

EL NEGOCIO BANCARIO TRAS LAS EXPANSIONES CUANTITATIVAS

INTRODUCCIÓN EDITORIAL

UNA de las cuestiones más apasionantes para el análisis económico en los últimos años es cómo se desmontarán los grandes experimentos monetarios de la expansión cuantitativa (*QE*) y qué impacto tendrán en el sector financiero y en la economía. Si algo caracteriza a la política monetaria que se instrumentó como respuesta a la crisis es su carácter extraordinario tanto en términos de estructura como en una perspectiva histórica. Es por ello que su impacto final solamente podrá ser evaluado a largo plazo y constituye una incógnita. Los interrogantes principales se refieren al impacto de un cambio progresivo al alza en los tipos de interés, a la retirada de programas de compra de activos de las entidades supervisoras y a la gestión de cantidades ingentes de deuda.

Siguiendo su tradición, desde Funcas se trata de ordenar las ideas respecto a desafíos en curso en el sistema financiero. Muchos economistas se preguntan hoy qué futuro existe para la rentabilidad bancaria en el entorno poscrisis y con la dificultad que existe para elevar los tipos de interés en muchas jurisdicciones por el peso de la carga de la deuda. También se cuestionan qué sucede con la inflación y por qué en Estados Unidos y Europa se sigue hablando de «inflación perdida», en la medida en que la recuperación económica no se está viendo acompañada, de momento, del incremento previsto en los precios.

Son, por tanto, múltiples las implicaciones de las expansiones cuantitativas. En este número de PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA se tratan, fundamentalmente, aquellas que tienen que ver con los efectos en el negocio bancario y en las avenidas para que esa actividad encuentre nuevos horizontes de rentabilidad. El número se divide en tres grandes bloques. El primero describe el entorno macroeconómico, regulatorio e institucional que ha quedado con el *QE* a escala internacional. En el segundo, se estudia la situación de los bancos ante la evolución pasada y prevista de los tipos de interés y sus nuevos canales de negocio. El volumen se cierra con el análisis de la rentabilidad y el crédito a escala internacional.

I. EL ENTORNO QUE DEJAN LAS EXPANSIONES CUANTITATIVAS

Este volumen de PAPELES DE ECONOMÍA se abre con un conjunto de contribuciones centradas en analizar el nuevo panorama económico

SON, MÚLTIPLES LAS IMPLICACIONES DE LAS EXPANSIONES CUANTITATIVAS. EN ESTE NÚMERO SE TRATAN, FUNDAMENTALMENTE, AQUELLAS QUE TIENEN QUE VER CON LOS EFECTOS EN EL NEGOCIO BANCARIO Y EN LAS AVENIDAS PARA QUE ESA ACTIVIDAD ENCUENTRE NUEVOS HORIZONTES DE RENTABILIDAD

e institucional que surge tras la aplicación de las políticas monetarias expansivas por parte de las autoridades monetarias. En particular, las contribuciones se ocupan de la armonización regulatoria, la estabilidad financiera y la transmisión de la política monetaria.

La contribución que abre este número se titula *¿Cómo lograr una regulación óptima de los requisitos de liquidez?*, de **Douglas W. Diamond** y **Anil K. Kashyap**. El artículo analiza el papel que juega la regulación de la liquidez en la estabilidad del mercado incidiendo en cuál debe ser el nivel y la forma óptima que deben tener los requisitos de liquidez. Frente al consenso académico en relación al nivel óptimo de capital, se advierte una falta de acuerdo en cuanto al nivel óptimo de liquidez. Los autores sugieren un marco teórico que sirva de base para futuras regulaciones en el que la tenencia óptima de liquidez prevenga huidas de los depositantes mediante la tenencia por parte de los bancos de un nivel de activos líquidos vinculado al nivel de retiradas previstas. En cualquier caso, la estabilidad requiere que el regulador pueda certificar de forma creíble que el banco cuenta con cierto nivel de activos líquidos. Así, apuntan a que esta estabilidad puede conseguirse bien mediante la tenencia de la cantidad correcta de activos líquidos inicialmente, bien imponiendo restricciones que requieren que la liquidez esté disponible incluso después de que hayan empezado a producirse las retiradas o mediante una combinación de ambas.

