

Resumen

En este artículo se analizan los efectos secundarios negativos sobre la rentabilidad bancaria que han tenido las políticas monetarias expansivas en Europa. La retirada de estímulos tendrá un efecto positivo pero heterogéneo sobre los sistemas bancarios nacionales, y España debería ser uno de los países cuyos bancos mejoraran más su rentabilidad. Una vez retirados los estímulos la reacción de los bancos a la política monetaria no será la misma que antes de la crisis por dos motivos: los bancos centrales jugarán un papel más destacado en la intermediación de los flujos interbancarios, por lo que los bancos serán más dependientes de las decisiones de política monetaria. En segundo lugar, la experiencia de haber utilizado nuevas herramientas de política monetaria tendrá repercusiones.

Palabras clave: política monetaria, tipo de interés, bancos, rentabilidad, unión bancaria.

Abstract

In this article we analyze the negative side effects on bank profitability which have had the expansionary monetary policies in Europe. The withdrawal of economic stimuli will have a positive but heterogeneous effect on the national banking systems, and Spain must be one of the countries whose banks will improve largely their profitability. After having withdrawn the stimuli it is not likely to return to a precrisis scenario, since the ECB will continue to intermediate interbank flows, it has experimented with monetary policy tools with important implications in profitability and at the same time profound transformations such as regulation and digital banking will take place.

Key words: monetary policy, interest rate, banks, profitability, banking union.

JEL classification: E51, E52, E58, G21.

POLÍTICA MONETARIA Y RENTABILIDAD BANCARIA: UN NUEVO PARADIGMA

Santiago FERNÁNDEZ DE LIS

Ana RUBIO

BBVA Research

I. INTRODUCCIÓN

DURANTE la crisis financiera global que hemos atravesado en los últimos años, la política monetaria ha cobrado un protagonismo sin precedentes. En un entorno en el que otras políticas estaban sin margen de maniobra o no fueron utilizadas adecuadamente por las autoridades, muchos bancos centrales han sobrepasado su mandato tradicional de salvaguardar la estabilidad de precios y han orientado sus políticas de manera creciente a los objetivos de estabilidad financiera. De hecho, bancos centrales como la Reserva Federal, el Banco Central Europeo (BCE), el Banco de Inglaterra o el Banco de Japón decidieron utilizar sus herramientas tradicionales y complementarias con una amplia variedad de medidas innovadoras, en la llamada expansión cuantitativa (*Quantitative Easing* o *QE*).

En el caso de Europa, a medida que la economía empieza a dar los primeros síntomas de mejora –y ante los riesgos de que los efectos secundarios negativos de estas políticas terminen siendo dominantes, por el largo período de tiempo que llevan en vigor– parece que ha llegado el momento de comenzar la retirada de los estímulos.

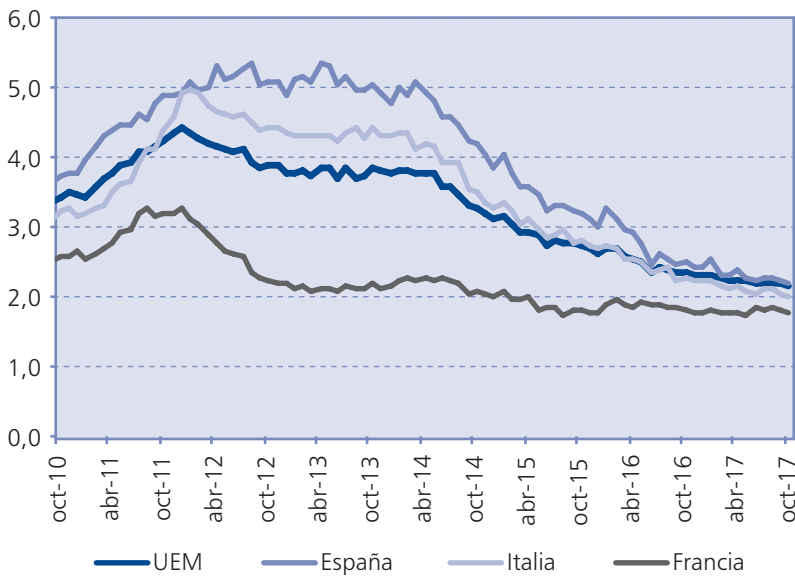
En este capítulo se intentará analizar cómo han afectado estas políticas a los bancos, y

en particular a la rentabilidad bancaria, y cómo es previsible que les sigan afectando en el futuro. Una crisis de esta dimensión causa, inevitablemente, un antes y un después, y en ese sentido las relaciones entre política monetaria y bancos en el futuro tendrán que regirse por un nuevo paradigma, con unos bancos centrales con un papel más destacado en la intermediación de los flujos interbancarios, con la experiencia de haber utilizado herramientas de política monetaria que pueden tener un impacto importante sobre la rentabilidad bancaria y en mitad de otras transformaciones profundas, como la reforma regulatoria o la banca digital.

