el tamaño de la entidad, el nivel de liquidez y de depósitos y la inversión tecnológica.

Finalmente, se analiza si el crédito y sus determinantes mantienen los efectos estimados tras la pandemia. En particular, se re-

plican los resultados del cuadro n.º 3, pero sustituyendo la variable ficticia *COVID* por la *dummy Pos-COVID*, que toma el valor 1 a partir del cuarto trimestre de 2020 y cero en otro caso. Los resultados se recogen en el cuadro n.º 4 y muestran que, en primer lugar, el crecimiento del crédito está relacionado positiva-

mente con el período pospandemia, aunque con un coeficiente estimado menor (0,088) que durante la pandemia (0,0138). Por otro lado, los determinantes de características de entidad que tuvieron un impacto positivo en el crédito bancario en la pospandemia fueron el capital sobre activos, la liquidez y la inversión tecnológica.

CUADRO N.º 2

EFECTOS DE LA PANDEMIA EN EL CRÉDITO BANCARIO EN ESPAÑA

PERÍODO: 2015Q1-2021Q4
VALOR-P EN PARÉNTESIS A PARTIR DE ERRORES ESTÁNDAR
AGRUPADOS A ESCALA DE ENTIDAD
***, **, *. DENOTA UN COEFICIENTE SIGNIFICATIVO
AL 1%, 5% Y 10%, RESPECTIVAMENTE.

	Crecimiento del crédito _{<i>i,t</i>}
COVID	0,0138*** (0,001)
Capital sobre activos _{<i>i,t-1</i>}	0,0004*** (0,000)
RoA _{<i>i,t-1</i>}	0,0002** (0,029)
Tamaño _{<i>i,t-1</i>}	0,0036*** (0,001)
Liquidez _{<i>i,t-1</i>}	0,0001*** (0,001)
Depósitos bancarios _{<i>i,t-1</i>}	0,0004** (0,039)
Tasa de morosidad _{<i>i,t-1</i>}	-0,0029* (0,055)
Inversión tecnológica _{<i>i,t-1</i>}	0,0029** (0,047)
Oficinas _{<i>i,t-1</i>}	0,0001 (0,138)
Volumen agregado de crédito _{<i>t</i>}	0,0098*** (0,000)
Volumen de crédito garantizado en el programa ICO _{<i>t</i>}	0,0129*** (0,000)
Financiación en el eurosistema _{<i>t</i>}	0,0025** (0,032)
Entidad con matriz nacional	0,0199** (0,042)
Ámbito internacional de actividad	0,0022* (0,062)
PIB _{<i>t</i>}	0,0018 (0,118)
Efectos fijos	Sí
Observaciones	840
R ² ajustado	0,86

CUADRO N.º 3

ANÁLISIS ESPECÍFICO DE LAS CARACTERÍSTICAS DE ENTIDAD EN LA VARIACIÓN DEL CRÉDITO DURANTE LA PANDEMIA

PERÍODO: 2015Q1-2021Q4
VALOR-P EN PARÉNTESIS A PARTIR DE ERRORES ESTÁNDAR
AGRUPADOS A ESCALA DE ENTIDAD
***, **, *. DENOTA UN COEFICIENTE SIGNIFICATIVO
AL 1%, 5% Y 10%, RESPECTIVAMENTE.

	Crecimiento del crédito _{<i>i,t</i>}
COVID	0,0088*** (0,001)
COVID X Capital sobre activos _{<i>i,t-1</i>}	0,0002*** (0,000)
COVID	0,0100*** (0,001)
COVID X RoA _{<i>i,t-1</i>}	0,0001 (0,104)
COVID	0,0106*** (0,001)
COVID X Tamaño _{<i>i,t-1</i>}	0,0028*** (0,001)
COVID	0,0112*** (0,001)
COVID X Liquidez _{<i>i,t-1</i>}	0,0001*** (0,001)
COVID	0,0097*** (0,001)
COVID X Depósitos bancarios _{<i>i,t-1</i>}	0,0002** (0,029)
COVID	0,0109*** (0,001)
COVID X Tasa de morosidad _{<i>i,t-1</i>}	-0,0018 (0,105)
COVID	0,0104*** (0,001)
COVID X Inversión tecnológica _{<i>i,t-1</i>}	0,0025** (0,043)
COVID	0,0107*** (0,001)
COVID X Oficinas _{<i>t-1</i>}	0,0001 (0,195)

CUADRO N.º 4

ANÁLISIS ESPECÍFICO DE LAS CARACTERÍSTICAS DE ENTIDAD EN LA VARIACIÓN DEL CRÉDITO TRAS LA PANDEMIA

PERÍODO: 2015Q1-2021Q4
VALOR-P EN PARÉNTESIS A PARTIR DE ERRORES ESTÁNDAR AGRUPADOS A ESCALA DE ENTIDAD
***, **, *, DENOTA UN COEFICIENTE SIGNIFICATIVO AL 1%, 5% Y 10%, RESPECTIVAMENTE.

