

Resultados bancarios en un nuevo ambiente monetario

*Santiago Carbó Valverde**, *Pedro Cuadros Solas***, *Francisco Rodríguez Fernández****

Ante los temores de recesión y la evidencia de que las perspectivas de aumento de la inflación han defraudado, las autoridades monetarias han retornado en 2019 a la senda expansiva. En el caso de la eurozona, reducir todavía más los tipos de interés oficiales supondría, de forma efectiva, entrar en terreno negativo, algo que ya se había producido en la facilidad de depósito del BCE, que incluso ha reducido su tipo de interés en septiembre. En este artículo se muestra que los actuales niveles de tipos de interés están teniendo un efecto negativo en la rentabilidad bancaria y que las expectativas de mayores reducciones han tenido una incidencia negativa adicional. En la segunda mitad de 2018 se esperaba que la política monetaria se orientara hacia subidas de tipos y esto se dejó ver (positivamente, aunque aún de forma limitada) en los márgenes de intereses. Sin embargo, en 2019, con un cambio súbito hacia una nueva política expansiva, con posibilidad de tipos “bajo cero”, los márgenes han vuelto a reducirse. La mayor parte de la evidencia empírica sugiere que reducir los tipos de interés por debajo de cero no tiene efectos prácticos significativos para estimular el canal del crédito y genera anomalías en la estructura temporal de tipos que erosionan significativamente la rentabilidad bancaria.

La respuesta a la crisis financiera generada hace una década fue eminentemente monetaria. Por aquel entonces, se pensaba que, aunque la magnitud de los estímulos podía llegar a ser considerable –como efectivamente sucedió–, sería preciso no prolongarlos excesivamente para evitar que la inflación rebotara con fuerza. Por eso, en diciembre de 2015 se inició en Estados Unidos un proceso de endurecimiento monetario que llevó a varias subi-

das de tipos de interés en los años posteriores. En la eurozona hubo que esperar a 2018 para que se plantearan algunos escenarios de esta naturaleza. Sin embargo, esas políticas restrictivas –que en el caso europeo apenas se habían llegado a poner en marcha– se han revertido en 2019, planteándose nuevas acciones expansivas orientadas tanto a favorecer la liquidez como a reducir los tipos de interés. En ausencia generalizada de medidas de apoyo

* CUNEF, Bangor University y Funcas.

** CUNEF y Funcas.

*** Universidad de Granada y Funcas.

fiscal en ambos territorios, la soledad de la política monetaria como referencia genera sobre ella una presión adicional para actuar. Sin embargo, que ahora se corrija una senda anunciada de endurecimiento es también un reconocimiento de que algo ha fallado en las previsiones. Está en cuestión el límite en la efectividad de las políticas expansivas. Sobre todo, en la eurozona, donde los tipos de interés oficiales están en el 0% y una reducción de los mismos supondría entrar en terreno negativo.

Desde una perspectiva macroeconómica, el desafío de tipos ultrarreducidos reside en conocer su efectividad para impulsar la inflación. Sin embargo, también es preciso preguntarse por sus efectos colaterales. Entre otras cuestiones, resulta conveniente analizar hasta qué punto los tipos negativos introducen distorsiones en los mercados financieros y en la actividad bancaria —así como en otros servicios, como los inmobiliarios— y si los posibles efectos negativos son compensados por los beneficios de alcanzar (teóricamente) una mayor