II. ¿CÓMO HA AFECTADO LA POLÍTICA MONETARIA AL SISTEMA BANCARIO EUROPEO DURANTE LA CRISIS?

La situación de las entidades financieras está íntimamente ligada a la salud de su economía, de la que depende la demanda de sus productos y servicios y la posibilidad de financiarlos, así como la salud de la cartera de créditos. En ese sentido, la *política monetaria expansiva ha sido imprescindible* para atajar los riesgos de estancamiento, deflación y fragmentación de los sistemas financieros europeos. En particular, las medidas cuantitativas han sido imprescindibles una vez agotado

GRÁFICO 1
TIPO DE INTERÉS DE LAS NUEVAS OPERACIONES DE CRÉDITO A PYMES
(Porcentaje, hasta 1 millón de euros, hasta 1 año)



Fuente: Banco Central Europeo.

el margen de la política monetaria más tradicional, esto es, cuando los tipos de interés nominales a corto plazo ya estaban en cero o cerca de ese nivel y tenían menor margen para estimular a la economía (lo que se conoce como el *zero lower bound*). La presión a la baja sobre los tipos de interés tiene sus raíces profundas en factores estructurales como el exceso de ahorro, la falta de inversión y el estancamiento secular, pero no cabe duda de que las políticas de QE han presionado adicionalmente hacia unos tipos artificialmente bajos, especialmente en los tramos largos de la curva de rendimientos, donde las políticas monetarias no habían actuado hasta ahora.

Por otro lado, las salidas de las crisis de exceso de endeudamiento suelen requerir políticas que reduzcan el valor real de la deuda, las que en cierta literatu-

ra se conocen como políticas de represión financiera. Los tipos de interés bajos y las curvas de rendimientos artificialmente planas son herramientas de represión financiera menos dramáticas que la reestructura de la deuda, y ayudan a reducir el apalancamiento del sector privado en ausencia de inflación.

La política monetaria ha tenido efectos contrapuestos sobre la rentabilidad de los bancos, aunque el efecto neto ha sido negativo. Y estos efectos son importantes porque una banca que obtiene una rentabilidad sobre recursos propios inferior al coste del capital, que es lo que el mercado le exige, es inviable a largo plazo.

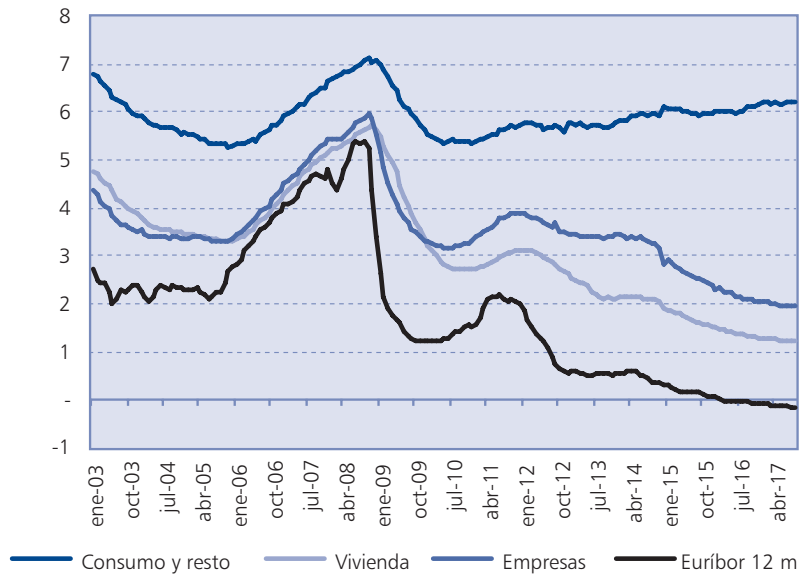
Entre los impactos positivos de los tipos bajos sobre la rentabilidad bancaria cabe mencionar que se estimula la demanda de crédito, disminuye el coste de

financiación para los bancos (tanto vía depósitos como el de la financiación mayorista), se reduce la morosidad de los préstamos a tipo fijo y las tenencias de deuda de los bancos resultan en beneficios significativos vía el Resultado de Operaciones Financieras (ROF). Además, las políticas monetarias fuertemente expansivas han mejorado la liquidez del sistema. Especialmente importante para la eurozona ha sido el efecto de reducción del *spread* entre los precios del crédito de países centrales y periféricos, que ha ayudado a corregir la fragmentación financiera y reducir el riesgo país en los países que se habían visto más afectados por las expectativas de ruptura del euro entre los años 2010 y 2012 (véase gráfico 1).

Por el lado *negativo*, los tipos de interés reducidos han afectado a la rentabilidad principalmente porque el gap entre el coste de los depósitos y el rendimiento de los préstamos se reduce (gráficos 2 y 3). En este sentido, una curva de tipos plana puede ser más perjudicial para los bancos que unos tipos muy reducidos, en la medida en que el coste del crédito descansa sobre los tipos a largo y la rentabilidad de los depósitos sobre los tipos a corto. Además, algunos bancos centrales, como el BCE, han optado por llevar sus tipos a terreno negativo; lo cual es especialmente perjudicial para los bancos, por la imposibilidad de trasladar los tipos nominales negativos a los depositantes, al menos a los minoristas, incluso en un entorno deflacionista.