FRENTE AL CONSENSO ACADÉMICO EN RELACIÓN AL NIVEL ÓPTIMO DE CAPITAL, SE ADVIERTE UNA FALTA DE ACUERDO EN CUANTO AL NIVEL ÓPTIMO DE LIQUIDEZ

Finalmente, en el artículo se hace hincapié en la necesidad de que cierta parte de la liquidez permanezca inutilizada en el futuro («pólvora seca»), pues ello podría generar incentivos beneficiosos para mantener una cantidad deseable de liquidez en el presente. Si bien, inciden en que la regulación de liquidez debe combinarse con la política de prestamista de última instancia. La integración de ambas debería permitir al banco tomar prestado para cumplir sus necesidades de liquidez en caso de necesidad, pero penalizando dichos incumplimientos regulatorios de liquidez.

La segunda aportación, titulada *Las implicaciones macroeconómicas y sobre el sector bancario de la política monetaria del BCE*, de **Óscar Arce** y **Ana del Río** hace un repaso de las repercusiones de las actuaciones acometidas por el Banco Central Europeo entre 2014 y 2017. El conjunto de medidas puestas en marcha durante la nueva fase de política monetaria expansiva se analiza desde tres ámbitos: la introducción de tipos de interés negativos, la expansión del balance del banco central y la política de comunicación. Los autores muestran la transmisión efectiva de dichas políticas ilustrando la relajación considerable de las condiciones financieras en la eurozona con caídas en primas de riesgo y el abaratamiento de la financiación a empresas y hogares. Asimismo, se advierte el efecto sobre el crecimiento, apun-

tándose a que la política monetaria ha explicado en torno al 50 por 100 del crecimiento nominal del PIB en la zona del euro entre 2015 y 2017. Todo ello, alejando la posibilidad de escenarios extremos de deflación.

Por último, los autores discuten el efecto de dicha política monetaria sobre la rentabilidad del sector bancario. La evidencia disponible no revela un impacto negativo de dichas políticas sobre la rentabilidad de la banca, para los autores los análisis empíricos recientes constatan la ausencia de tales efectos negativos una vez que se tiene en cuenta los efectos positivos sobre la actividad económica, la demanda de nueva financiación y la calidad de las carteras crediticias. En todo caso, los autores apuntan a que el nuevo marco regulatorio y el mayor nivel de competencia en el sector requerirán una profunda adaptación del sector bancario.

La relación entre la política monetaria y la estabilidad financiera se aborda en detalle en el artículo de **Björn Imbierowicz**. Bajo el título, *Estabilidad financiera y transmisión de la política monetaria en un entorno poscrisis*, se estudian las consecuencias de la implementación de medidas de política monetaria y sus implicaciones para la estabilidad financiera. La transmisión de la política monetaria al inicio y durante la crisis financiera reconoce el papel de la liquidez aportada por el Banco Central pero, adicionalmente, la salud del sistema bancario es decisiva para el correcto funcionamiento del mecanismo de transmisión. A juicio del autor, la lección que debe obtenerse es que unos balances bancarios sólidos son indispensables para la transmisión de la política monetaria.

De las medidas aplicadas durante la crisis se sugiere qué medidas extraordinarias de política monetaria basadas en la liquidez a lo largo de un período prolongado pueden ser menos eficientes que abordar directamente la salud de los bancos mediante, por ejemplo, inyecciones de capital en las entidades. Además, la regulación financiera basada en requerimientos de capital variables en el tiempo podría lograr un sistema bancario más resiliente al tiempo que estimula el crédito bancario. El autor concluye señalando que dicha regulación bancaria debe ayudar a una transmisión eficaz de la política monetaria.

Desde la patronal del sector bancario, **José María Roldán**, en *La unión bancaria*, incide en la oportunidad única para hacer avanzar a la Unión Europea mediante un acuerdo que permita construir una eurozona mejor gestionada y más eficaz a través de la unión bancaria. Frente al *brexít* y a los movimientos populistas de distinta índole, el autor concibe la unión bancaria como el paso más importante que

**LA POLÍTICA
MONETARIA HA
EXPLICADO EN
TORNO AL 50 POR 100
DEL CRECIMIENTO
NOMINAL DEL PIB EN
LA ZONA DEL EURO
ENTRE 2015 Y 2017**

**UNOS BALANCES
BANCARIOS SÓLIDOS
SON INDISPENSABLES
PARA LA TRANSMISIÓN
DE LA POLÍTICA
MONETARIA**

ha dado Europa hacia su integración desde el euro. En este sentido, se advierte con optimismo el planteamiento de la Comisión Europea por avanzar en el sistema de garantía de depósitos común europeo, *EDIS* (*European Deposits Insurance Scheme*), al tiempo que se dan los pasos necesarios para culminar la unión de mercados de capitales con la creación de un supervisor único para los mismos.

