

LAS DECISIONES RECIENTES DE POLÍTICA MONETARIA DEL BCE Y POSIBLES EFECTOS SOBRE LA RENTABILIDAD BANCARIA

A lo largo del año 2019 las perspectivas macroeconómicas en el área del euro se han deteriorado de manera considerable. En particular, la inflación descendió hasta el 1% en julio y las previsiones del BCE de septiembre arrojan una senda de recuperación bastante débil, alcanzando el 1,5% en 2021, muy por debajo de niveles que se puedan considerar consistentes con el objetivo de mantener la inflación por debajo, pero cerca, del 2%. El BCE también ha revisado a la baja la previsión de crecimiento del PIB hasta el 1,1% en 2019, 1,2% en 2020 y 1,4% en 2021. Ante esta situación, el Consejo de Gobierno del BCE ha adoptado, en su reunión del 12 de septiembre, una serie de medidas de política monetaria con el fin de garantizar que la inflación avance hacia su objetivo de forma sostenida.

La primera de estas medidas ha sido la reducción del tipo de interés de la facilidad de depósito en 10 puntos básicos (pb) hasta el -0,50%. En paralelo, el Consejo de Gobierno ha reforzado su orientación sobre la senda futura («forward guidance») de los tipos de interés. El Consejo espera que los tipos de interés oficiales continúen en los niveles actuales o inferiores hasta que observe una convergencia sólida de las perspectivas de inflación hasta un nivel suficientemente próximo, aunque inferior, al 2% en el horizonte de proyección, y dicha convergencia se haya reflejado de forma consistente en la evolución de la inflación observada. Con estas medidas se pretende ampliar el grado de acomodación monetaria, especialmente en los tramos cortos y medios de la curva de tipos de interés.

En segundo lugar, se ha decidido reiniciar las compras netas de activos en el marco del programa de compra de activos a un ritmo mensual de 20 mm de euros a partir del 1 de noviembre. La duración de este programa es indefinida, y el Consejo de Gobierno espera que finalice poco antes de comenzar a subir los tipos de interés oficiales. De esta forma se pretende extender la acomodación monetaria a los tramos largos de la curva de tipos de interés.

En tercer lugar, se han modificado los parámetros de la nueva serie de operaciones trimestrales de financiación a más largo plazo con objetivo específico (TLTRO III) que comenzó en septiembre. Por una parte, se reducen los tipos de interés aplicables. Por otra, se amplía el plazo de vencimiento de estas operaciones de dos a tres años. El objetivo de estos ajustes es mantener unas condiciones de financiación bancaria favorables.

Finalmente, se ha decidido introducir un sistema de dos escalones para la remuneración de las reservas, según el cual la remuneración negativa (-0,5%) del tipo de la facilidad de depósito no se aplica a una parte del exceso de liquidez de las entidades de crédito. La finalidad de esta decisión es apoyar el canal de transmisión bancario de la política monetaria en un entorno de tipos de interés negativos.

Los mercados financieros empezaron a anticipar este sesgo acomodaticio de la política monetaria, reforzado tras el discurso de Draghi en Sintra el 18 de junio, lo que se reflejó en una reducción de los tipos de interés interbancarios y

Gráfico 1
TIPOS DE INTERÉS DE MERCADO

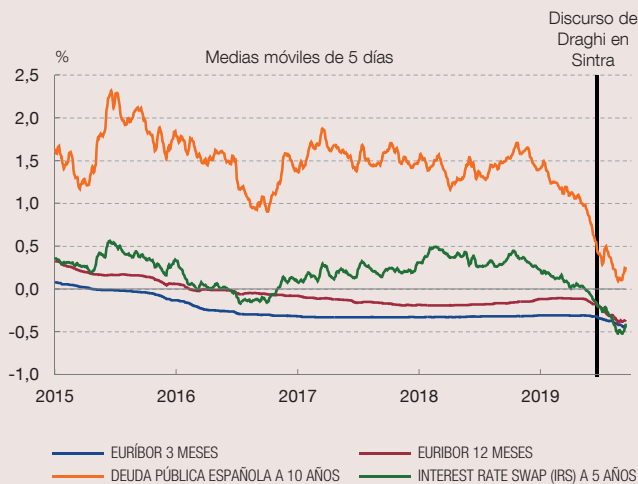
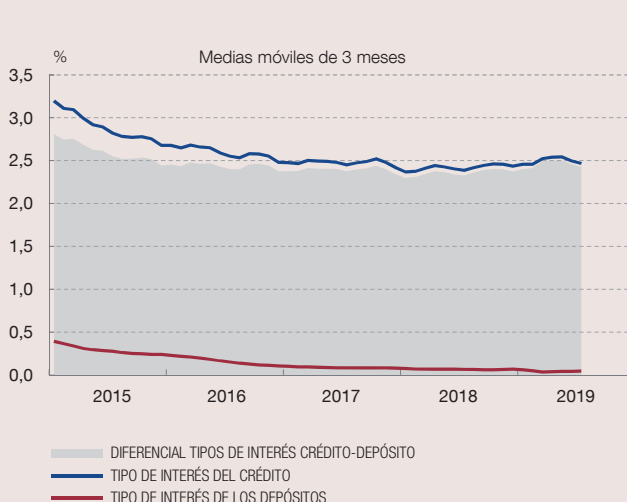


Gráfico 2
TIPOS DE INTERÉS BANCARIOS DE NUEVAS OPERACIONES



FUENTES: Banco de España y Datastream.