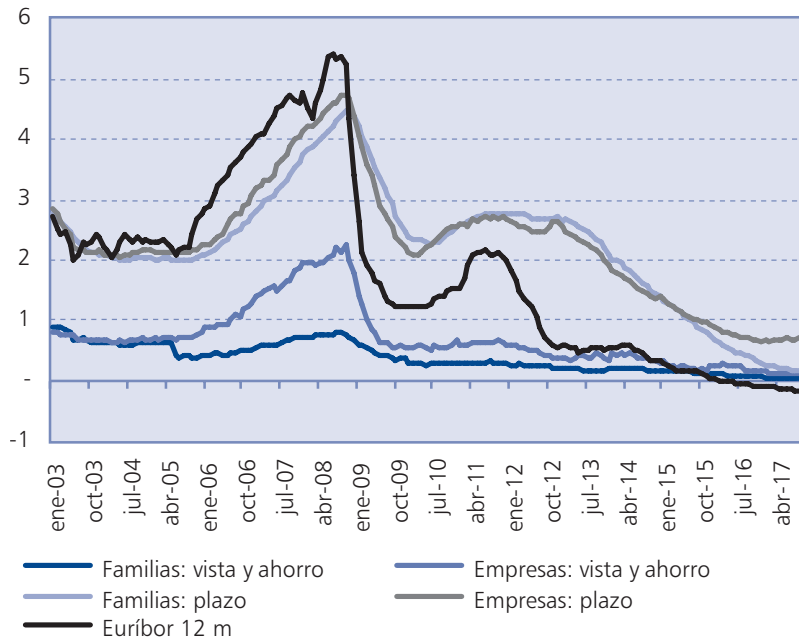
En la práctica, el impacto neto depende de factores como la duración del período de excepcionalidad en la política monetaria, la mayor o menor preponderancia del crédito a tipo variable

GRÁFICO 2
ESPAÑA. TIPO DE INTERÉS DEL SALDO VIVO DE CRÉDITO Y EURÍBOR (Porcentaje)



Fuentes: Bloomberg y Banco de España.

GRÁFICO 3
ESPAÑA. TIPO DE INTERÉS DEL SALDO VIVO DE DEPÓSITOS Y EURÍBOR (Porcentaje)



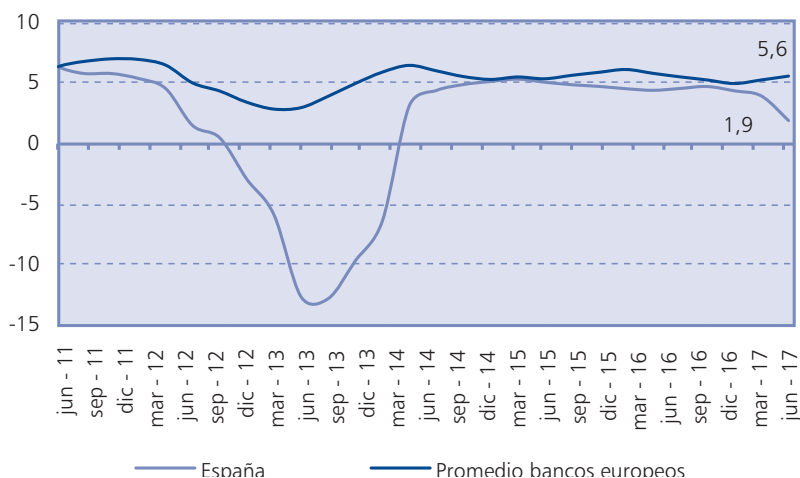
Fuentes: Bloomberg y Banco de España.

frente al tipo fijo, la capacidad de reprecificar los productos que tenga el banco o la influencia del regulador en la determinación de los tipos de interés minoristas.

En concreto, los efectos negativos se concretan en un menor rendimiento de los activos, en particular de los créditos a tipo variable, y en la posible salida de depositantes que opten por productos de ahorro fuera de balance más rentables, llevándose clientes fuera del sistema y generando, además, un riesgo de liquidez para la banca. Un riesgo adicional radica en la solvencia de los clientes, por dos vías: en primer lugar, los problemas de solvencia podrían enmascararse durante un tiempo, porque el endeudamiento a tipo variable hace más asequible el servicio de la deuda, y además podría producirse información asimétrica, dado que aumentan los clientes con un perfil crediticio arriesgado que solicitan un crédito aparentemente más barato; y en segundo lugar, se podrían crear burbujas en el precio de los activos, al ser los préstamos más asequibles, y, por tanto, generar problemas de estabilidad financiera más adelante.

Un efecto *negativo adicional* podría apreciarse en el caso de aquellos bancos centrales que han *comprado deuda corporativa*, como ha sido el caso del BCE, mediante un programa que se anunció en marzo de 2016. En Europa, las compras del BCE deprimieron el coste de las emisiones de deuda de las empresas, y no únicamente en aquellas de alta calidad que el BCE podía comprar, sino en todo su espectro. Ante esta situación, las empresas medianas y grandes optaron crecientemente por emitir deuda en lugar de pedir financiación bancaria, lo que supuso un

GRÁFICO 4
**RENTABILIDAD BANCA EUROPEA Y ESPAÑOLA (ROE, MEDIA MÓVIL
 CUATRO TRIMESTRES)**



Nota: El último dato de España viene afectado por las pérdidas extraordinarias de una entidad.
 Fuente: EBA.

nuevo impacto negativo para la banca. No obstante, esta desintermediación inducida por la política monetaria podría tener efectos colaterales positivos para otros potenciales prestatarios. De hecho, en el caso de España, un estudio reciente (Arce, Gimeno y Mayordomo, 2017a) muestra que alrededor del 78 por 100 de la caída de los créditos que antes se concedían a empresas grandes se fue redireccionado a empresas más pequeñas, que aumentaron su inversión.