EL SECTOR BANCARIO ESPAÑOL APUESTA DECIDIDAMENTE POR LA UNIÓN BANCARIA SIENDO CONSCIENTE DEL GRAN PAPEL A DESARROLLAR EN EL CONTEXTO EUROPEO

En este nuevo horizonte, el sector bancario español apuesta decididamente por la unión bancaria siendo consciente del gran papel a desarrollar en el contexto europeo. Así, un sector caracterizado por su elevada eficiencia, en proceso de transformación digital y que ha avanzado mucho en el proceso de saneamiento contempla, a ojos de su presidente, elementos de oportunidad y desafío en el proyecto europeo de unión bancaria.

Desde otra perspectiva, el trabajo realizado por **José E. Boscá, Rafael Doménech, Javier Ferri, Rodolfo Méndez y Juan Rubio-Ramírez** es esencial para conocer cómo las perturbaciones financieras y fiscales han afectado a la economía española durante la crisis. El artículo titulado *Perturbaciones financieras y fiscales en España en la Gran Recesión*, utiliza un modelo dinámico y estocástico de equilibrio general para evaluar los canales por el que perturbaciones financieras han afectado al PIB en España y la capacidad de las políticas fiscales expansivas de compensar el impacto negativo de estas tensiones financieras.

SE DESPRENDE LA IMPOSIBILIDAD PRÁCTICA DE HABER CONTRARRESTADO CON POLÍTICAS FISCALES EXPANSIVAS LOS EFECTOS DE LAS PERTURBACIONES

Los resultados que se presentan en el estudio muestran la relevancia cuantitativa de estos canales de transmisión (ratios de endeudamiento del sector privado, apalancamiento bancario, primas de riesgo o la confianza de los agentes) a la actividad real y cómo están claramente correlacionados con el ciclo económico. Asimismo, del estudio se desprende la imposibilidad práctica de haber contrarrestado con políticas fiscales expansivas los efectos de las perturbaciones. Los autores concluyen con dos lecciones a aprender. Por una parte, la necesidad de hacer explícita en los modelos macroeconómicos la actividad del sector bancario y los canales de transmisión. Y, por otra parte, la constatación del dilema entre el coste económico de aumentar la ratio de capital de los bancos y el beneficio que ello mismo supone al reducirse la volatilidad del ciclo económico.

II. LA SITUACIÓN DE LOS BANCOS Y LOS TIPOS DE INTERÉS

El segundo gran bloque de este número centra su atención en la rentabilidad bancaria en un contexto de tipos de bajos interés y los nuevos negocios. En la primera contribución titulada *El futuro de la*

rentabilidad bancaria: ¿tecnología o una nueva demanda?, **Santiago Carbó Valverde** y **Francisco Rodríguez Fernández** analizan la transformación de negocio y los determinantes la rentabilidad bancaria en la eurozona en el período 2008-2016. Los resultados apuntan a un avance, aunque desigual, hacia un modelo más digital, con menos oficinas y con una mayor eficiencia y de mantenimiento de un nuevo componente relacional con el cliente.

Para el caso español, se examinan los factores que influyen en el cambio en el modelo de servicio bancario a raíz de la crisis y los determinantes de la rentabilidad bancaria. La evidencia empírica permite a sus autores indicar que, aunque la presión de mercado (exceso de oferta frente a demanda y escasez de rentabilidad) sigue siendo importante en la reducción de oficinas, el cambio en las preferencias de la demanda (hacia servicios digitales) tiene una relevancia significativa también. El análisis de los datos para España revela que tanto la regulación como el entorno monetario tuvieron un impacto negativo en la rentabilidad bancaria, mientras que la tendencia progresiva hacia la banca *online* tiene un efecto positivo. Con respecto al análisis relacional, los autores advierten de la oportunidad que existe en España de desarrollar una «banca digital relacional».