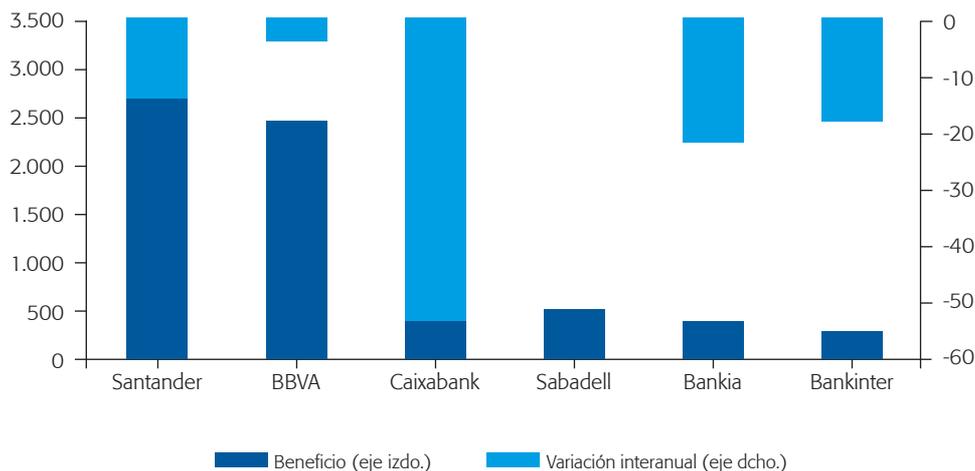
inflación. Un análisis de todas estas dimensiones está fuera del alcance de este artículo, donde el objetivo es analizar qué impacto están teniendo ya los tipos de mercado en los resultados bancarios y qué sugieren los principales estudios y experiencias empíricas sobre los efectos de los tipos de interés negativos. Se presta especial atención al caso español.

Los resultados bancarios agregados de la primera mitad del año parecen constatar la presión que un entorno monetario tan laxo como el actual, y el previsible a medio plazo, ejerce sobre la rentabilidad. Las seis entidades financieras de mayor tamaño, cuyos resultados se muestran en el gráfico 1, obtuvieron un beneficio de 7.536 millones de euros, un 11% menos que los 8.433 millones del mismo período de 2018. Como se analiza en este artículo, el margen de intereses se ha visto particularmente afectado por la presión de una política monetaria laxa.

Gráfico 1

Resultados de los seis mayores bancos españoles en el primer semestre de 2019

(Millones de euros y variación interanual en porcentaje)



Nota: la tasa de variación de Sabadell (+340%) no se muestra en el gráfico dada su excepcionalidad tras haber registrado en el período comparativo (2018) ajustes extraordinarios para cubrir provisiones en su filial TSB.

Fuentes: Datos de las entidades individuales y elaboración propia.

A la presentación de resultados de los bancos españoles siguieron importantes anuncios del Banco Central Europeo (BCE) el 25 de julio. Los tipos de interés aplicables a las operaciones principales de financiación, la facilidad marginal de crédito y la facilidad de depósito se mantuvieron sin variación en el 0,00%, el 0,25% y el -0,40%, respectivamente. El Consejo de Gobierno del BCE señaló que esperaba que los tipos se mantuvieran “en los niveles actuales o en niveles inferiores al menos hasta el primer semestre de 2020”. En cuanto a las operaciones de liquidez, preveía seguir reinvertiendo íntegramente el principal de los valores adquiridos en el marco del programa de compras de activos que fueran venciendo. Se insistió en que el BCE estaba preparado para ajustar todos sus instrumentos de la forma adecuada para asegurar que la inflación avanzase hacia su objetivo de manera sostenida. Es en este punto donde la mayor parte de los analistas situaban una posible bajada de los tipos de interés en una reunión futura, lo que implicaría situarlos en negativo. Esto suponía, por razones técnicas y prácticas, considerar también cambios en la facilidad de depósito, donde los bancos debían pagar un 0,40% por mantener sus reservas en el BCE. Se ha discutido intensamente la posibilidad de un *tiering system* o sistema por tramos (con diferentes tipos de remuneración) para esos depósitos, que podría aliviar en alguna medida los márgenes bancarios. En este sentido, señaló el BCE que “el Consejo de Gobierno ha encargado a los comités del Eurosistema pertinentes que examinen opciones para reforzar sus indicaciones sobre la orientación futura de los tipos de interés oficiales, medidas de mitigación, como el diseño de un sistema de tramos para la remuneración de las reservas, y opciones para el tamaño y la composición de posibles nuevas compras netas de activos”.