Para paliar estos efectos de las políticas monetarias expansivas, algunos bancos han tomado medidas como elevar el *spread* del nuevo crédito, invertir en activos financieros más rentables, ser especialmente prudentes en la concesión durante este período excepcional para evitar que se deteriore la calidad crediticia, potenciar las comisiones, optar por fuentes de financiación menos gravosas o expandirse hacia geografías

más dinámicas y con mayores rentabilidades.

¿Qué particularidades tienen estos efectos en Europa? El sistema bancario europeo se ha visto especialmente afectado por este entorno de bajos tipos, por varias vías: una reducción casi automática de los tipos de las nuevas operaciones de activo (sobre todo en los sistemas bancarios con un balance más expuesto al tipo variable); una reducción menos automática de los tipos de pasivo (con la dificultad de llevarlos por debajo de cero); y un aplanamiento de la curva de tipos, en parte por el QE y la señalización que lo acompaña. En términos generales, las curvas de tipos planas y los tipos de interés negativos han afectado más a los países periféricos, y un caso extremo es el español, donde el elevado peso de los créditos a tipo variable y de los depósitos minoristas han hecho particularmente vulnerables (gráfico 4).

No todos los agentes se han visto igualmente perjudicados. Como se puede apreciar en el gráfico 5, si bien el efecto sobre los bancos españoles es negativo, otros agentes nacionales se han visto favorecidos. Esta tendencia se puede apreciar igualmente en otros países de la zona del euro.

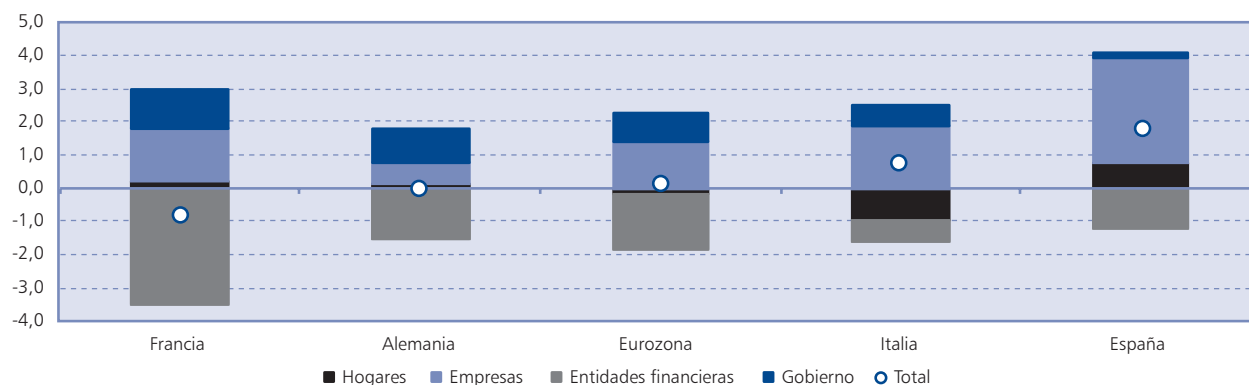
De hecho, en la última *Encuesta de Préstamos Bancarios* del BCE (tercer trimestre de 2017) un tercio de los bancos respondieron que el programa de compra de activos había tenido un efecto negativo sobre su rentabilidad en los últimos seis meses, principalmente vía un menor margen de intereses, y que esperaban que este efecto continuara en el próximo medio año.

En cualquier caso, es necesario resaltar que es difícil separar el efecto de los tipos bajos de otras tendencias simultáneas, como el endurecimiento de la regulación o la recesión económica.

III. ¿QUÉ CAMBIOS SE ESPERAN EN LA POLÍTICA MONETARIA?

En *Europa*, las autoridades ya han señalado cómo quieren que sea el proceso de salida de la política monetaria expansiva: gradual y por fases. Se procederá a finalizar el QE (cuya reducción se anunció en octubre de 2017), elevar los tipos de interés, posiblemente a partir de mediados de 2019, y reducir de forma pasiva el balance del banco central (dejando de renovar los vencimientos, pero no vendiendo activos). Tras varios años de tipos de interés negativos, los mercados financieros europeos volverán a operar en un entorno progresivamente más «normal». Los tipos negativos claramente no lo

GRÁFICO 5

**IMPACTO DE LOS TIPOS DE INTERÉS BAJOS EN LOS INGRESOS NETOS
(Porcentaje del PIB, 3.º trimestre 2008 a 4.º trimestre 2016)**


Nota: Ingresos netos son los cobros de intereses obtenidos por el activo menos los pagos de intereses por el pasivo. El total de la economía es frente al resto del mundo.

Fuente: Boletín Económico, 5 / 2017 (BCE).

son, y su mantenimiento excesivamente prolongado conduciría necesariamente a desequilibrios y distorsiones a la larga perjudiciales no solamente para los bancos, sino también para familias y empresas.

Un proceso similar se ha seguido en *EE.UU.*, pero la salida va más adelantada, en línea con su ciclo económico. La Reserva Federal ha activado ya la tercera fase, la de reducción del activo. Las subidas de tipos de interés ya están avanzadas y probablemente continuarán.

Otros bancos centrales como el Banco de *Japón* no han dado señales de salir de manera inmediata de las medidas no estándar.

