

Tipos de interés y márgenes bancarios: la anomalía se prolonga

Santiago Carbó Valverde* y Francisco Rodríguez Fernández**

Ante la evidencia de desaceleración macroeconómica internacional y europea y la baja inflación, el Banco Central Europeo –en consonancia con la Reserva Federal de Estados Unidos– ha procedido a retrasar los planes de endurecimiento de la política monetaria. Para ello, ha postergado la expectativa de elevación de tipos de interés y ha señalado que se adoptarán nuevas medidas de provisión extraordinaria de liquidez. Las entidades financieras de la eurozona se encuentran entre las que, en conjunto, pueden verse más perjudicadas por estas medidas, puesto que con tipos de interés nominales cercanos a cero se hace más difícil elevar los márgenes de intereses. En este artículo se discute la posibilidad de que esta situación negativa para los bancos pueda relativizarse mediante la articulación de medidas como la elevación de tipos de la facilidad de depósito, habida cuenta que los bancos de la eurozona están pagando en torno a 7.500 millones de euros en concepto de intereses. Sin embargo, también se señala la interferencia que este tipo de acciones puede tener en la señalización de largo plazo (*forward guidance*) de la pauta actual de política monetaria.

No son pocas las polémicas en torno a los supuestos beneficiados y perjudicados por las decisiones de política monetaria del Banco Central Europeo (BCE). *Stricto sensu*, la controversia es estéril si se atiende al alcance del mandato de la autoridad monetaria en la eurozona: el control de la inflación. Sin embargo, la relevancia adquirida por la política monetaria en la economía europea

desde la crisis financiera y la excepcionalidad de las medidas adoptadas generan, al menos, dos fuentes de incertidumbre. La primera, la posibilidad de que las acciones desarrolladas generen distorsiones en los mecanismos de asignación propios de una economía de mercado. La segunda, la dificultad de revertir esas medidas para llegar a la “normalidad monetaria”.

* CUNEF, Bangor University y Funcas.

** Universidad de Granada y Funcas.

En el otoño de 2018 todo parecía apuntar a que el BCE adoptaría un enfoque más duro (de halcón o *hawkish*, según la jerga al uso), tras el anuncio de la progresiva retirada del programa de compra de activos (principalmente, de deuda soberana) que se había convertido en la referencia de liquidez y de calma en los mercados de bonos en los últimos años. Sin embargo, el primer trimestre de 2019 ha ofrecido signos de desaceleración económica tanto en Estados Unidos como en la eurozona, que han forzado a sus respectivas autoridades monetarias a dar un paso atrás en el desmantelamiento de la expansión cuantitativa (QE). La expresión más clara de ese retraimiento en las intenciones de endurecimiento monetario es el retraso anunciado (mediante la anticipación de tendencias o *forward guidance*) en las subidas de tipos de interés, así como el mantenimiento de inyecciones de liquidez considerables. En el caso de Estados Unidos, la expectativa ha cambiado en pocos meses, desde un calendario de subida de tipos a una posibilidad cada vez más ponderada de una nueva reducción de los mismos. En la eurozona no parece existir margen para reducciones de tipos –dado que implicarían introducirse en un farragoso terreno negativo de rentabilidades nominales en la referencia oficial–, pero se ha retrasado la posibilidad de subidas hasta, al menos, 2020. Asimismo, se prevé el desarrollo (desde septiembre de 2019) de un nuevo programa de financiación a largo plazo (*targeted longer-term refinancing operations* o *TLTRO-III*).

Dejando al margen hasta qué punto este retraso del endurecimiento y de la normalización monetaria entraña una “trampa” para los mecanismos de oferta y demanda de dinero en la economía europea, cabe preguntarse en qué medida es posible mantener flujos de financiación y actividad bancaria normalizados con tipos de interés de referencia nulos durante un tiempo prolongado. En este artículo se analizan estas cuestiones con el objetivo de mostrar cómo el entorno monetario puede estar afectando a la actividad bancaria y, en particular, al crédito al sector privado y a la generación de márgenes de las entidades finan-

cieras. Esta cuestión no es solo relevante en términos microeconómicos o empresariales –en la medida en que los bancos son una parte esencial del tejido productivo– sino también macroeconómicos y macroprudenciales, puesto que la salud de la banca es fundamental para orientar y estimular la inversión.

