

# PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA

---

RESÚMENES EJECUTIVOS

EL REGRESO DE LOS TIPOS  
DE INTERÉS Y SUS EFECTOS

≡ funcas

El texto íntegro del contenido de este monográfico, puede descargarlo de forma gratuita en la página web de Funcas: <https://www.funcas.es/revista/el-regreso-de-los-tipos-de-interes-y-sus-efectos-resumenes-ejecutivos/>



«El regreso de los tipos de interés y sus efectos»

Coordinado por Santiago Carbó y Francisco Rodríguez Fernández

## SUMARIO

### COLABORACIONES

#### I. INSTITUCIONES, MERCADOS Y GESTIÓN DE CRISIS

Sistema bancario europeo. Situación y perspectivas:	1	<i>José Manuel Campa y Ángel Monzón</i>
Tendencias recientes en los precios de la vivienda y los tipos de interés hipotecarios en Estados Unidos:	3	<i>W. Scott Frame y Kristopher Gerardi</i>
Cambios en el comportamiento inversor ante nuevos escenarios monetarios:	5	<i>Natividad Blasco y Pilar Corredor</i>
Una mirada comparativa de la gestión de la crisis en la Unión Europea:	7	<i>Lander Bullain y Julen Bollain</i>

#### II. SECTOR BANCARIO: OPORTUNIDADES Y AMENAZAS DEL NUEVO ENTORNO FINANCIERO

Efectos en el sector bancario español de la evolución de los tipos de interés:	9	<i>Santiago Carbó Valverde y Francisco Rodríguez Fernández</i>
Regulación bancaria en el nuevo entorno financiero:	11	<i>Luis Teijeiro Pita da Veiga</i>
Sostenibilidad en el sector bancario situación internacional:	13	<i>Isabel M.ª Parra-Oller y Nuria Suárez</i>
Políticas macroprudenciales y estabilidad financiera: interacción con la política monetaria:	15	<i>Elena Cubillas Martín y Francisco González Rodríguez</i>

### III. IMPACTO EN INSTRUMENTOS FINANCIEROS

Critpoactivos en el nuevo contexto financiero:  
tipos de interés, precio y adopción:

17

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

*Big data* para políticas inteligentes: política económica  
en tiempo real y alta definición:

19

*Álvaro Ortiz y  
Tomas Rodríguez*

# SISTEMA BANCARIO EUROPEO. SITUACIÓN Y PERSPECTIVAS

José Manuel CAMPA

Ángel MONZÓN

*Autoridad Bancaria Europea*

**D**ESDE la crisis financiera de 2007-2008 y la crisis soberana europea, el sector bancario europeo ha afrontado un entorno de tipos de interés bajos durante muchos años que ha lastrado la capacidad del sector para generar beneficios. Durante esos años, una de las prioridades del sector bancario fue la de reforzar su base de capital para poder resistir crisis similares en un futuro.

En los últimos años la economía mundial se ha enfrentado a múltiples desafíos, como la pandemia del COVID-19 o la invasión rusa de Ucrania entre otros; y como resultado también han surgido presiones inflacionistas. Los bancos centrales de la Unión Europea y otros muchos países han respondido subiendo los tipos de interés a un ritmo sin precedentes.

El aumento de los tipos de interés ha contribuido a mejorar la rentabilidad del sector bancario europeo. El principal impulsor ha sido el margen de intereses, al pagar los préstamos un interés más alto, mientras que el pasivo ha seguido un ritmo más estable en su remuneración. El sector bancario europeo ha ido también mejorando durante estos años sus ratios de solvencia, liquidez y de calidad crediticia.

Más recientemente ha demostrado su capacidad para absorber las turbulencias financieras originadas en Estados Unidos y la absorción de Credit Suisse por UBS en marzo de 2023. Estos acontecimientos, sin embargo, nos han recordado que el sector bancario está basado en la confianza y la rapidez con la que esta se puede evaporar.

Aunque los bancos se mantienen en una posición sólida, existen varios riesgos que pueden suponer un reto para el futuro del sector. El aumento de los tipos de interés ha tenido un impacto en el volumen de préstamos a hogares y empresas no financieras, cuyo crecimiento se detuvo en el primer trimestre de 2023.

A medio plazo es de esperar un aumento del coste de financiación y una reducción del margen de interés. Esto es debido a la posibilidad de que los bancos tengan que aumentar la remuneración de los depósitos para poder mantener su volumen actual, o al vencimiento gradual de la tercera serie del *TLTRO* hasta 2024, aumentado la financiación de mercado. Todo ello, junto con la ralentización del crecimiento del crédito dada la incertidumbre sobre las perspectivas de crecimiento, afectará a los ingresos netos por intereses de los bancos.

La subida de los tipos de interés también podrá tener un impacto en el riesgo de crédito, debido entre otras razones, a la presión financiera adicional que los préstamos a tipo variable o de tipo fijo de nueva concesión puedan tener en algunos hogares y empresas. El aumento de los tipos de interés junto con las presiones inflacionistas que afectan al coste de la vida y el precio de los productos puede tener un impacto en especial en los hogares y en las empresas no financieras más endeudados o vulnerables.

También existe un riesgo de liquidez. Los problemas de los bancos regionales estadounidenses pueden servir de lección sobre la facilidad con la que los depósitos pueden moverse hoy en día y en especial cuando están muy concentrados. El contexto de digitalización que hace que la información sea inmediata y ampliamente disponible, especialmente en las redes sociales, combinado con la capacidad del cliente para mover su dinero en cualquier momento y lugar, pone hincapié en la importancia de la gestión del riesgo de liquidez.

No hay que olvidar tampoco el riesgo de tipo de interés. Por un lado, la subida de los tipos de interés, tal como se ha descrito antes, beneficia los ingresos en el activo del balance, pero también es de esperar que la remuneración del pasivo aumente. Por otro, la subida de tipos de interés puede afectar al valor de los instrumentos a precio de mercado con un efecto en el capital de los bancos. Además, como se ha visto, también pueden existir riesgos (aunque más de liquidez) en caso de que un banco se vea forzado a vender sus títulos de deuda a coste amortizado. Por todo ello es muy importante que los bancos tengan unas adecuadas prácticas de gestión del riesgo de tipo de interés.