Ahora bien, *¿cómo debería ser el proceso para no alterar la actual senda de recuperación económica?* Un ingrediente fundamental es que el proceso sea gradual, para que el mercado se vaya acomodando. Para que

esto ocurra, la comunicación es muy importante para guiar las expectativas del mercado y evitar consecuencias indeseadas. Un ejemplo negativo fue el *taper tantrum* de *EE.UU.* en 2013: ante las noticias del fin de la política monetaria expansiva los inversores entraron en pánico y salieron del mercado de bonos, elevando las rentabilidades.

En cualquier caso, conviene no perder de vista que el protagonismo que ha tomado la política monetaria durante esta crisis sigue siendo *una anomalía*. La salida de estas políticas tiene que venir acompañada por otras medidas (políticas fiscales y reformas estructurales), puesto que la política monetaria por sí sola no puede garantizar al mismo tiempo la estabilidad de precios y la estabilidad financiera en todos los países.

Además, algunos de los riesgos a los que se enfrenta la política monetaria seguirán muy vigentes en el futuro, como es

el caso de las oscilaciones de los mercados cambiarios. Una fuerte apreciación del euro frente al dólar, como la sufrida de julio a septiembre de 2017 por una mejora de las expectativas de la economía europea, podría presionar a la baja las expectativas de inflación e impactar negativamente en las exportaciones de la zona del euro.

IV. ¿CÓMO AFECTARÁ LA RETIRADA DE ESTÍMULOS A LOS BANCOS EUROPEOS?

Dada la elevada heterogeneidad de los sistemas bancarios europeos, la retirada de los estímulos tendrá un *impacto diferente en los distintos países*, dependiendo de las características de sus modelos de negocio bancario. En términos generales, los sistemas bancarios que se vieron más negativamente afectados por las políticas expansivas serán los más beneficiados con su retirada. Hay varios factores determinantes

para estimar este impacto, con efectos en ambos sentidos:

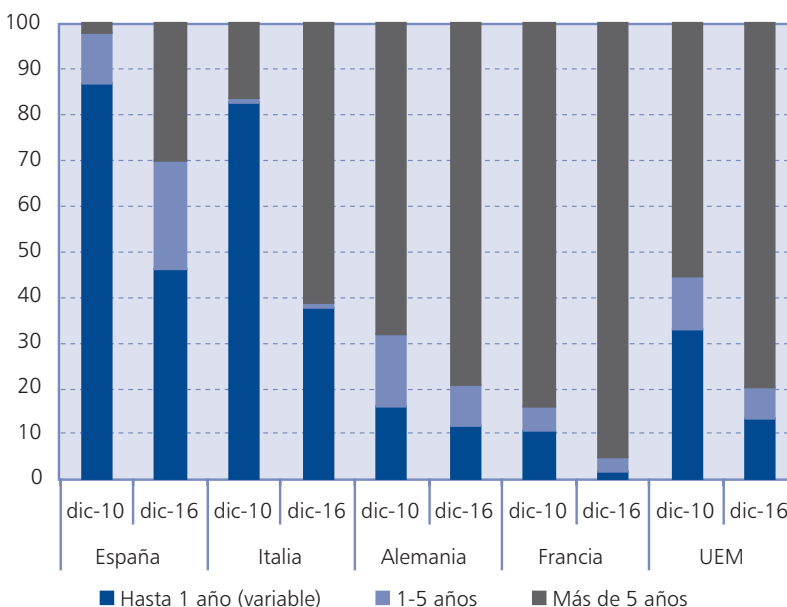
– En primer lugar, si el *peso de los créditos a tipo variable* es elevado, se notará más el aumento de los márgenes. Esto implica un efecto más positivo para países como España, donde las hipotecas a tipo variable tienen un peso muy considerable sobre los balances bancarios. En nuestro país, si bien es cierto que la subida de los tipos de interés implicaría un mayor pago de intereses para empresas y particulares, el crecimiento de la economía y el empleo, junto al progresivo desapalancamiento del sector privado, tenderán a contrarrestar este efecto. En este entorno, cabría esperar que las entidades financieras españolas fueran las claras ganadoras en comparación a sus homólogas europeas. Un efecto positivo interesante de la crisis es la corrección del sesgo excesivo hacia el crédito a tipo variable en la cartera hipotecaria de los países con un pasado de inflación más alta y volátil (como España e Italia). Como se puede observar en el gráfico adjunto (gráfico 6), está aumentando el peso del tipo fijo en la nueva producción de crédito hipotecario en estos países, lo que supone una convergencia hacia los modelos de países del núcleo, como Alemania y Francia.

– En segundo lugar, si el *peso de los depósitos minoristas* es elevado, como es el caso de España, el impacto de un aumento de los tipos oficiales será mayor, al aliviarse la restricción del suelo del tipo nominal cero.

– En tercer lugar, si el *coste de fondeo de los bancos es muy dependiente del de su soberano*, el aumento de la rentabilidad de la deuda pública podría implicar un mayor coste para los bancos.

GRÁFICO 6

NUEVAS OPERACIONES DE CRÉDITO VIVIENDA POR PERÍODO INICIAL DE FIJACIÓN DEL TIPO DE INTERÉS (Porcentaje total)



Fuente: Banco Central Europeo.

Esto implica un efecto más negativo para España.