Decisiones de política monetaria: prolongación de la expansión cuantitativa

Durante el primer trimestre de 2019 se hizo patente –y así lo reflejaron los principales organismos económicos multilaterales e institutos de previsión– que la economía internacional se enfrentaba a un proceso de desaceleración, con incidencia heterogénea geográficamente. Llama la atención, en todo caso, el ritmo de crecimiento que mantienen las bolsas norteamericanas en un contexto que, históricamente, corresponde seguramente a un *rally* excesivamente prolongado por factores exógenos como rebajas fiscales. A este “empuje” se ha sumado, sin embargo, la Reserva Federal, cauta ante la posibilidad de que un traspás macroeconómico significativo la obligara a dar demasiados pasos atrás, tras varias subidas de tipos de interés. En el caso de la eurozona, el BCE, en su reunión de 10 de abril, echaba también el freno a su proceso de desmantelamiento del QE. En la reunión de su Consejo de Gobierno se decidió que los tipos de interés aplicables a las operaciones principales de financiación, la facilidad marginal de crédito y la facilidad de depósito se mantendrían sin variación en el 0,00%, el 0,25% y el -0,40%, respectivamente. En este nivel se encuentran desde el 16 de marzo de 2016 (cuadro 1).

El Consejo de Gobierno del BCE espera “que los tipos de interés oficiales del BCE se mantengan en los niveles actuales al menos hasta el final de 2019 y en todo caso durante el tiempo necesario para asegurar la continuación de la convergencia sostenida de la inflación hacia niveles inferiores, aunque próximos, al 2% a medio plazo”¹. Esto equivale, en

¹ <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2019/html/ecb.is190410~c27197866f.es.html>

Cuadro 1

Evolución de los tipos de interés oficiales en la eurozona

(En porcentaje)

Fecha		Facilidad de depósito	Operaciones principales de financiación		Facilidad marginal de crédito
			Subastas a tipo fijo	Subastas a tipo variable	
			Tipo de interés	Tipo mínimo de referencia	
Con efecto	Desde				-
2016	16 mar.	-0,40	0	-	0,25
2015	9 dic.	-0,30	0,05	-	0,30
2014	10 sep.	-0,20	0,05	-	0,30
	11 jun.	-0,10	0,15	-	0,40
2013	13 nov.	0	0,25	-	0,75
	8 may.	0	0,50	-	1,00
2012	11 jul.	0	0,75	-	1,50
2011	14 dic.	0,25	1,00	-	1,75
	9 nov.	0,50	1,25	-	2,00
	13 jul.	0,75	1,50	-	2,25
	13 abr.	0,50	1,25	-	2,00
2009	13 may.	0,25	1,00	-	1,75
	8 abr.	0,25	1,25	-	2,25
	11 mar.	0,50	1,50	-	2,50
	21 ene.	1,00	2,00	-	3,00
2008	10 dic.	2,00	2,50	-	3,00
	12 nov.	2,75	3,25	-	3,75
	15 oct.	3,25	3,75	-	4,25
	9 oct.	3,25	-	-	4,25
	8 oct.	2,75	-	4,25	4,75
	9 jul.	3,25	-	4,00	5,25
2007	13 jun.	3,00	-	3,75	5,00
	14 mar.	2,75	-	3,50	4,75
2006	13 dic.	2,50	-	-	4,50

Fuente: Banco Central Europeo.

cierta medida, a una prolongación del QE, sobre todo si se tienen en cuenta dos medidas adicionales anunciadas. La primera, "seguir reinvertiendo íntegramente el principal de los valores adquiridos en el marco del programa de compras de activos que vayan venciendo durante un período prolongado tras la fecha en la que comiencen a subir los

tipos de interés oficiales del BCE y, en todo caso, durante el tiempo que sea necesario para mantener unas condiciones de liquidez favorables y un amplio grado de acomodación monetaria". La segunda, la confirmación del desarrollo de nuevas operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (*TLTRO-III*), cuyas condiciones

deben aún definirse. Este programa debe iniciarse en septiembre de 2019. Como se analiza en el apartado siguiente, estas operaciones tratan de mantener un flujo mínimo de crédito que, en los últimos meses, parecía caer.

Se estima que los bancos de la eurozona están pagando 7.500 millones de euros en concepto de intereses por la facilidad de depósito del BCE. Las entidades financieras estadounidenses no solo no pagan, sino que son remuneradas por sus excesos de reservas. En particular, se estima que en 2019 podrán obtener unos ingresos de 40.000 millones de dólares en intereses.