Más allá de la coyuntura actual, el sector bancario europeo se enfrenta a desafíos que determinarán su capacidad competitiva en el largo plazo, principalmente su adaptación al entorno digital y la transformación de la estructura productiva en respuesta a la sostenibilidad. Si bien es cierto que el sector ha dado pasos importantes en su transformación digital, aún queda trabajo por hacer y la evolución del entorno competitivo continúa poniendo presión en el sector.

Con la nueva era digital, los bancos también se enfrentan a mayores riesgos cibernéticos. El aumento del número de ciberataques, a veces provocados por el incremento del riesgo geopolítico, es un foco de riesgo en estos momentos.

No hay que olvidar los retos a más largo plazo, incluidos los relacionados con la sostenibilidad (*ESG*, por sus siglas en inglés). En Europa, hemos pasado un verano de temperaturas récord, lo que no hace sino subrayar aún más la urgencia de la transición hacia una economía de emisiones netas cero.

El aumento de la resistencia del sector bancario europeo es un proceso continuo y no hay lugar para la complacencia. No debemos confiar en esta solvencia y confianza acumuladas, sino seguir mejorándolas.

# TENDENCIAS RECIENTES EN LOS PRECIOS DE LA VIVIENDA Y LOS TIPOS DE INTERÉS HIPOTECARIOS EN ESTADOS UNIDOS

**W. Scott FRAME**

*Structured Finance Association*

**Kristopher GERARDI**

*Federal Reserve Bank of Atlanta*

A medida que la pandemia retrocedió en Estados Unidos, la inflación aumentó y comenzó a ser considerada persistente. Un importante factor del alza de la inflación fue el coste residencial, medido por el alquiler y el equivalente en coste de alquiler de los propietarios, que tienden a ser un indicador adelantado del crecimiento de los precios de la vivienda. Los elevados registros de inflación llevaron a un cambio drástico en la política monetaria en Estados Unidos y muchas otras jurisdicciones de todo el mundo. La Reserva Federal elevó su rango objetivo del tipo de interés de los fondos federales del 0,25 por 100 al 5,00-5,25 por 100 en el transcurso de 15 meses (de marzo de 2022 a junio de 2023) y comenzó a reducir el tamaño de su balance. De manera similar, el Banco Central Europeo aumentó su tipo de interés de referencia del 0 al 4 por 100, y el Banco de Inglaterra del 0,5 al 5 por 100 en el mismo período.

En general, tipos de interés de política monetaria más elevados llevan a tipos hipotecarios más altos, aunque la relación varía según las jurisdicciones debido a diferencias en los contratos de hipotecas. En Estados Unidos, el contrato hipotecario predominante es a largo plazo (15 o 30 años), a tipo fijo, completamente amortizable y continuamente cancelable. Por lo tanto, la transmisión de los tipos de interés de la política monetaria estadounidense a los tipos hipotecarios es moderada, ya que se extiende a lo largo de la curva de rendimiento y está influenciada por el efecto de la volatilidad de los tipos de interés en la opción de cancelación anticipada. En cambio, muchos otros países históricamente han tenido contratos completamente ajustables (de tipo variable) y solo han visto un aumento reciente en el uso de contratos híbridos con tipos fijos de 1 a 5 años. En estos lugares, los cambios en la política monetaria afectan directamente a los ingresos de los hogares por los cambios que suponen para los pagos hipotecarios.

Los bruscos aumentos en los tipos de política monetaria e hipotecarios, junto con los temores a una recesión, generaron preocupación sobre las perspectivas de los precios de la vivienda para 2023 en muchas jurisdicciones. Si bien los precios agregados de la vivienda en Estados Unidos cayeron ligeramente a finales de 2022-principios de 2023, desde entonces se han estabilizado y han vuelto a crecer. Además, los tipos de capitalización siguen siendo bastante bajos en comparación con los tipos a largo plazo del Tesoro, ya que el crecimiento de los alquileres no ha seguido el ritmo de los precios de las viviendas. Una explicación para esto es que los propietarios existentes tienen hipotecas a tipo fija con tipos de interés mucho más bajos que los disponibles actualmente, lo cual es valioso y reduce su incentivo para cambiar de vivienda. Los datos sobre listados de ofertas de las agencias inmobiliarias y de ventas de vivienda son consistentes con este comportamiento. La actividad de construcción ha sido modesta en el entorno de tipos de interés más altos.

Los contratos hipotecarios más populares en Estados Unidos son préstamos a largo plazo (de 30 y 15 años), completamente amortizables, que incorporan una opción de prepago continuo. Otra característica distintiva de las hipotecas en Estados Unidos es que están financiadas principalmente por los mercados de capitales, pero con una intervención significativa por parte del gobierno federal.

La inflación de la vivienda, compuesta principalmente por el crecimiento en precios del alquiler de viviendas principales y el equivalente de alquiler para propietarios, es un componente importante de las medidas

de inflación agregada. Esto es especialmente cierto para el índice de precios de consumo (IPC), que se considera relacionado en un 34,4 por 100 con la evolución de precios de la vivienda.

Curiosamente, hay cierta divergencia en los índices de precios de las viviendas durante la primera mitad de 2023, ya que la medida de la FHFA aumentó un 3,4 por 100 en los primeros seis meses del año, mientras que según CoreLogic se mantuvo estable. La resistencia del mercado de la vivienda es un poco sorprendente si se tienen en cuenta estimaciones anteriores que sugieren, *ceteris paribus*, que un movimiento de 100 puntos básicos en los tipos hipotecarios está negativamente asociado con un cambio del 2 por 100 en el valor de las viviendas. Los analistas han señalado algunas posibles razones para la estabilidad en los precios de la vivienda. Una razón importante es que los propietarios con hipotecas están pagando tipos de interés que están muy por debajo del tipo de mercado actual.

En conjunto, los precios de la vivienda en Estados Unidos se han mantenido estables debido a la continuación de la fortaleza económica junto con una demanda y oferta más débiles asociadas con el entorno de tipos de interés más altos.