Finalmente, el 12 de septiembre, el Consejo de Gobierno del BCE decidió reducir el tipo de interés aplicable a la facilidad de depósito en 10 puntos básicos hasta situarlo en el -0,50%. Los tipos de interés aplicables a las operaciones principales de financiación y a la facilidad marginal de crédito se mantuvieron en sus niveles del 0,00% y el 0,25% respectivamente. El Consejo de Gobierno espera ahora que los tipos oficiales del BCE conti-

núen en los niveles actuales, o en niveles inferiores “hasta que observe una convergencia sólida de las perspectivas de inflación hasta un nivel suficientemente próximo, aunque inferior, al 2% en su horizonte de proyección, y dicha convergencia se haya reflejado de forma consistente en la evolución de la inflación subyacente.” Por otro lado, se anunció también que “se reanudarán las compras netas en el marco del programa de compra de activos a un ritmo mensual de 20.000 millones de euros a partir del 1 de noviembre”. También se seguirá reinvertiendo íntegramente el principal de los valores adquiridos en el marco del programa de compras de activos que vayan venciendo. Asimismo, se modificarán las modalidades de la nueva serie de operaciones trimestrales de financiación a más largo plazo con objetivo específico (*TLTRO III*) “para mantener unas condiciones de financiación bancaria favorables, asegurar la transmisión fluida de la política monetaria y respaldar adicionalmente la orientación acomodaticia de la misma.” Por último, se decidió optar por el *tiering system*, en particular con un sistema de dos tramos para la remuneración de las reservas, de acuerdo con el cual no se aplicará el tipo de interés negativo de la facilidad de depósito a una parte del exceso de liquidez mantenido por las entidades.

El 12 de septiembre, el BCE decidió reducir el tipo de interés aplicable a la facilidad de depósito en 10 puntos básicos hasta el -0,50%, optando a su vez por un sistema de dos tramos para la remuneración de las reservas, de acuerdo con el cual no se aplicará el tipo de interés negativo a una parte del exceso de liquidez mantenido por las entidades.

Con todo, la presión sobre la rentabilidad bancaria no procede únicamente de la situación monetaria. El control regulatorio y supervisor también desempeña un importante papel. En este sentido, la Autoridad Bancaria Europea (ABE) resumió el 5 de agosto algunas de las estimaciones sobre las necesidades de capital de los bancos de la Unión Europea (UE) que había venido manejando. Señaló

que, a medida que se produce la implementación completa de los requerimientos de recursos propios de Basilea III, las entidades financieras europeas (bajo “asunciones conservadoras”) tendrían que aumentar su capital en un 24,4% en promedio, lo que supone que hay un déficit de recursos propios de 135.100 millones de euros, del cual 91.100 millones corresponden a capital principal de primera categoría (*CET1*). La presión, además, se centra sobre las entidades de mayor dimensión, que concentrarían el 99% del esfuerzo, mientras que el 0,9% correspondería a las de tamaño medio y un 0,1% a las de dimensión reducida.

Tipos negativos y rentabilidad bancaria

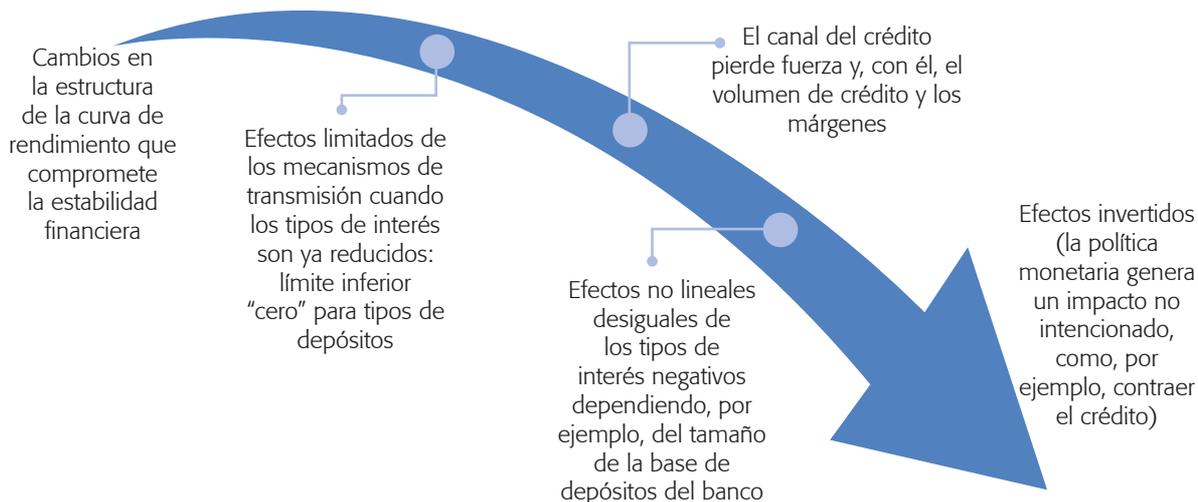
Ante la situación monetaria en la eurozona, parece conveniente preguntarse qué señalan los estudios teóricos y empíricos sobre el posible impacto de los tipos de interés negativos en el sector bancario. El gráfico 2 resume las principales aportacio-