En Productividad, tipos de interés y reestructuración bancaria, **Vanessa Llorens** y **Alfredo Martín-Oliver** abordan el impacto de la productividad bancaria sobre la evolución de los tipos de interés y la salida de entidades del sector bancario español durante los años 2007-2015. Los autores presentan un conjunto de resultados empíricos basados en un marco conceptual que incorpora heterogeneidad en costes operativos al modelo de competencia bancaria circular. En primer lugar, se evidencia que en España la productividad bancaria experimentó un crecimiento moderado del 2 por 100 durante el período analizado.

Los resultados muestran que en un contexto de bajos tipos de interés, las entidades no necesariamente están abocadas a una reducción en el margen de intermediación. El bajo nivel de la rentabilidad en la actividad de depósitos, las entidades lo compensan incrementando el diferencial del tipo de préstamos con respecto del interbancario, e incrementando el volumen de comisiones cobradas a los clientes por servicios de pago asociados a los depósitos. Asimismo, del trabajo se desprende que las entidades más productivas podrían haber aprovechado la reestructuración bancaria para llevar a cabo una estrategia de expansión a través de la adquisición de entidades menos productivas. Dicha expansión, es a juicio de los autores, más rápida que si se hubiera llevado a cabo a través de crecimiento orgánico con la apertura de oficinas propias.

AUNQUE LA PRESIÓN DE MERCADO SIGUE SIENDO IMPORTANTE EN LA REDUCCIÓN DE OFICINAS, EL CAMBIO EN LAS PREFERENCIAS DE LA DEMANDA (HACIA SERVICIOS DIGITALES) TIENE UNA RELEVANCIA SIGNIFICATIVA TAMBIÉN

**EN ESPAÑA LA
PRODUCTIVIDAD
BANCARIA
EXPERIMENTÓ
UN CRECIMIENTO
MODERADO DEL
2 POR 100**

El prisma del marco institucional europeo se incorpora al análisis de las consecuencias de unos reducidos tipos de interés en el artículo *Banca, tipos de interés bajos y reforma institucional*, de **Antonio Cortina** y **Tomás Riestra**. En opinión de los autores, el entorno de tipos de interés bajos respecto a niveles precrisis es probable que se mantenga en el corto y medio plazo. Dicho contexto limita la capacidad de la política monetaria para gestionar las fluctuaciones del ciclo pudiendo representar una amenaza para la estabilidad financiera.

Ante esta tesitura, los autores recomiendan mejorar el entorno institucional de la Unión Europea en el que tanto las políticas fiscales como las macroprudenciales y una unión bancaria completa permitan afrontar futuras crisis con éxito. Si bien, la actual presencia de posturas contrapuestas para lograr avances institucionales en los Estados miembros exige abogar por conciliar las diferentes posturas. Los estados que apuestan por una integración en la que se compartan riesgos y aquellos que lo hacen por reducir previamente los riesgos para evitar que la integración se convierta en una transferencia de riesgos deben, a juicio de los autores, avanzar simultáneamente en los dos ámbitos.

En una mirada más centrada en los efectos secundarios de las políticas monetarias expansivas en Europa, la contribución de **Santiago Fernández de Lis** y **Ana Rubio** se titula *Política monetaria y rentabilidad bancaria: un nuevo paradigma*. Los autores coinciden en señalar que la política monetaria ha jugado un rol sin precedentes, aunque el impacto de la retirada de los estímulos sobre los sistemas bancarios nacionales será muy diverso. En opinión de los autores, España debería ser uno de los países más beneficiados de este restablecimiento de niveles más normales de rentabilidad, aunque no se puede esperar que los mercados vuelvan a su estado precrisis.

**ESPAÑA DEBERÍA SER
UNO DE LOS PAÍSES
MÁS BENEFICIADOS
DE ESTE
REESTABLECIMIENTO
DE NIVELES MÁS
NORMALES DE
RENTABILIDAD,
AUNQUE NO SE PUEDE
ESPERAR QUE LOS
MERCADOS VUELVAN
A SU ESTADO
PRECRISIS**

Las relaciones entre política monetaria y bancos en el futuro tendrán que regirse por un nuevo paradigma. Se apunta que los bancos centrales jugarán un papel más destacado en la intermediación de los flujos interbancarios no colateralizados. A su vez, la experiencia acumulada a tipos de interés negativos debe traducirse en las estrategias y el modelo de negocio de los bancos sin perder de vista los retos que impone la reforma hacia una regulación más exigente o la banca digital.