# CAMBIOS EN EL COMPORTAMIENTO INVERSOR ANTE NUEVOS ESCENARIOS MONETARIOS

Natividad BLASCO

Universidad de Zaragoza, IEDIS

Pilar CORREDOR

Universidad Pública de Navarra, INARBE

**E**STE trabajo analiza los cambios que se han producido en el comportamiento de los inversores ante las decisiones de política monetaria tomadas por parte del Banco Central Europeo en los últimos años. La evolución de la inflación y de los tipos de interés pueden ser claves para explicar las modificaciones de las preferencias financieras de los ahorradores-inversores, pero no se puede obviar el estallido de la pandemia de COVID-19 a comienzos del 2020, acontecimiento con repercusiones económicas muy relevantes que han afectado no solo a los niveles de crecimiento de las economías en general, sino también a las decisiones tomadas por el Banco Central Europeo y al comportamiento financiero de los hogares.

Dado que nuestro propósito es detectar el cambio de preferencias de los inversores individuales, nos fijamos principalmente en las estadísticas de los hogares que ofrecen las *Cuentas Financieras de la Economía Española (CFEE)* publicadas por el Banco de España. El periodo analizado contiene cuatro subperiodos con características muy distintas: el periodo previo a la pandemia con bajos tipos de interés y alta liquidez (desde diciembre de 2017 hasta marzo de 2020); la pandemia acompañada de medidas de expansión de la liquidez (desde marzo de 2020 a junio de 2021); el posterior periodo inflacionista todavía con tipos de interés bajos (desde junio de 2021 hasta julio de 2022) y, finalmente, el periodo de subidas de tipos de interés a partir de la segunda mitad de 2022 (hasta marzo de 2023).

Los flujos de ahorro tradicional de las familias, que crecieron significativamente durante la pandemia, han ido disminuyendo desde finales de 2021 en un contexto de elevadas tasas de inflación, en el que el consumo ha crecido más rápidamente que las rentas. La consiguiente subida de tipos de interés para doblegar la presión inflacionista introduce un importante punto de inflexión que afecta a la toma de decisiones financieras en los hogares.

En una primera aproximación los resultados de este trabajo indican que el efectivo y los depósitos transferibles tradicionalmente han sido los instrumentos de ahorro más importantes, si bien desde el periodo de pandemia se manifiesta una preferencia muy significativa por las participaciones en capital y fondos de inversión, especialmente en estos últimos y con una perspectiva internacional. En particular, los fondos de carácter internacional, ya sean de renta fija o variable, muestran liderazgo en el número de partícipes, si bien su crecimiento se ha ralentizado desde el comienzo de 2022 posiblemente por los factores macroeconómicos y geopolíticos que golpearon intensamente a los mercados mundiales en ese periodo.

Por otro lado, el periodo inflacionista con bajos tipos de interés puso en evidencia el crecimiento del apetito por los préstamos de los hogares, especialmente de los de largo plazo, si bien la posterior subida de los tipos de interés ha corregido este efecto.

Especialmente destacable es el interés mostrado por los inversores por la tenencia de los activos representativos de deuda desde septiembre de 2022, principalmente por los instrumentos de corto plazo como las letras del Tesoro. El incremento de la rentabilidad de estos activos, como consecuencia de la subida de tipos de interés, frente al no aumento de la remuneración de los tradicionales depósitos, unido a la visión de bajo nivel de riesgo de estos productos y unas posibilidades razonables de liquidez, justifican el cambio en las preferencias de los ahorradores.

En consecuencia, la existencia de alternativas atractivas de inversión como acciones, participaciones en fondos, inversión en vivienda o en activos de deuda, así como un perceptible repunte en los productos de seguro, van matizando el tradicional crecimiento del efectivo y los depósitos, adaptando las decisiones de los hogares a las circunstancias del mercado en cada momento.

El análisis empírico complementario realizado en la segunda parte del trabajo nos permite incorporar el sentimiento del inversor como una variable explicativa de su comportamiento, ya que la política monetaria puede impactar en la confianza y en el sentimiento de los inversores. Desde las finanzas del comportamiento se ha observado que las emociones juegan un papel importante en la toma de decisiones y que los inversores son sensibles a variables como el sentimiento del inversor. Este se define como el optimismo o pesimismo general de los agentes económicos en relación a la evolución de un mercado y recoge, por tanto, la expectativa que tienen sobre dicha evolución.

Los resultados muestran que durante el periodo de pandemia el pesimismo se instaura en el sentimiento del inversor, pasando a cierto optimismo en el periodo inflacionario para volver al pesimismo con la subida de tipos de interés. Los inversores, por tanto, muestran vaivenes relevantes ante sus expectativas futuras atendiendo a la situación económica, situándonos en el momento de las subidas de tipos en un estado de pesimismo, aunque menor que el habido durante la pandemia.

El sentimiento general (medido a través de indicadores como el índice de sentimiento del consumidor, el indicador SENTIX construido con la opinión de analistas e inversores y el indicador de sentimiento económico del Ministerio de Industria, Turismo) influye en sentido inverso en los flujos monetarios de efectivo y en los de inversión en deuda (a mayor pesimismo, mayor preferencia por estos activos), indicando la aversión al riesgo de los inversores, aunque tiene poco efecto en los flujos del resto de activos. Sin embargo, el sentimiento específico del mercado bursátil (VIBEX) sí parece tener un efecto significativo en el volumen negociado de las acciones y, por tanto, en todos aquellos instrumentos (fondos, productos de seguro-ahorro o planes de pensiones) que tengan relación con renta variable. Cuanto mayor es el nivel de optimismo, más crece el volumen negociado de estos productos, y viceversa. Es más, se observa que el sentimiento tiene capacidad predictiva sobre las rentabilidades bursátiles futuras, al constatarse la reversión de la rentabilidad futura hacia sus valores fundamentales cuando se producen desviaciones por un exceso de sentimiento.

# UNA MIRADA COMPARATIVA DE LA GESTIÓN DE LAS CRISIS EN LA UNIÓN EUROPEA

Lander BULLAIN

Julen BOLLAIN

*Mondragon Unibertsitatea*

La Unión Europea (UE) ha enfrentado dos crisis económicas de gran magnitud en las últimas décadas: la crisis de deuda soberana y la crisis derivada de la pandemia del COVID-19. Estas crisis han marcado un cambio de paradigma en la forma en que la UE aborda los desafíos económicos. Este análisis comparativo se centra en cómo la UE ha respondido a ambas crisis, explorando las políticas económicas y monetarias implementadas y su impacto en la estabilidad económica y la cohesión política de Europa.