nes, que pueden resumirse en los siguientes cinco puntos:

- El principal mecanismo por el que actúan los tipos oficiales negativos es alterando la estructura de la curva de rendimiento. Se ha demostrado que pueden agravar las situaciones –repetidas en varias ocasiones en los últimos meses en varias áreas monetarias– en las que los tipos de corto plazo son mayores que los de largo plazo. Esto sucede, en parte, porque los tipos decrecientes pueden tener un límite inferior a partir del cual la política monetaria sería menos efectiva o no efectiva (*effective lower bound o ELB*), así como por las señales que se enviarían al mercado sobre la estructura de remuneración de la deuda (la negatividad afectaría más significativamente a largo que a corto plazo).
- Se constata en un amplio abanico de situaciones, que el límite inferior que los bancos ofrecen en sus depósitos está acotado a cero. Las entidades financieras rara vez ofrecen tipos negativos a sus depositantes por-

Gráfico 2

Tipos de interés negativos y actividad bancaria



que se considera una anomalía (pagar por ahorrar) difícilmente comprensible por parte de los clientes¹.

- Diferentes estudios apuntan que el canal del crédito (aumento de la predisposición a invertir y endeudarse con una política monetaria laxa) pierde efectividad con tipos reducidos o cero. El propio BCE ha constatado que el crédito aún se mantiene en niveles modestos a pesar de que el tipo oficial es cero. Los bancos pueden acceder a financiación más barata pero se ven más afectados por las caídas de tipos activos, con lo que los márgenes de intereses decrecen.
- Los tipos de interés no tienen efectos lineales en el crédito ni actúan del mismo modo en todos los países ni para todas las entidades. Así, por ejemplo, los bancos con mayores bases de depositantes se ven más afectados, al no poder reducir los tipos pasivos en la medida que sería precisa.

Diferentes estudios apuntan que el canal del crédito (aumento de la predisposición a invertir y endeudarse con una política monetaria laxa) pierde efectividad con tipos reducidos o cero. El propio BCE ha constatado que el crédito aún se mantiene en niveles modestos a pesar de que el tipo oficial es cero.

- Relacionado con el punto anterior, y los impactos no lineales, puede darse el caso de que se produzca un efecto invertido (*reversal effect*) de la política monetaria y –por la vía de las expectativas y falta de efectividad del canal del crédito– provoque que el crédito se reduzca en lugar de aumentar ante una reducción de tipos.

Evolución de los tipos de interés y márgenes bancarios en España

Tras las sucesivas bajadas de los tipos de interés acometidas por el BCE desde 2013, los tipos oficiales se mantuvieron constantes en los últimos tres años. En la reunión de marzo de 2016 el Consejo del BCE decidió acometer la última reducción, acordando bajar en 5 puntos básicos el tipo para las operaciones principales de financiación y la facilidad marginal de crédito y en 10 puntos básicos para la facilidad de depósito. Así, desde esa fecha, los tipos se han mantenido en el 0,00% y el 0,25% para las operaciones principales de financiación y la facilidad marginal de crédito, habiéndose reducido al -0,50% en la facilidad de depósito en septiembre de 2019, aunque implantando un sistema de dos tramos en la misma, uno de ellos al 0%.