Con este conjunto de medidas, se extiende la liquidez bancaria pero se rompe la expectativa anterior de tipos de interés más elevados a corto plazo. Los bancos son los principales afectados negativamente por la prolongación de la relajación monetaria. En su comunicado preliminar a la conferencia de prensa del 10 de abril, el BCE señalaba que “en el contexto de nuestra valoración periódica, también consideraremos si la preservación de los efectos favorables de los tipos de interés negativos para la economía requiere la mitigación de sus posibles efectos colaterales, si los hay, sobre la intermediación bancaria”². Sin embargo, no parece que se vayan a producir cambios o medidas a corto plazo que ayuden a los bancos a elevar su rentabilidad. Con el supuesto de un tipo oficial de referencia en el 0%, la expectativa bancaria era que se pudiera reducir el impacto del tipo negativo (actualmente en el -0,40%) de la facilidad de depósito, que es la remuneración que los bancos están pagando al BCE por mantener cualquier exceso de reservas sobre el mínimo regulatorio en el banco central. Gran parte del debate actual en el entorno bancario se centra en discernir hasta qué punto esa facilidad de depósito podría aumentar su remuneración para propiciar una mayor rentabilidad bancaria. El principal sistema que se ha discutido es el de una rentabilidad

por tramos (*tiering system*) que permitiera que parte de las reservas mantenidas paguen un tipo de interés menor o, incluso, que no lo paguen y reciban remuneración positiva. Se estima que los bancos de la eurozona están pagando 7.500 millones de euros en concepto de intereses de la facilidad de depósito. Llama la atención que las entidades financieras estadounidenses no solo no paguen, sino que sean remuneradas por sus excesos de reservas. En particular, se estima que en 2019 podrán obtener unos ingresos de 40.000 millones de dólares en intereses de esas reservas.

No obstante, las experiencias más destacadas de tipos de interés de la facilidad de depósito por tramos –fundamentalmente en Japón y Austria– se han desarrollado en contextos monetarios muy distintos y con objetivos más amplios (como la protección del tipo de cambio). Tal vez la principal reticencia desde el BCE –aunque las actas de las sesiones del Consejo de Gobierno muestran cierta discrepancia al respecto– es que un aumento del tipo de interés de la facilidad de depósito puede dar una indicación errónea sobre la orientación futura (*forward guidance*) de tipos de interés, sobre todo tras los últimos anuncios de mantenimiento de tipos hasta 2020.

Crédito y rentabilidad bancaria: escaso margen de maniobra

Las medidas puestas en marcha por el BCE –en particular, el nuevo *TLTRO-III*– están orientadas a estimular el crédito tras la constatación de un cierto estancamiento en el mismo. El propio BCE señalaba el 10 de abril que “la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras se ha moderado en los últimos meses, debido a la habitual reacción retardada a la desaceleración del crecimiento económico. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a los hogares se mantuvo prácticamente sin variación en el 3,3% en febrero”³.

² <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2019/html/ecb.is190410~c27197866f.es.html>

³ <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2019/html/ecb.is190410~c27197866f.es.html>

Un día antes, el 9 de abril, la *Encuesta sobre préstamos bancarios* correspondiente al primer trimestre de 2019⁴ sugería, según el propio BCE, que las “medidas de política monetaria, incluida la nueva serie de TLTRO anunciada en marzo, contribuirán a salvaguardar unas condiciones de financiación bancaria favorables y continuarán respaldando el acceso a la financiación, en particular de las pequeñas y medianas empresas”. No obstante, la demanda parecía haberse estancado en los tres primeros meses del año. La encuesta mostraba que mientras que a finales de 2018 los bancos esperaban un aumento del crédito del 9% interanual en 2019, ese crecimiento esperado se había reducido hasta el 0% en el mes de marzo. El BCE consideraba que si la liquidez de largo plazo vigente vencía –como es el caso de la mayor parte de emisiones del anterior programa *TLTRO-II*– iba a ser preciso un nuevo programa (el *TLTRO-III*) que, como mínimo, mantuviera el flujo de crédito actual. Esta circunstancia se ve reforzada por las opiniones de las entidades financieras recogidas en la *Encuesta sobre préstamos bancarios* que aseguran que tanto los programas *TLTRO* como los de compra de activos habían favorecido el aumento del crédito mediante una “relajación de las exigencias de la oferta”.