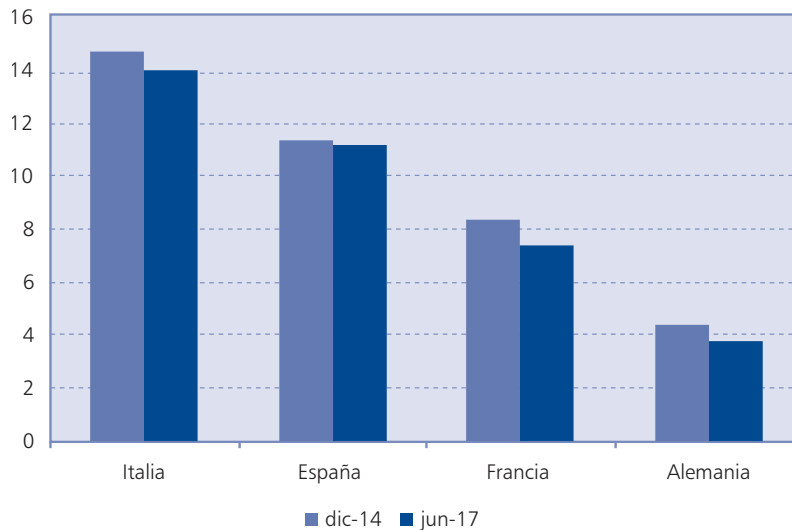
– Por último, si las *tenencias de soberano europeo son elevadas*, se notará antes la reducción de su precio (gráfico 7). Ese es un efecto negativo sobre los balances bancarios, especialmente acusado en el caso español, donde las carteras de deuda soberana en los balances de los bancos son especialmente elevadas (a junio de 2017, las tenencias de deuda soberana suponían el 11,2 por 100 de los activos bancarios en España, frente al 14 por 100 de Italia, el 7,4 por 100 de Francia o el 3,8 por 100 de Alemania). El debate actual sobre el tratamiento regulatorio del riesgo soberano es, por tanto, un tema muy relevante, que debe ser analizado cuidadosamente por las autoridades europeas.

Según la última *Encuesta de Préstamos Bancarios* del BCE (tercer trimestre, 2017), los bancos europeos declaran que el programa de compra de activos del banco central ha ayudado a reducir sus tenencias en los últimos seis meses y que lo seguirá haciendo en los seis próximos.

En lo que respecta al *vínculo bancario-soberano*, ya se han implementado medidas para romperlo en Europa, como la exigencia de absorción interna de pérdidas antes de llegar a un rescate soberano (el *bail in* frente al *bail out*). Lo que aún está pendiente es una implementación homogénea de la normativa de resolución en todos los países.

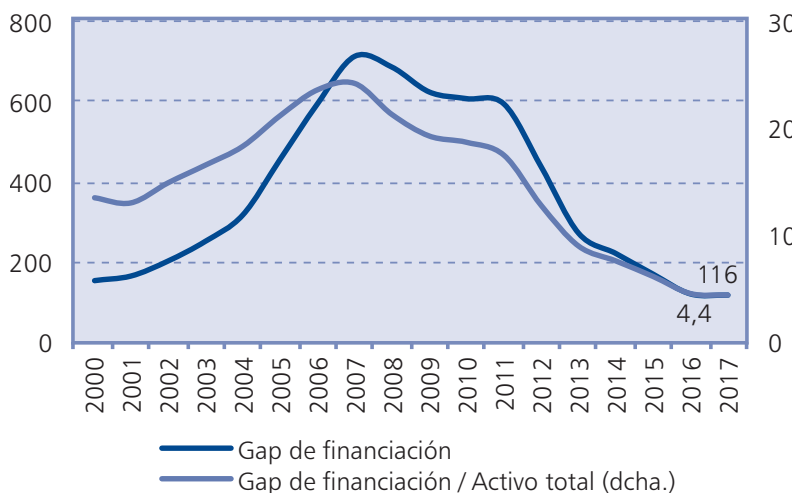
Por otra parte, hay factores como la *liquidez de los sistemas financieros*, que ya no serán tan relevantes para determinar el im-

GRÁFICO 7
TENENCIAS DE DEUDA PÚBLICA (Porcentaje total de activos)



Fuentes: Datos consolidados (BCE).

GRÁFICO 8
LIQUIDEZ DE LA BANCA ESPAÑOLA, GAP DE FINANCIACIÓN
(Crédito-depósitos sector privado, miles de millones de euros)



Fuente: Banco de España.

pacto de la retirada de los estímulos, pues ahora es muy amplia y se han aprovechado las subastas *TLTRO* (*Long-term Refinancing Operation*) para acumular recursos. Este hecho viene corroborado por la última *Encuesta de Préstamos Bancarios* del BCE, en la que los bancos afirmaron que su liquidez había mejorado en los últimos seis meses por el programa de compra de activos, sobre todo vía el incremento de depósitos de empresas y familias (gráfico 8).

Un factor que potencia que el impacto sea diferente entre países es que los estímulos se retirarán en un momento delicado, cuando *la unión bancaria* aún no se ha terminado. Y esto es importante porque el vínculo soberano-bancario aún no se ha erradicado. Si bien la unión bancaria representa la mayor cesión de soberanía en Europa desde la creación del euro, en el que ha prevalecido una fuerte voluntad política y una sensación de urgencia, hoy en día es necesario culminarla con un *fondo de garantía de depósitos único* (FGD) y un respaldo público común. El arranque de la unión bancaria sin un FGD común fue aceptado temporalmente como el mal menor en aras de tener una unión bancaria en marcha en 2015. La constitución de un FGD común es indispensable para completar la unión bancaria y, de esta manera, avanzar en la eliminación de los riesgos de fragmentación asociados al vínculo soberano-bancario. Adicionalmente y en paralelo, será necesario crear un respaldo (*backstop*) público común al Fondo de Resolución, ya que su tamaño (55.000 millones de euros una vez concluido el proceso de dotación en 2024) se puede considerar insuficiente en caso de una crisis sistémica y una quiebra masiva de instituciones bancarias.