Durante la crisis de deuda soberana, la UE adoptó un enfoque marcado por la contención del gasto público y la condicionalidad. Se implementaron programas de rescate económico que estaban vinculados a medidas de política económica restrictivas y reformas estructurales. Esto reflejaba un enfoque más ortodoxo de la política económica, priorizando ante todo la estabilidad fiscal y la disciplina presupuestaria. La coordinación fiscal fue limitada y las decisiones se tomaron en gran medida a nivel nacional, a menudo careciendo de coherencia y solidaridad.

En contraste, la respuesta a la crisis del COVID-19 se caracterizó por un enfoque más expansivo y solidario. Se crearon instrumentos financieros que proporcionaron recursos significativos a los Estados miembros sin imponer condiciones de contención del gasto. Se adoptó una perspectiva más solidaria, reconociendo la necesidad de ayudar a los países más afectados por la crisis sin imponer condiciones severas. La coordinación fiscal fue más amplia y la toma de decisiones involucró al Parlamento Europeo y al Consejo Europeo, reflejando un mayor nivel de democracia en la definición de las respuestas políticas.

La política monetaria del Banco Central Europeo (BCE) también desempeñó un papel fundamental en ambas crisis, pero con diferencias notables en su enfoque. Durante la crisis de deuda soberana, el BCE se centró en la estabilidad de precios y mostró cierta reticencia en la compra de deuda soberana de países en dificultades. Esto contribuyó a la escalada de la crisis de deuda y a la fragmentación de los mercados financieros europeos.

Desde el inicio de la crisis derivada del COVID-19, no obstante, el BCE adoptó un enfoque más proactivo y flexible en su política monetaria. Reconociendo la magnitud de la crisis y sus efectos económicos, el BCE lanzó programas de compra de activos a gran escala diseñados específicamente para contrarrestar los impactos negativos de la pandemia. Además, la flexibilidad del BCE permitió intervenir en los mercados de bonos soberanos de manera más efectiva y proporcionar un respaldo esencial a los Estados miembros de la UE. Se adoptó una política de tipos de interés ultrabajos, facilitando el acceso a financiación barata para los gobiernos y las empresas en toda la eurozona.

Las diferencias en la política monetaria reflejan cómo el BCE ha evolucionado en su enfoque para abordar los desafíos económicos y financieros, reconociendo la importancia de la flexibilidad y la adaptación a las circunstancias excepcionales.

En resumen, la gestión de la UE de ambas crisis económicas ha sufrido una evolución significativa en su enfoque, marcando un cambio de paradigma. Desde la restricción fiscal y la condicionalidad en la crisis de deuda soberana hasta la solidaridad y la colaboración democrática en la crisis derivada de la pandemia del

COVID-19, se ha producido una transformación en la política económica europea. Esta evolución no solo ha llevado a la creación de instrumentos innovadores como el *SURE* y los Fondos *Next Generation*, sino que también ha fortalecido la legitimidad democrática y la cohesión interna de la UE. La UE ha aprendido de sus errores y se ha adaptado a los desafíos del siglo XXI.

Para fortalecer el proceso de integración europea y proporcionar orientación para el futuro, se deben promover la convergencia económica entre los Estados miembros, reforzar la resiliencia económica y sanitaria, avanzar hacia una economía verde y digital, democratizar la toma de decisiones, fomentar la cooperación, garantizar la resiliencia financiera y aumentar la inversión en educación y capacitación. La UE tiene la oportunidad de forjar un futuro más sólido y resiliente, manteniendo su compromiso con la solidaridad, la democracia y la estabilidad financiera en su proceso de integración. A pesar de los desafíos, la UE continúa siendo un proyecto político dinámico y crucial en la escena global.

# EFFECTOS EN EL SECTOR BANCARIO ESPAÑOL DE LA EVOLUCIÓN DE LOS TIPOS DE INTERÉS

Santiago CARBÓ VALVERDE

*Universidad de Valencia y Funcas*

Francisco RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ

*Universidad de Granada y Funcas*

EL sector bancario de la eurozona ha experimentado un súbito cambio en el entorno de tipos de interés, en particular desde julio de 2022. Con la subida de tipos de interés, el impacto que esto tiene en los bancos es un debate recurrente. Quizás sea más apropiado analizar esta cuestión desde una perspectiva a largo plazo. La reducción de las tasas de interés por debajo de cero, que prevaleció en el mercado desde la crisis financiera, puede justificarse teóricamente. Sin embargo, en la práctica, se ha demostrado que crea diversas distorsiones y problemas en varias áreas de la banca, que a su vez pueden afectar a toda la economía. Además, se ha comprobado que mantener tipos de interés "bajos durante mucho tiempo" plantea desafíos fundamentales para los bancos, ya que la baja rentabilidad se convierte en un problema estructural.

La pandemia de COVID-19 y las respuestas de los bancos centrales aumentaron las expectativas del mercado de tipos de interés negativos por un período aún más prolongado de lo previsto antes de la pandemia. Sin embargo, como se ha demostrado, los tipos han aumentado significativamente en un corto período de tiempo, alcanzando niveles que no se veían desde hace más de dos décadas.

Este artículo se concentra, principalmente, en el impacto de la subida de tipos de interés en los bancos españoles.

Las subidas de tipos de interés tienen efectos mixtos en los bancos, con implicaciones tanto positivas como negativas que varían dependiendo de la estructura de balance, modelo de negocio y contexto económico en el que opera el banco. Uno de los efectos más directos y a menudo citados de un aumento en los tipos de interés es la expansión de los márgenes de interés netos. Cuando los tipos de interés suben, los bancos suelen ser más rápidos en ajustar las tasas de los préstamos que las tasas de los depósitos, lo que puede mejorar la rentabilidad. Sin embargo, este beneficio potencial tiene que ser equilibrado con el aumento de los riesgos crediticios. Se ha demostrado que, a medida que los tipos de interés aumentan, la calidad crediticia de nuevos préstamos empeora. Las subidas en las tasas pueden aumentar las cargas financieras para los prestatarios, especialmente aquellos con deudas a tasas variables, llevando a una mayor probabilidad de impago. Si el aumento en las tasas es pronunciado y rápido, esto puede resultar en un incremento sustancial en los préstamos incobrables y, por lo tanto, afectar la salud financiera del banco.