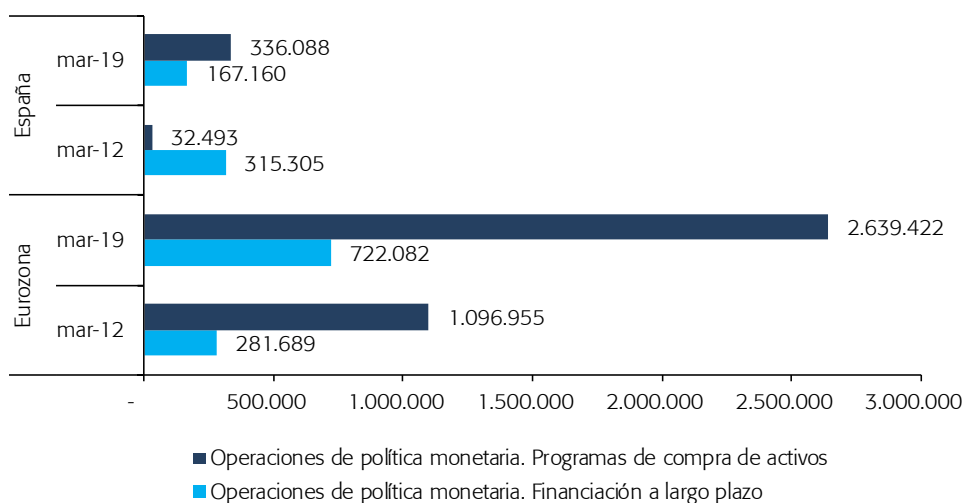
En España, la *Encuesta sobre préstamos bancarios* refleja restricciones de oferta y, sobre todo, de demanda, en línea con el comportamiento agregado de la eurozona y también un cierto decaimiento del crédito. Los préstamos bancarios a empresas disminuyeron un 1,1% en tasa interanual en febrero. En cuanto a las economías domésticas, el saldo del crédito a vivienda cayó un 1,1% en febrero en tasa interanual. Sí aumentaron “otros créditos”, principalmente los de consumo, hasta un 5%. Pero la suma de ambas tendencias refleja un flujo negativo de financiación de 1.566 millones de euros a los hogares en febrero.

El problema para los bancos no parece residir en la liquidez, en la medida en que el QE sigue siendo un mecanismo de provisión suficiente. Como muestra el gráfico 1, los bancos del eurosistema han aumentado el recurso a la financiación a largo plazo del BCE desde los 281.689 millones de euros de marzo de 2012 hasta los 722.082 millones de euros de marzo de 2019. Las entidades financieras españolas concentran un 23,14% de esa financiación. En todo caso, el principal núcleo de la asistencia del QE se ha concentrado en los programas de compra de activos, que en la eurozona

Gráfico 1

Financiación del eurosistema: comparación eurozona-España, 2012-2019

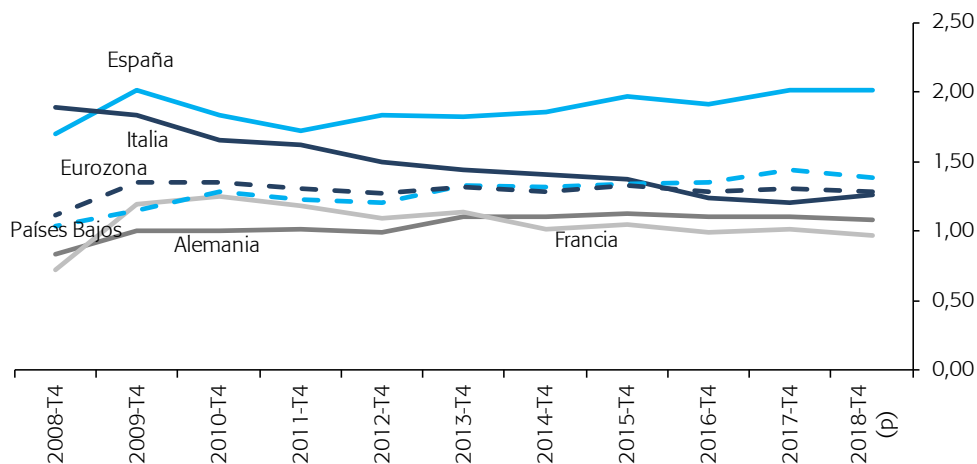
(Millones de euros)



Fuente: Banco de España y elaboración propia.