V. EL NUEVO PARADIGMA DE LAS RELACIONES ENTRE POLÍTICA MONETARIA Y BANCOS

Después de una crisis tan importante como la que hemos vivido, y después de la honda transformación que han experimentado los principales bancos centrales del mundo, es de prever que la vuelta a la normalidad sea un proceso largo. Es más, esa «normalidad» a la que retornaremos habrá cambiado frente a la de antes de la crisis. ¿Qué efectos indelebles quedarán en nuestras economías y sistemas bancarios?

Es primer lugar, parece claro que *seguiremos necesitando al BCE* como proveedor de liquidez durante un tiempo muy prolongado. De hecho, parece difícil que el volumen negociado en el interbancario no garantizado (*unsecured*) vuelva a sus niveles precrisis, lo que hace imprescindible un papel destacado del banco central en la canalización de los flujos interbancarios (Arce, 2017b). Pero esta dependencia del banco central genera otros problemas que conviene analizar: un cierto riesgo moral ligado a la posibilidad de que se generen pérdidas en el BCE (1), y la posibilidad de que la acumulación de saldos en el sistema Target-2 continúe alimentando posiciones antieuropeístas en los países acreedores, especialmente Alemania. En segundo lugar, parte de la banca tenderá a ser *más segura y menos rentable*, en un nuevo marco regulatorio en el que estas entidades serán más *utility*. En el futuro, viviremos en un ecosistema más diverso en el que las *fintech* atacaran las partes más rentables de la cadena de valor, aumentando así la competencia. Los bancos tradicionales que no sepan an-

ticipar estas tendencias tendrán que resignarse a seguir proporcionando la infraestructura y los servicios básicos, mientras que los bancos digitales y las *fintech* se radicarán en la parte del negocio que proporcione más valor agregado.

Por mucho que la regulación trate de evitarlo, el *negocio bancario seguirá dependiendo del ciclo económico*. Aunque ahora tenemos herramientas macroprudenciales más avanzadas que antes de la crisis, aún estamos muy lejos de eliminar la prociclicidad. Además, algunas de las reformas recientes reman en la dirección contraria. Es el caso de IFRS9, cuyos requisitos se vuelven más estrictos cuando los bancos están afrontando una situación económica complicada, empeorando más sus cuentas y su capacidad de reacción. Estudios recientes (Plata *et al.*, 2017), cifran el impacto de esta normativa contable en el *capital CET 1* de los bancos españoles en 67 puntos básicos (pbs) en un primer momento y en alrededor de 200 pbs en una situación estresada.

No cabe duda de que *las entidades europeas estarán más integradas*, pues la unión bancaria (y la económica), a pesar de todas las dificultades, seguirán avanzando. Este hecho, unido al imparable progreso de la banca digital y en el marco del mercado único digital europeo, posibilitará la provisión de servicios bancarios transfronterizos en Europa y por tanto igualará sus condiciones.

Es también probable que haya *menos entidades* operando, puesto que a la tendencia ya existente a la consolidación, se añadirá una presión adicional por el lado digital, de manera que únicamente sobrevivirán los

que anticipen los cambios y sean más sólidos. Algunos bancos más débiles serán absorbidos por competidores más fuertes. Además, las subidas de tipos pueden hacer aflorar mora en algunos países. En cualquier caso, esta consolidación será compatible con un aumento de la competencia, como resultado de la potenciación del mercado europeo único y la entrada de nuevos operadores digitales.

Al menos en países como España, es de prever que el *crédito a tipo fijo cobre un mayor protagonismo*, lo que resultará en una oferta de productos hipotecarios más equilibrada, corrigiéndose el tradicional sesgo hacia el tipo variable.

Por último, la banca tenderá a *financiarse más vía depósitos*, por razones tanto de demanda como de oferta. Por el lado de la demanda, tras la crisis la clientela valora más la liquidez, por encima de la rentabilidad. Además, por el lado de la oferta los mercados de titulaciones y cédulas tardarán en recuperarse, sobre todo para las entidades medianas, y la capacidad de emisión se verá limitada por las fuertes necesidades de emisión de papel con absorción de pérdidas (*TLAC- MREL* (2)). A esto se suman los nuevos requisitos de liquidez, que hacen especialmente atractiva la financiación vía depósitos.

VI. CONCLUSIONES

Durante la reciente crisis internacional, *la política monetaria ha jugado un rol sin precedentes* en las principales áreas económicas mundiales, evitando el riesgo de estancamiento y deflación. Sin embargo, el mantenimiento durante demasiado tiempo de

estas medidas extraordinarias ha tenido efectos secundarios negativos, en particular sobre la rentabilidad bancaria, que se ha situado en Europa por debajo del coste del capital, situación que no es sostenible.