Al observar las cifras y datos más recientes, se puede concluir que la salud financiera del sector bancario es robusta. Se ha evidenciado un aumento en la rentabilidad de los recursos propios, superando el 11 por 100. Esta mejora en la rentabilidad va en línea con los cambios en sus ratios de capital, especialmente en la ratio *CET1*, que también mostró un incremento, reforzando así la solidez de su base de capital. Paralelamente, las entidades bancarias han mantenido niveles de liquidez adecuados, superando ampliamente los requerimientos regulatorios. Los resultados operativos de las entidades bancarias también han evolucionado positivamente.

En este estudio se ha realizado un análisis empírico del impacto de los tipos de interés negativos en el sector bancario europeo. Aunque nuestro estudio es más focalizado, al centrarse únicamente en España,

los hallazgos son consistentes en cuanto al impacto de cambios (en este caso al alza) en los tipos de interés sobre los márgenes bancarios. El coeficiente positivo del euríbor indica que los bancos logran una mayor diferencia entre las tasas que aplican a préstamos y las que ofrecen para depósitos recuperando parte del terreno perdido con tipos de interés negativos, cuando sucedía exactamente lo contrario y los bancos de mayor tamaño y liquidez (como los españoles) eran precisamente los más perjudicados. Otras variables, como el tamaño del banco, la liquidez y la eficiencia operativa, también desempeñan un papel crucial en la determinación del margen de intereses. La eficiencia en la gestión bancaria refleja una estrategia de precios potencialmente más competitiva, mientras que la tasa de morosidad no mostró un impacto significativo, lo cual es un indicativo de una gestión de riesgos efectiva. Finalmente, se destaca la relación entre el capital y la gestión eficiente de costos, mostrando que los bancos bien capitalizados pueden beneficiarse de un perfil de riesgo menor.

# REGULACIÓN BANCARIA EN EL NUEVO ENTORNO FINANCIERO

Luis TEIJEIRO PITA DA VEIGA

CECA

La rápida subida de los tipos de interés iniciada en 2022 debe entenderse como una necesaria normalización de la política monetaria tras una larga etapa de tipos negativos derivada de la crisis financiera y continuada durante la pandemia del coronavirus. No obstante, la rapidez e intensidad de este proceso ha impactado en la economía de familias y empresas, en particular a los deudores con hipotecas referenciadas al euríbor, lo que ha motivado una respuesta regulatoria por parte de las autoridades, orientada a paliar sus efectos y que es objeto de revisión en este artículo, cuya estructura es la que sigue.

En primer lugar, se analiza la evolución del sistema financiero español tomando como punto de partida la crisis financiera iniciada en 2008, un periodo marcado por dos grandes corrientes: por una parte, el intenso proceso de consolidación del sector y, por otra, la decidida apuesta por la digitalización. La confluencia de estos dos elementos ha tenido un impacto positivo en la eficiencia de las entidades, facilitando su adaptación al prolongado entorno de bajos tipos de interés.

A continuación, se analiza brevemente el contexto económico y financiero en el periodo pospandémico. En el plano macroeconómico, el elemento característico es la aparición de una elevada y persistente inflación, a la que ha contribuido tanto la disrupción de las cadenas de suministros globales como la guerra de Ucrania, y que ha motivado una respuesta contundente por parte de los bancos centrales a través del incremento de los tipos de interés. A nivel financiero, hay que destacar la favorable coyuntura para el sistema bancario en comparación con los años posteriores a la crisis de 2008, como pone de manifiesto la evolución de sus principales ratios financieros.

Merece un apartado específico la crisis de la banca mediana en Estados Unidos, que tuvo su punto álgido en la primera mitad de este año. Si bien los problemas que se desataron en distintas entidades responden a casuísticas variadas, desde la exposición a las criptodivisas hasta una mala gestión del balance, su nexo común es el de ser el resultado del impacto sobre su balance de la rápida subida de los tipos de interés. Resulta sintomática la concentración de la crisis en un segmento de entidades que comparten características comunes de tamaño y ámbito geográfico de actuación que tiene como consecuencia una regulación y supervisión muy laxa, al no serles de aplicación los estándares internacionales que emanan del Comité de Basilea (a diferencia de la UE, donde se aplican a la totalidad de entidades financieras). También hay que destacar la excesiva discrecionalidad de las autoridades en la gestión de cada caso concreto, lo que no ha contribuido a dar certidumbre legal y posiblemente amplificó el riesgo de contagio. Si bien la situación parece controlada a la hora de escribir estas líneas, no habiéndose producido nuevos episodios en los últimos meses, parece probable que se abra un periodo de reflexión por parte de los reguladores americanos, y que en los próximos ejercicios traiga consigo una revisión del marco supervisor para el segmento de entidades medianas en EE. UU.

Posteriormente y como elemento central, el artículo aborda las distintas medidas adoptadas en España para paliar los efectos del cambio de ciclo sobre las familias, así como para asegurar la inclusión financiera. Entre ellas debemos destacar la ampliación del Código de Buenas Prácticas para Deudores Hipotecarios, con objeto de que llegue a un segmento de deudores más amplio, así como los protocolos suscritos tanto en relación a la brecha digital (especialmente por parte de los clientes de mayor edad) como en lo referido al acceso a los servicios bancarios –en particular el efectivo– en determinados municipios dentro de la denominada “España vaciada”. También es objeto de mención en este apartado el denominado “impuesto a la banca”, habida cuenta de su potencial impacto sobre la competitividad de nuestro sistema financiero.

La principal conclusión que podemos extraer de la actual coyuntura es que el sector financiero afronta el nuevo contexto de tipos de interés desde una posición de fortaleza patrimonial, con balances saneados y bien diversificados, lo cual le está permitiendo contribuir de manera activa a paliar los efectos de la subida de tipos sobre la población, mediante la adopción de distintas iniciativas de autorregulación que ponen de manifiesto que una vez más –como fue también el caso durante la pandemia– forma parte de la solución y no del problema.