⁴ https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/bank_lending_survey/html/ecb.blssurvey2019q1~25cd122664.en.html

Gráfico 2

Margen de intereses como porcentaje de activos totales en sectores bancarios de la eurozona, 2008-2018

Fuente: Banco Central Europeo y elaboración propia.

han pasado de 1,09 billones de euros en marzo de 2012 a 2,64 billones de euros en marzo de 2019. Los bancos españoles recogen un 12,73% de esa financiación.

una reducción del precio del dinero del banco central afecta negativamente a los márgenes de

Estas tendencias relativas a crédito, liquidez y, sobre todo, tipos de interés oficiales, afectan a los márgenes bancarios que, tal y como muestra el gráfico 2, se encuentran estancados en los últimos diez años. En todo caso, la contribución en volumen del margen de intereses de 2008 no es comparable a la de cierre de 2018, porque el sistema bancario europeo de hoy cuenta con menor dimensión y más presión regulatoria, lo que supone menos volumen de negocio y menor rentabilidad en relación a los recursos propios. En este sentido, las entidades de depósito españolas mantienen, en todo caso, un margen de intereses sobre activos totales ligeramente más holgado (dentro de la exigüidad general) que sus homólogas europeas.

Aunque es complicado empíricamente trasladar el efecto de reducciones de tipos de interés oficiales a márgenes bancarios, son numerosas las contribuciones recientes⁵ que sugieren que

Las tendencias relativas a crédito, liquidez y, sobre todo, tipos de interés oficiales, afectan a los márgenes bancarios, que se encuentran estancados en los últimos diez años. En todo caso, las entidades de depósito españolas mantienen un margen de intereses sobre activos totales ligeramente más holgado (dentro de la exigüidad general) que sus homólogas europeas.

intermediación y a la rentabilidad sobre recursos propios (ROE) y que este efecto es no lineal. En este sentido, el impacto negativo se estima aún mayor cuando los tipos de interés están en niveles inusualmente reducidos.

Conclusiones

La conexión entre política monetaria y actividad bancaria se encuentra hoy, más que nunca, condicionada por las anomalías en las condi-

⁵ Véase un resumen de las mismas en Pérez Montes y Ferrer Pérez (2018).

ciones de liquidez oficial. En la eurozona, diversas apreciaciones desde el BCE –las más recientes en la reunión de su Consejo de Gobierno de abril– sugieren que la actividad de intermediación financiera puede estar viéndose afectada negativamente por el mantenimiento de tipos de interés bajos si bien, conforme al mandato del banco central, deben primar las justificaciones de orden macroeconómico (inflación) sobre las sectoriales (rentabilidad bancaria).

Puede seguir considerándose, en todo caso, que la articulación de un sistema de tramos (*tiering system*) para la facilidad de depósito (que permita elevar la rentabilidad de los mismos a las entidades financieras) seguirá siendo contemplada como una opción en el BCE. En todo caso, su puesta en funcionamiento dependerá, en gran medida, de cómo se siga orientando el *forward guidance*. En particular, es posible que el BCE no afloje la presión sobre la facilidad de depósito hasta que no vea más claro un horizonte factible de elevación de tipos de interés.

Tampoco puede obviarse, en este entorno, que tendrán una influencia significativa las decisiones de política monetaria que puedan adoptarse en Estados Unidos. Si el riesgo de recesión aumenta y la Reserva Federal reduce los tipos de interés, la presión en el BCE para mantener los tipos en sus niveles actuales será aún mayor.

Es posible que el *forward guidance* del BCE ofrezca nuevas pistas hacia el verano de este año, cuando se puedan empezar a conocer detalles de los términos y tamaño del programa *TLTRO-III* y cuando el panorama macroeconómico a ambos lados del Atlántico confirme si estamos ante una desaceleración transitoria o en un escenario macroeconómico distinto.

Referencias

- PÉREZ MONTES, C. y FERRER PÉREZ, A. (2018). The impact of the interest rate level on bank profitability and balance sheet structure. *Revista de Estabilidad Financiera*, 35, noviembre, pp. 123-152.