Por otra parte, el trabajo de **Oriol Aspachs Bracons** titulado *Retos a los que se enfrentan la Fed y el BCE* se centra en estudiar los principales retos y riesgos que tienen que afrontar las autoridades monetarias de Estados Unidos y Europa. Tanto la economía estadounidense como la de la eurozona están en plena fase de expansión con previsiones de crecimiento parecidas para 2018 aunque en un punto cíclico sensible-

mente distinto. Para el autor, mientras que la expansión económica está consolidada para Estados Unidos, en la eurozona el proceso de recuperación no está en un punto tan avanzado. Es por ello, como se recoge en el artículo, que es razonable que el Banco Central Europeo mantenga el tono expansivo de la política monetaria, pero preparando un cambio de tono gradual a medida que se afiance la recuperación de la actividad y la inflación en la eurozona.

Aunque las previsiones son ampliamente compartidas por los analistas, existen a juicio del autor un conjunto de riesgos para ambas economías. Entre ellos, se citan el elevado volumen de deuda a nivel global, los riesgos de conflictos geopolíticos y el auge de políticas proteccionistas, la elevada incertidumbre que rodea las previsiones de inflación y el grado de saturación del mercado de trabajo. Respecto a los riesgos idiosincráticos de la economía norteamericana, el artículo apunta a la incertidumbre sobre la política económica, a una subida menos gradual de tipos de la Fed y las elevadas valoraciones de los activos financieros estadounidenses. Para el caso europeo, el autor apunta a la inmadurez de la arquitectura institucional de la eurozona, el avance del populismo y a la desincronización del ciclo económico entre los distintos países de la eurozona como los principales riesgos. Por último, con la visión puesta en España, el estudio señala que la progresiva subida de tipos del Banco Central Europeo se prevé que tenga un efecto contenido sobre el coste de la deuda pública y la prima de riesgo.

En el artículo de **José Ramón Díez Guijarro**, que lleva por título *La política monetaria en la encrucijada*, se realiza un recorrido por las respuestas de política monetaria a la crisis y se discute el repliegue de estas medidas una vez consolidado el crecimiento. Con esta base se hace un ejercicio de previsión acerca de cuál podría ser la senda de la normalización en Europa y en el futuro a partir del análisis de la secuencia ya iniciada por la Reserva Federal estadounidense.

El artículo plantea el conjunto de herramientas nuevas (compra de activos, los tipos de interés negativos o la estrategia de comunicación) como elementos que han demostrado su eficacia práctica para lograr la estabilidad de las economías y que deben resultar de gran utilidad para hacer frente a futuras crisis. Asimismo, se ahonda en la lección aprendida por parte de las autoridades acerca de la importancia de la estabilidad financiera en la transmisión de sus decisiones monetarias a la economía real. En cualquier caso, el autor muestra su opinión acerca de la dificultad de volver a tipos de interés neutrales anteriores a la crisis al tiempo en que el Banco Central Europeo acometa una pasiva reducción de su balance.

ES RAZONABLE QUE EL BANCO CENTRAL EUROPEO MANTENGA EL TONO EXPANSIVO DE LA POLÍTICA MONETARIA, PERO PREPARANDO UN CAMBIO DE TONO GRADUAL A MEDIDA QUE SE AFIANCE LA RECUPERACIÓN DE LA ACTIVIDAD Y LA INFLACIÓN EN LA EUROZONA

EL CONJUNTO DE HERRAMIENTAS NUEVAS (COMPRA DE ACTIVOS, LOS TIPOS DE INTERÉS NEGATIVOS O LA ESTRATEGIA DE COMUNICACIÓN) HAN DEMOSTRADO SU EFICACIA PRÁCTICA PARA LOGRAR LA ESTABILIDAD DE LAS ECONOMÍAS Y QUE DEBEN RESULTAR DE GRAN UTILIDAD PARA HACER FRENTE A FUTURAS CRISIS

III. RENTABILIDAD Y CRÉDITO

El último bloque del volumen ahonda en la rentabilidad bancaria, pero introduciendo el impacto que la reciente crisis ha tenido sobre la oferta de crédito bancario. Así, las dos contribuciones empíricas que se incluyen abordan la relación entre unos reducidos márgenes de intermediación financiera a partir de las políticas monetarias expansivas y la oferta de crédito bancario en la economía.