# SOSTENIBILIDAD EN EL SECTOR BANCARIO: SITUACIÓN INTERNACIONAL

Isabel M.<sup>a</sup> PARRA-OLLER

Nuria SUÁREZ

*Universidad Autónoma de Madrid*

EL actual escenario de preocupación por la necesidad de avanzar hacia un desarrollo económico sostenible se ha materializado en sendas acciones internacionales llevadas a cabo durante la última década. Particularmente, la definición de la Agenda 2030 para el Desarrollo Sostenible ha supuesto un hito clave para el desarrollo de la actividad económica bajo esta perspectiva de sostenibilidad. En este contexto, existe un amplio consenso en que, en el actual escenario, marcado por una idea de justicia intergeneracional que conlleva una visión de sostenibilidad en el uso de los recursos productivos, la labor financiera y, específicamente, la labor bancaria juega un papel fundamental a la hora de garantizar un crecimiento económico estable y promover criterios de sostenibilidad en la gestión de los recursos.

Bajo esta realidad, y en un entorno manifiesto de los efectos de la crisis sanitaria provocada por el COVID-19 y por un marco de regulación financiera más estricta, el sector financiero –en general– y el bancario –en particular–, en su labor de intermediación financiera, se ven en la necesidad de encontrar alternativas de inversión que combinen, de la mejor forma posible, el binomio clásico rentabilidad-riesgo junto con una perspectiva de sostenibilidad. Así, la mayor preocupación por la actividad económica sostenible hace que las entidades financieras se enfrenten actualmente a un reto crucial, como es el de afianzar su papel como catalizadoras de ese desarrollo sostenible entendido en sus tres dimensiones –medioambiental, social y de buen gobierno (*ESG*)– y, a la vez, traten de diseñar métricas que permitan medir su exposición a los nuevos riesgos que de este entorno puedan derivarse.

En este trabajo se pretende ahondar en la situación actual de la banca europea en términos de su orientación hacia la sostenibilidad medioambiental, social y de buen gobierno, así como en términos de su actividad y niveles de riesgo. Primeramente, se realiza un análisis descriptivo en el que se presenta la situación del sector bancario europeo y su grado de compromiso en términos de *ESG* durante los últimos diez años. A continuación, se plantea un estudio econométrico que pretende proporcionar evidencia sobre en qué medida la orientación *ESG* puede afectar al nivel de riesgo y al crecimiento del crédito de las entidades bancarias. De forma estrechamente relacionada, se examina empíricamente si la variación en el crédito bancario concedido puede actuar como un canal a través del cual la mayor orientación *ESG* de los bancos puede afectar a sus métricas de riesgo. Finalmente, investigamos si existen características bancarias, en términos de mecanismos internos de gobierno corporativo, que puedan moldear la relación entre la orientación hacia la sostenibilidad medioambiental, social y de buen gobierno de los bancos, su nivel de riesgo y el crecimiento del crédito.

Los resultados obtenidos ponen de manifiesto que la mayor orientación *ESG* por parte de la banca europea contribuye a reducir su nivel de riesgo. Este resultado emerge de forma más relevante en el caso de bancos con una orientación más acusada hacia prácticas de buen gobierno. En términos de crecimiento del crédito, los resultados indican que bancos con más orientación hacia la sostenibilidad medioambiental tienden a incrementar el volumen de préstamos concedidos, mientras que la relación es la opuesta en el caso de bancos que fomentan, en mayor medida, las prácticas de buen gobierno. La evidencia encontrada en este trabajo también permite afirmar que, el crecimiento del crédito es uno de los canales a través de los cuales las prácticas bancarias compatibles con un mayor esfuerzo en términos de *ESG* se trasladan hacia los niveles de riesgo de las entidades. Finalmente, probamos que los mecanismos internos de gobierno corporativo, en

cuanto a tamaño del consejo de administración y diversidad de género, actúan como factores que modulan la relación entre la orientación *ESG*, el nivel de riesgo y el crecimiento de los préstamos bancarios.

Del estudio realizado en este trabajo se desprende que el sector bancario se enfrenta actualmente a retos que, en la práctica, se traducen en implicaciones sobre las vías a través de las cuales las entidades pueden gestionar sus inversiones. En su labor tradicional de intermediación financiera, los bancos han de considerar las consecuencias de sus decisiones sobre captación y prestación de recursos financieros y ser capaces de definir, paralelamente, los mecanismos de gestión y gobierno internos que mejor se adecúen en la búsqueda de ese nuevo equilibrio entendido ahora en una triple dimensión, a saber: rentabilidad, riesgo y sostenibilidad.

# POLÍTICAS MACROPRUDENCIALES Y ESTABILIDAD FINANCIERA: INTERACCIÓN CON LA POLÍTICA MONETARIA

Elena CUBILLAS MARTÍN

Francisco GONZÁLEZ RODRÍGUEZ

Universidad de Oviedo

La política macroprudencial surge como complemento de las medidas microprudenciales, con el objetivo de incrementar la estabilidad financiera, al limitar, no sólo el riesgo individual de cada entidad, sino el riesgo de todo el sistema bancario.

Este trabajo revisa el grado de implementación de los diferentes instrumentos macroprudenciales que ha tenido lugar a nivel internacional en los últimos años. También hace una revisión de la evidencia empírica disponible sobre la eficacia de estos instrumentos y las potenciales interacciones entre la política macroprudencial y la política monetaria. Finalmente, presenta un análisis empírico que muestra la utilidad de dichos instrumentos para reducir el crecimiento del crédito y el porcentaje de créditos fallidos y que confirma la existencia de interrelaciones entre ambas políticas.

La aplicación de los diferentes instrumentos macroprudenciales fue muy moderada en el periodo previo a la crisis financiera global. Después de ésta se produce un endurecimiento progresivo de los mismos, que fue más acusado en el caso de los países avanzados. Se incrementan los requerimientos de capital y se endurecen las medidas destinadas a garantizar la liquidez y a limitar la oferta de crédito por parte de las entidades bancarias. Las medidas orientadas al deudor encaminadas a limitar la demanda de crédito son menos utilizadas que las anteriores. Sin embargo, tanto éstas como las aplicadas a entidades SIFI y otras medidas no incluidas en las categorías anteriores han ido en aumento en los años recientes. En el año 2020 fue necesaria una relajación de prácticamente todos los instrumentos macroprudenciales para favorecer el flujo de crédito a los sectores de actividad más afectados por la pandemia del COVID-19.