En paralelo, desde el primer trimestre de 2016 los márgenes bancarios en España, aunque con fluctuaciones, se encuentran estancados, como muestra el gráfico 3. Así, en los últimos tres años, el margen de intereses sobre activos totales se ha situado en la franja del 2% al 2,3%, alcanzando su nivel más bajo en el último trimestre de 2017, donde apenas superó el 2%. Aunque en 2018 se observa un leve repunte de este margen de intermediación bancaria, los resultados del primer trimestre de 2019 vuelven a reflejar una caída (refrendada en el segundo trimestre a falta de los datos agregados oficiales para el conjunto del sector). Aunque determinar el impacto final del entorno monetario requiere un análisis económico exhaustivo, el impacto de los tipos de interés oficiales sobre los márgenes bancarios está notablemente influido por las expectativas. Así, en la segunda mitad de 2018 se esperaba que la política monetaria se orientara hacia subidas de tipos y esto se dejó ver, positivamente aunque aún de forma reducida, en los márgenes de intereses. Sin embargo, en 2019, con un cambio súbito hacia una nueva política expansiva (con más facilidades

¹ La remuneración negativa de cuentas o los tipos negativos en hipotecas tienen restricciones legales en algunas jurisdicciones. En España, por ejemplo, la nueva Ley 5/2019, de 15 de marzo, reguladora de los contratos de crédito inmobiliario, señala expresamente, en relación a las operaciones a interés variable (artículo 21.4), que “el interés remuneratorio en dichas operaciones no podrá ser negativo”.

Gráfico 3

Margen de intereses del sector bancario español, 2016-2019

(En porcentaje sobre los activos totales)



Fuente: Banco de España y elaboración propia.

de liquidez y la posibilidad de tipos “bajo cero”), los márgenes han vuelto a reducirse.

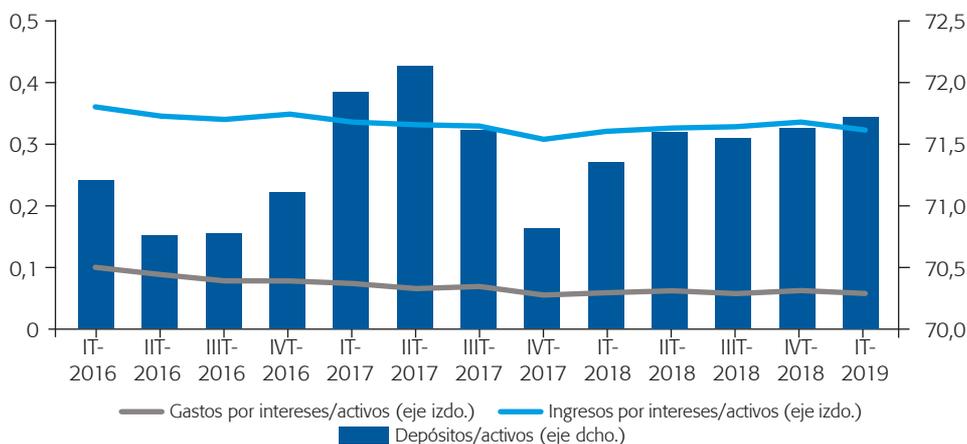
En cualquier caso, hay factores y esfuerzos bancarios que están permitiendo a los bancos contrarrestar los efectos de la política monetaria laxa. Conviene recordar que el sector bancario español ha reducido su sobredimensionamiento y ha realizado un importante ejercicio de saneamiento de activos.

El gráfico 4 muestra la evolución de los componentes del margen de intereses, distinguiendo entre ingresos y gastos por intereses trimestrales. En lo que respecta a los ingresos por intereses sobre el porcentaje de activos, estos han caído moderadamente desde el 0,36% del primer trimestre de 2016 al 0,32% del primer trimestre de 2019. Dicha caída, parcialmente explicada por unos tipos de interés reducidos, se ha visto compensada por una

Gráfico 4

Evolución de los ingresos y gastos por intereses y depósitos del sector bancario español, 2016-2019

(En porcentaje sobre los activos totales)



Fuente: Banco de España y elaboración propia.

disminución, asimismo, de los gastos por intereses, que han pasado del 0,10% al 0,06%. Este descenso simultáneo de ingresos y gastos por intereses