En el artículo *Bajos tipos de interés en la eurozona: impacto sobre los márgenes y la rentabilidad de los bancos*, de **Paula Cruz-García**, **Juan Fernández de Guevara** y **Joaquín Maudos** se analiza el impacto de la política monetaria, en particular el efecto de los tipos de interés y la pendiente de la curva de tipos, sobre el margen de intermediación bancario. El estudio empírico, que utiliza un amplio panel de bancos en 30 países durante el período 2000-2015, muestra que una subida de los tipos de interés de corto plazo y un aumento de la pendiente de la curva de tipos tienen un efecto positivo sobre el margen con el que intermedian los bancos. Si bien, los autores advierten la existencia de una relación cuadrática y no lineal entre el margen de intereses y la política monetaria. En el ejercicio de simulación planteado en el artículo una elevación de 100 puntos básicos del tipo de interés a tres meses supondría un aumento del margen de intermediación de la banca de la eurozona de 5 puntos básicos, siendo el efecto de una elevación de las mismas características de la curva de tipos de interés de 3 puntos básicos.

LA NECESARIA RECUPERACIÓN DE LA RENTABILIDAD DE LA BANCA EUROPEA AYUDARÍA UNA NORMALIZACIÓN DE LA POLÍTICA ACOMODATICA DEL BANCO CENTRAL EUROPEO

Estos resultados llevan a los autores a concluir que a la necesaria recuperación de la rentabilidad de la banca europea ayudaría a una normalización de la política acomodaticia del Banco Central Europeo. Debiendo basarse en salir moderada y progresiva del escenario de tipos negativos, dejando de penalizar a la banca por el exceso de liquidez, y del tipo de intervención del 0 por 100 del BCE.

En la última contribución de este volumen, titulada *El crédito bancario tras la crisis financiera*, **Elena Cubillas** y **Nuria Suárez** analizan los efectos de la reciente crisis sobre la oferta de crédito bancario. Durante los últimos años, la falta de suministro de crédito ha sido un elemento de constante preocupación y la reactivación del mismo es uno de los grandes retos a los que se enfrentan muchas economías. Las autoras aplican su análisis sobre una muestra de 128 países durante el período 2000-2015, confirmando el impacto negativo de la crisis en el crecimiento del crédito.

El artículo señala que, aunque la caída en la provisión de crédito ha sido generalizada, las diferencias observadas entre países pueden de-

berse a determinadas características de sus sistemas financieros como el grado de concentración que está presente en el sector, el poder de mercado de las entidades, su comportamiento más o menos prudente a la hora de asumir riesgos o su nivel de solvencia. Es por ello, que a juicio de las autoras el mayor poder de mercado y las mejoras en la gestión de riesgos, parecen jugar un papel clave en la senda de recuperación económica.

En definitiva, este número de PAPELES DE ECONOMÍA dedicado a *El negocio bancario tras las expansiones cuantitativas* trata de analizar, desde múltiples perspectivas, la relación a tres bandas que existe entre la política monetaria, la rentabilidad bancaria y la oferta crediticia. Las diferentes contribuciones hacen un repaso de las medidas de expansión cuantitativa al tiempo que plantean el nuevo paradigma bancario que parece surgir de la crisis financiera. En una perspectiva internacional, pero con especial atención al caso español, las diferentes contribuciones apuntan a la importante lección que han aprendido las autoridades monetarias acerca de la estabilidad financiera en la transmisión de sus decisiones monetarias a la economía real. Asimismo, coinciden en plantear un nuevo panorama para el sector bancario en el entorno poscrisis con más regulación y un crecimiento de la rentabilidad más orgánico.

AUNQUE LA CAÍDA EN LA PROVISIÓN DE CRÉDITO HA SIDO GENERALIZADA, LAS DIFERENCIAS OBSERVADAS ENTRE PAÍSES PUEDEN DEBERSE A DETERMINADAS CARACTERÍSTICAS DE SUS SISTEMAS FINANCIEROS