La evidencia empírica reciente confirma la eficacia de una diversidad de instrumentos macroprudenciales para lograr los objetivos intermedios de reducir el crecimiento del crédito y los ciclos financieros, así como el objetivo final de reducir el riesgo sistémico. El nivel de eficacia varía en función del instrumento utilizado, del tiempo transcurrido desde su implementación o de que se produzca un endurecimiento o una relajación de dicho instrumento. También depende del desarrollo financiero del país, de su grado de apertura al exterior, de la presencia de intermediarios no bancarios y de la fase del ciclo financiero. En contraste con el efecto positivo sobre la estabilidad financiera, la literatura también destaca costes asociados al endurecimiento de las políticas macroprudenciales. Sin embargo, éstos son más que compensados con una menor caída del crecimiento durante fases recesivas y con una menor probabilidad de ocurrencia de crisis financieras.

Una cuestión de interés asociada a la eficacia de la política macroprudencial es su interconexión con la política monetaria, ya que, al compartir ambas políticas el mercado de crédito como canal de transmisión, cada una de ellas puede influir en el objetivo final de la otra. Los trabajos teóricos que han examinado la interacción entre ambas políticas y sus efectos sobre la estabilidad financiera sugieren mayoritariamente un carácter complementario entre ellas. La evidencia empírica disponible es más limitada y se ha centrado en analizar las interacciones a la hora de influir sobre el crecimiento del crédito a través del denominado *bank lending channel*. Sin embargo, las conexiones entre ambas políticas van más allá de su influencia sobre el crecimiento del crédito al afectar la política monetaria a la estabilidad financiera por otras vías como la asunción de riesgos (*risk-taking channel*) o los precios de los activos (*asset prices channel*). La evidencia rela-

cionada con estos canales es más reducida. También son pocos los trabajos que analizan posibles conflictos cuando el objetivo del crecimiento del crédito se mueve en sentido contrario para cada una de ellas. Esto último sucede cuando tasas de inflación por debajo (encima) del objetivo coinciden con un crecimiento anormalmente alto (bajo) del crédito.

El análisis empírico realizado en este trabajo utiliza datos trimestrales de 54 países referidos al periodo 2000-2020 y confirma lo que han puesto de manifiesto estudios previos referidos a países e instrumentos macroprudenciales concretos. Los resultados preliminares corroboran la eficacia de diversas medidas de política macroprudencial para reducir el crecimiento del crédito en épocas expansivas, así como la morosidad. El carácter complementario entre la política macroprudencial y la monetaria a la hora de reducir el crecimiento del crédito se produce cuando se aplican medidas dirigidas a limitar la oferta de crédito y a imponer requerimientos de capital. El análisis del efecto sobre la morosidad bancaria sugiere interacciones menos claras al constatarse tanto efectos complementarios como sustitutivos dependiendo del instrumento macroprudencial utilizado.

La escasa evidencia empírica hasta el momento pone de manifiesto la necesidad de estudios adicionales que analicen las interacciones entre ambas políticas. El conocimiento detallado de dichas interacciones resulta primordial para posibilitar la correcta coordinación de la política macroprudencial y la monetaria y lograr que resulten efectivas en sus respectivos objetivos de estabilidad financiera y estabilidad de precios.

# CRIPTOACTIVOS EN EL NUEVO CONTEXTO FINANCIERO: TIPOS DE INTERÉS, PRECIO Y ADOPCIÓN

**Santiago CARBÓ VALVERDE**

*Universidad de Valencia y Funcas*

**Pedro J. CUADROS-SOLAS**

*CUNEF Universidad y Funcas*

**Francisco RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ**

*Universidad de Granada y Funcas*

**E**N los últimos años, las criptomonedas y, en general, los activos digitales, han ganado popularidad en el ámbito financiero. La tokenización de activos tradicionales, los activos digitales y las soluciones financieras descentralizadas (*DeFi*) forman un complejo e interconectado ecosistema que comenzó como una innovación tecnológica como Bitc in, la primera criptomoneda. Los criptoactivos empiezan a tener un impacto significativo en los mercados, convirtiéndose en una realidad indiscutible tanto para las empresas de servicios de inversión como para los bancos centrales.

Al mismo tiempo, en los últimos años ha venido observándose un crecimiento en las interconexiones entre los criptoactivos, los mercados financieros tradicionales y las condiciones macroeconómicas. El ciclo económico empieza a estar conectado con el comportamiento de los criptoactivos. La evolución de la inflación y, en particular, de los tipos de interés, como respuesta a los incrementos generalizados de precios, parece tener un impacto relevante. Ante un cambio de contexto económico y financiero, protagonizado por unos tipos de interés más elevados que los registrados en décadas anteriores, cobra aún mayor relevancia examinar el comportamiento de los criptomercados. El presente artículo pretende contribuir al análisis sobre la relación entre la evolución de los tipos de interés, el precio de los criptoactivos y su adopción.

La literatura académica sugiere la adopción de estos criptoactivos es multifactorial. En decir, parece estar explicada por variables socioeconómicas, creencias individuales, la influencia social, la cobertura mediática o su valoración, entre otros. En particular, recientes estudios demuestran que los cambios de precios tienen un efecto causal en la adopción de criptoactivos. Este resultado tiene importantes implicaciones. En la medida en la que el precio de los criptoactivos puede verse afectado por la evolución del ciclo económico y monetario –en particular, por la inflación o la evolución de los tipos de interés– es posible inferir que la adopción de los criptoactivos también depende de la evolución de la economía.