	<i>Crecimiento del crédito_{i,t}</i>
PosCOVID	0,0006*** (0,001)
PosCOVID X Capital sobre activos _{i,t-1}	0,0003*** (0,000)
PosCOVID	0,0008*** (0,001)
PosCOVID X RoA _{i,t-1}	0,0001 (0,104)
PosCOVID	0,0010*** (0,001)
PosCOVID X Tamaño _{i,t-1}	0,0018 (0,001)
PosCOVID	0,0007*** (0,001)
PosCOVID X Liquidez _{i,t-1}	0,0001*** (0,001)
PosCOVID	0,0011*** (0,001)
PosCOVID X Depósitos bancarios _{i,t-1}	0,0003 (0,021)
PosCOVID	0,0009*** (0,001)
PosCOVID X Tasa de morosidad _{i,t-1}	-0,0011 (0,114)
PosCOVID	0,0010*** (0,001)
PosCOVID X Inversión tecnológica _{i,t-1}	0,0029** (0,035)
PosCOVID	0,0009*** (0,001)
PosCOVID X Oficinas _t	0,0001 (0,144)

VI. CONCLUSIONES

En este artículo se analiza el comportamiento del sector financiero español antes, durante y después de la pandemia de COVID-19. Como en otras ocasiones, los mercados fueron los primeros en recibir un impacto significativo de esta perturbación externa, pero mostraron una notable capacidad de recuperación –aun en un contexto de elevada

volatilidad– solo interrumpida por la crisis generada con la invasión de Ucrania y el proceso inflacionario de 2022.

La naturaleza sanitaria de la crisis pandémica y las restricciones que impuso a la actividad y movilidad supusieron un reto de primer orden ante el sector financiero, que no solo mostró resiliencia, sino también una notable capacidad de financia-

ción que, junto a los programas de avales del ICO, permitieron mantener flujos de crédito esenciales para el tejido empresarial español. Este esfuerzo fue complementado con un amplio conjunto de medidas de moratoria y facilidades de pago y con una acción decidida por parte de las autoridades supervisoras y del Banco Central Europeo. En todo caso, se trata de un proceso que deberá ser gestionado a largo plazo, ya en un contexto monetario y de costes de financiación distintos, en el que algunas de las vulnerabilidades empresariales identificadas en distintos estudios pueden resultar más evidentes.

El análisis empírico de este artículo sugiere que el canal del crédito bancario no solo se mantuvo durante la pandemia, sino que se amplificó en un momento de especiales necesidades de financiación. Asimismo, se revela que las características de las entidades bancarias que más favorecieron el crédito durante la pandemia fueron el tamaño de la entidad, el nivel de depósitos, la solvencia (capital sobre activos), la ratio de liquidez, la inversión tecnológica y la ratio de capital sobre activos. Estas tres últimas características se mantuvieron en el período pospandemia como las más significativas para explicar el crecimiento del crédito.

BIBLIOGRAFÍA

- ACHARYA, V.V. y STEFFEN, S. (2020). The risk of being a fallen angel and the corporate dash for cash in the midst of COVID. *Review of Corporate Financial Studies*, 9, pp. 430-471.
- BARREIRA, R., MAYORDOMO, S. ROIBÁS, I. y RUIZ-GARCÍA, M. (2022). Evolución reciente del crédito a las sociedades no financieras: factores de demanda y de oferta. *Estudios analíticos*, 1/2022. Banco de España.

<p>BEKAERT, G., ENGSTROM, E. C. y XU, N. R.(2021). The time variation in risk appetite and uncertainty. <i>Columbia Business School Research Paper</i>, 17-108.</p> <p>BLANCO, R., MAYORDOMO, S., MENÉNDEZ y MULINO, M. (2021), El impacto de la crisis del COVID-19 sobre la vulnerabilidad financiera de las empresas españolas. <i>Documentos Ocasionales</i>, n.º 2119. Banco de España.</p>	<p>CHODOROW-REICH, G., DARMOUNI, O., LUCK, S. y PLOSSER, M. (2020). <i>Bank liquidity provision across the firm size distribution</i>. Mimeo.</p> <p>ÇOLAK, G. y ÖZTEKİN, Ö. (2021). The impact of COVID-19 pandemic on bank lending around the world. <i>Journal of Banking and Finance</i>, 133, 106207.</p> <p>GÓNZALEZ-PÉREZ, M. T. (2022). Un índice de volatilidad para el sector bancario</p>	<p>español. <i>Artículos analíticos</i>, 3/2022. Banco de España.</p> <p>GREENWALD, D. L., KRAINER, J. y PAUL, P. (2020). The credit line channel. <i>Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper</i>, 2020-2026.</p> <p>LI, L., STRAHAN, P. E. y ZHANG, S. (2020). Banks as lenders of first resort: Evidence from the COVID-19 Crisis. <i>The Review of Corporate Financial Studies</i>, 9, pp. 1-29.</p>
--	--	---