En Europa, el impacto de la retirada de los estímulos sobre los sistemas bancarios nacionales será muy diverso. En particular, las entidades con un mayor peso de créditos a tipo variable, más depósitos minoristas, con una financiación menos dependiente de la de su soberano y con unas menores tenencias de deuda pública serán las más beneficiadas. *España debería ser uno de los países más beneficiados de este restablecimiento de niveles más normales de rentabilidad.* La retirada de estímulos conlleva un riesgo de vuelta de la fragmentación financiera en la eurozona, que exige avanzar hacia la finalización de la unión bancaria, avanzando en paralelo en medidas adicionales de reducción de los riesgos heredados de la crisis y de compartición de riesgos, como la creación de un fondo de garantía de depósitos único y un respaldo público común al fondo de resolución.

Una vez retirados los estímulos *no se puede esperar que los mercados vuelvan a su estado precrisis*, pues lo acontecido durante estos años dejará efectos permanentes, o al menos prolongados. En este marco, las relaciones entre política monetaria y bancos en el futuro tendrán que regirse por un nuevo paradigma, por varios motivos.

En primer lugar, los bancos centrales jugarán un papel más destacado en la intermediación de los flujos interbancarios no «colateralizados», por lo que los bancos serán dependientes de

una financiación cuyas condiciones o cantidad pueden variar las autoridades en un momento dado. Aunque las implicaciones de esta tendencia dependen de las decisiones que tomen los bancos centrales, no deja de ser preocupante que las autoridades monetarias estén jugando un papel que no les es natural.

En segundo lugar, ahora ya contamos con la experiencia de haber utilizado herramientas de política monetaria que pueden tener un impacto importante sobre la rentabilidad bancaria. Este hecho tendrá, sin duda, repercusiones sobre las estrategias y el modelo de negocio de los bancos. Por ejemplo, el haber experimentado con los tipos de interés negativos podría actuar como aliciente para promover la concesión de créditos a tipo fijo.

En tercer lugar, no hay que perder de vista que en el futuro seguiremos experimentando los efectos de otras transformaciones profundas, como la reforma hacia una regulación más exigente (a medida que se implementen las reformas acordadas en los últimos años) o la banca digital.

En definitiva, la retirada de los estímulos monetarios coincidirá con un conjunto de efectos complejo, de manera que su impacto sobre el sistema bancario español dependerá la interacción de todos estos ellos.

NOTAS

(1) En diciembre de 2017 se hizo público que el BCE posee bonos senior de la empresa sudafricana Steinhoff, que ha reconocido irregularidades contables. Esto podría suponer un problema si se producen pérdidas en los bonos o si se convierten en acciones, que el BCE no puede poseer según su regulación.

(2) El Financial Stability Board (FSB) ha introducido el requisito de deuda con ca-

pacidad de absorción de pérdidas llamado *Total Loss Absorbing Capacity (TLAC)* para las entidades significativas globales (*GSIBs*), mientras que la Directiva de Recuperación y Resolución europea exige el *Minimum Requirement for own funds and Eligible Liabilities (MREL)* para todas las entidades de la Unión Europea.

BIBLIOGRAFÍA

ALTAVILLA, C.; BOUCINHA M., y J. L. PEYDRÓ (2017), Monetary policy and bank profitability in a low interest rate environment, *Working Paper* 2105, Banco Central Europeo. octubre.

ANTOLIN, P.; SCHICH, S., y J. YERMO (2011), «The economic impact of protracted low interest rates on pension funds and insurance companies», *OCDE Journal. Financial Markets Trends*.

ARCE, O.; GIMENO, R., y S. MAYORDOMO (2017a), «Making room for the need: the credit-reallocation effects of the ECB'S corporate QE», Banco de España, *Documento de Trabajo*, 1743.

ARCE, O.; NUÑO, G.; THALER, D., y C. THOMAS (2017b), *A Large Central Bank Balance Sheet? The Role of Interbank Market Frictions*, Banco de España.

Banco Central Europeo (2015), «Euro area banks' net interest margins and the low interest rate environment», *Financial Stability Review*, noviembre.

— (2017a), «Lower interest rates and sectoral changes in interest income», *Economic Bulletin*, 5.

— (2017b), «Which sectors sold the government securities purchased by the Eurosystem?», *Economic Bulletin*, 4.

Banco de Inglaterra (2016), *Inflation Report*, agosto.

BURRIEL, P.; MARTÍ, F., y J. PÉREZ (2017), «El impacto de la política monetaria no convencional sobre las finanzas públicas de la UEM», Banco de España, *Boletín Económico*, 3/2017, septiembre.

Fondo Monetario Internacional (2017a), «Getting the Policy Mix Right», *Global Financial Stability Report*, Chapter 1, abril.

— (2017b), «Negative interest rate policies—initial experiences and assessments», *Policy Paper*, agosto.

<p>IZQUIERDO, J. F. (2016), «Determinantes de los tipos de interés de las carteras de crédito en la Eurozona», BBVA Research, <i>Documento de Trabajo</i>, 16/11. IZQUIERDO, J. F.; FERNÁNDEZ DE LIS, S., y A. RUBIO (2015), «Determinantes del tipo de interés del crédito a empresas en la</p>	<p>Eurozona», BBVA Research, <i>Documento de Trabajo</i>, 15/09.</p> <p>PLATA, C.; ROCAMORA, M.; RUBIO, A. y J. VILLAR (2017), <i>IFRS 9. Pro-cyclicality of provisions. Spanish banks as an</i></p>	<p><i>illustration</i>, BBVA Research, Nota interna, octubre.</p> <p>ROENGPITYA, R.; TARASHEV, N., y K. TSATSARONIS (2014), Bank Business Models, <i>BIS Quarterly Review</i>, dic-15.</p>
--	--	--