En general, la evolución de la inflación y, en particular, de los tipos de interés, como respuesta a los incrementos generalizados de precios, puede afectar al precio de los criptoactivos a través de dos canales. En primer lugar, a través de variaciones en la rentabilidad de los activos financieros tradicionales. Las subidas de tipos de interés incrementan la rentabilidad de los activos financieros, principalmente los de renta fija, por ejemplo, deuda pública, bonos corporativos o depósitos bancarios. Un entorno de tipos de interés altos hace que los criptoactivos sean, en general, menos atractivos para los inversores, ya que pueden obtener rendimientos más altos invirtiendo en activos tradicionales. La menor demanda de criptoactivos en etapas de tipos de interés elevados explicaría, en parte, la caída en el valor de estos activos digitales. En segundo lugar, a través del coste de financiación de las criptoempresas. Las subidas de tipos de interés por parte de los bancos centrales para hacer frente a la inflación encarecen y dificultan el acceso a la financiación de estas compa as. Todo ello termina lastrando a los criptomercados hacia la baja.

Desde un punto de vista empírico, el artículo muestra cómo en un contexto de alta inflación y de aumento de los tipos de interés se observa una correlación negativa entre la evolución de los tipos de interés y el precio de los criptoactivos. A medida que los tipos de interés han ido aumentando el precio de bitcoin ha ido a la baja. De hecho, el coeficiente de correlación entre ambas magnitudes es significativo estadísticamente e igual a  $-0.64$ . Además, también se observa cómo el volumen de criptousuarios mantiene una correlación negativa con los tipos de interés oficiales. En períodos de tipos de interés muy reducidos, el volumen de criptousuarios ha crecido de forma considerable. En su conjunto, se observa cómo tanto el precio de los criptoactivos como su grado de adopción están relacionados con la evolución de los tipos de interés.

Finalmente, con el objetivo de examinar con más profundidad la adopción de los criptoactivos, el presente artículo emplea técnicas de aprendizaje automático (*machine learning*) para jerarquizar la importancia de los diversos tipos de factores que explican la adopción de los criptoactivos. Como ha demostrado la literatura académica, este tipo de técnicas tienen una mejor capacidad predictiva que las técnicas econométricas tradicionales. Además, permiten ordenar la importancia relativa de los distintos determinantes que contribuyen a predecir un resultado. Empleando una encuesta sobre el uso de los servicios bancarios digitales, los medios de pago digitales y la adopción de los criptoactivos realizada por 2.121 residentes del territorio nacional de entre los 18 y 70 años, se muestra que los factores más relevantes para predecir la tenencia de criptoactivos son los relativos a las características socioeconómicas de los individuos - edad, el género, el nivel de ingresos y el nivel de educación financiera. Estos factores están por delante de otros como los conductuales, perceptuales, relacionales o aptitudinales.

# BIG DATA PARA POLÍTICAS INTELIGENTES: POLÍTICA ECONÓMICA EN TIEMPO REAL Y ALTA DEFINICIÓN

Álvaro ORTIZ

Tomasa RODRIGO

BBVA Research

La era digital y la evolución de la inteligencia artificial están impulsando un cambio sin precedentes en la generación y disponibilidad de información. Estos datos, producidos en tiempo real y con gran detalle (geográfico, sectorial, por tipo de individuo...), tienen el potencial de ser utilizados en el diseño de políticas económicas más precisas y efectivas, así como en su evaluación o medición de su impacto. En este contexto, el *big data* emerge como una herramienta poderosa para el análisis económico, la toma de decisiones y la formulación de políticas públicas.

La digitalización de la información, junto con el desarrollo de la Inteligencia Artificial y la creación de bases de datos masivas, nos brinda una visión más detallada y actualizada de las dinámicas socioeconómicas. Estas nuevas fuentes de información no solo ofrecen datos inmediatos o en tiempo real, sino también un nivel de detalle que era impensable en décadas anteriores. Esta granularidad permite a los responsables de políticas públicas diseñar estrategias basadas en datos actuales, adaptándose rápidamente a situaciones emergentes y evaluando con mayor precisión las políticas implementadas.

En este artículo, analizamos ejemplos concretos de cómo el *big data* puede ser utilizado para mejorar el diseño de políticas económicas, en tres campos de análisis diferenciados:

1. *Efectos heterogéneos de la inflación en los presupuestos familiares.* Se destaca que el impacto de un *shock* inesperado de la inflación en el presupuesto de los hogares españoles varía según las condiciones socioeconómicas y el endeudamiento de las familias. El impacto se produce a través de tres canales diferenciados: el efecto Fisher (o pérdida de valor real de las deudas), el efecto renta (pérdida de poder adquisitivo) y el efecto de cesta de consumo relativa (la inflación individual puede ser muy distinta según las cestas de consumo de cada uno de ellos) y el efecto Fisher (o pérdida de valor real de las deudas). Los resultados muestran que las personas entre 36 y 45 años se beneficiaron de la inflación en 2021, especialmente las que se encontraban en el cuartil más alto de ingresos, debido a la reducción de su carga real de deuda, mientras que las personas mayores experimentaron una importante caída de su riqueza, especialmente de nuevo, entre las de mayor ingreso.
2. *Análisis de la política monetaria y su transmisión.* Analizamos también como la información en tiempo real ayuda a mejorar la identificación de los *shocks* de política monetaria y a entender mejor el mecanismo de transmisión de la política monetaria. Los resultados de los trabajos analizados reflejan que el impacto de la política monetaria puede ser más rápido que lo que se pensaba inicialmente, no solo en su transmisión a los activos financieros sino a variables de la economía real.
3. *Transición energética y huella de carbono.* Exploramos la desigualdad en la huella de carbono de las familias españolas, destacando cómo diferentes políticas pueden tener impactos bien diferentes según la renta y la composición del consumo de las familias. Mientras que las emisiones derivadas del transporte tienen un peso mayor en los consumos más elevados, las emisiones generadas por el consumo de energía de los hogares tienen un peso mayor en los hogares con menores consumos.

En definitiva, el *big data*, con su capacidad para proporcionar información en tiempo real y de alta definición, tiene el potencial de transformar la forma en que se diseñan y aplican las políticas económicas

en el siglo XXI. La adaptabilidad, precisión y eficiencia son esenciales en este nuevo paradigma. A medida que avanzamos, es crucial maximizar el uso de esta información para desarrollar políticas que no solo sean inteligentes y adaptativas, sino también inclusivas y equitativas.