La caída simultánea de ingresos y gastos por intereses implica que el diferencial entre ambos se haya mantenido. Sin embargo, esta dinámica tiene sus límites y resulta difícil aplicarla de forma indefinida. Sobre todo, si se entra en tipos oficiales negativos, porque los tipos de los depósitos difícilmente se establecerán por debajo de cero.

hace que el diferencial de ingresos sobre gastos se haya mantenido en un 0,26% (trimestral) desde el primer trimestre de 2016 al primer trimestre de 2019. Sin embargo, esta dinámica tiene sus límites y resulta difícil aplicarla en el largo plazo de forma indefinida. Sobre todo, si se entra en tipos oficiales negativos, porque los tipos de los depósitos difícilmente se establecerán por debajo de cero. Las entidades de depósito españolas han recuperado, además, el porcentaje de depósitos sobre activos totales en los últimos años. En consonancia con las previsiones teóricas señaladas con anterioridad en esta nota, esta circunstancia aumentaría su vulnerabilidad ante un entorno de tipos negativos.

Conclusiones: discusión en torno a los efectos de los tipos negativos

Resulta complejo delimitar hasta qué punto la articulación de tipos de interés negativos en las operaciones principales de financiación del BCE puede suponer un contratiempo para la rentabilidad bancaria, aunque la mayor parte de los supuestos teóricos y de la evidencia empírica apuntan en esa dirección. Desde Funcas se está llevando a cabo una revisión de la incipiente, pero cada vez más extensa, literatura académica sobre estas cuestiones (en una investigación aún en curso) y en la que también se realizan algunos ejercicios empíricos para el caso español. Las conclusiones preliminares, en línea con otros estudios, son:

- La política monetaria es menos efectiva cuando los tipos de interés se encuentran en niveles reducidos. El canal del crédito no resulta igualmente funcional y, en determinados contextos, los tipos muy bajos tienen efectos contrarios a los esperados por los decisores de política monetaria (menos crédito), entre otras cosas, al generarse expectativas negativas sobre la economía.
- Aunque los tipos de interés reducidos pueden tener un impacto positivo, en la medida en que reducen la morosidad bancaria, el efecto negativo sobre el margen de intereses es mayor y, por lo tanto, el efecto neto sobre la rentabilidad es negativo.
- Los bancos que más ahorro captan en forma de depósitos se ven más afectados por los tipos de interés negativos en la medida en que no trasladan estos a sus depositantes. A largo plazo, una prolongación de estas medidas tiene implicaciones potencialmente negativas sobre la estabilidad financiera.

Aunque los tipos reducidos pueden tener un impacto positivo, en la medida en que reducen la morosidad bancaria, el efecto negativo sobre el margen de intereses es mayor y, por lo tanto, el efecto neto sobre la rentabilidad es negativo.

- El impacto de los tipos de interés negativos en la rentabilidad es mayor cuanto menor sea el nivel de solvencia del banco.
- La evidencia empírica sugiere que, hasta el momento, la expansión cuantitativa del BCE ha tenido efectos positivos en la provisión de crédito, aunque esta ha aumentado en menor medida de lo que se esperaba.
- Aunque en algunos casos como el español, los márgenes de intereses sobre los activos totales puedan parecer similares a los de antes de la crisis, hay que tener en cuenta varios

efectos “composición” que pueden tener un impacto final negativo en la rentabilidad: ahora, junto con el margen de intereses, baja también el volumen total del crédito y el de activos y, si la tendencia continúa –o se agrava en una situación macroeconómica adversa– los márgenes de intereses podrían caer más.

Finalmente, con independencia de sus efectos sobre el sector bancario, hay que tener en cuenta otros efectos negativos agregados de los tipos de interés negativos. Entre ellos, las dificultades para

la formación de precios en los mercados financieros y la exacerbación de la acumulación de deuda. Asimismo, la posibilidad de que aumente la acumulación de efectivo (*cash hoarding*) en la medida en que este no se ve afectado por tipos negativos. No puede olvidarse, tampoco, la relación entre los tipos de interés negativos y los tipos de cambio –y que algunas experiencias internacionales de estas situaciones han sido maniobras de protección de divisas– y sus posibles implicaciones cuando existen, como en la actualidad, tensiones comerciales.