LAS DECISIONES RECIENTES DE POLÍTICA MONETARIA DEL BCE Y POSIBLES EFECTOS SOBRE LA RENTABILIDAD BANCARIA (cont.)

Gráfico 3
TIPOS DE INTERÉS BANCARIOS DE SALDOS VIVOS

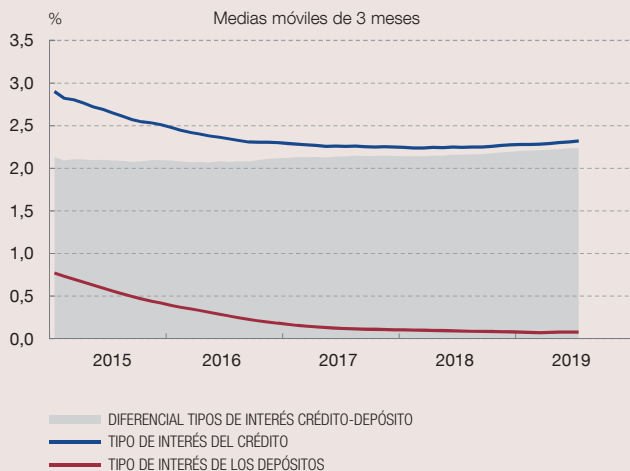
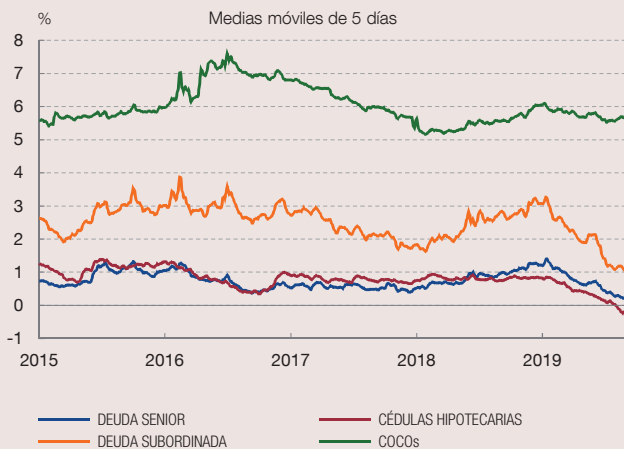


Gráfico 4
COSTE DE FINANCIACIÓN DE LOS BANCOS ESPAÑOLES



FUENTES: Banco de España y Datastream.

los de los mercados de renta fija, especialmente en los plazos largos (gráfico 1).

Los efectos de estas medidas de política monetaria sobre la rentabilidad de los bancos se producen a través de distintos canales y con signo distinto, lo cual hace que el efecto neto global sea difícil de cuantificar.

En el lado negativo, estas medidas podrían contribuir a comprimir el margen entre el tipo de interés del crédito y el de los depósitos. De hecho, cabría esperar que los descensos en los tipos de interés de mercado se trasladen a la rentabilidad del crédito en mayor medida de lo que lo hagan al coste de los depósitos, ya que estos últimos no tienen prácticamente margen de maniobra sin entrar en territorio negativo. La remuneración de los préstamos a tipo de interés variable, que constituyen una proporción destacada del crédito concedido a medio y largo plazo, se irá ajustando a los nuevos precios según se vayan actualizando a la evolución de los índices de referencia (lo que generalmente ocurre con un desfase inferior al año).

Además, en la medida en que los descensos se trasladen también a las nuevas operaciones, como suele ocurrir habitualmente, se producirá también un recorte en la remuneración media de los activos por esta vía. En los

anteriores episodios de bajadas de los tipos de interés, el impacto de la caída de la remuneración del crédito se vio en gran parte contrarrestado por un descenso en el coste de los depósitos. En efecto, el diferencial entre el tipo de interés del crédito y el de los depósitos mostró una gran estabilidad tanto en las nuevas operaciones como en los saldos vivos (gráficos 2 y 3). De hecho, en este último caso, se observa incluso un cierto repunte durante los últimos años, que refleja el efecto favorable del descenso de la morosidad y el aumento del peso relativo del crédito al consumo, con unos márgenes más elevados. Sin embargo, en esta ocasión cabría esperar que el sesgo acomodaticio de la política monetaria generara un mayor estrechamiento del diferencial entre el tipo de interés del crédito y el de los depósitos, dadas las dificultades para reducir adicionalmente el coste medio de los depósitos una vez que este se sitúa ya en niveles muy próximos a cero.

Asimismo, existe abundante evidencia teórica y empírica que muestra cómo los intermediarios financieros en un entorno de bajos tipos de interés pueden aumentar el riesgo de las operaciones que realizan, en un intento de elevar la rentabilidad¹. Esto es lo que se conoce como canal de la toma de riesgos de la política monetaria y sugiere que para

1 Véase, por ejemplo, D. Martínez Miera y R. Repullo (2017): «Search for yield», *Econometrica*, 85, pp. 351-378, o G. Jiménez, S. Ongena, J. L. Peydró, y J. Saurina (2014): «Hazardous times for monetary policy: What do 23 million loans say about the impact of monetary policy on credit risk-taking?», *Econometrica* 82, pp. 463-505.

LAS DECISIONES RECIENTES DE POLÍTICA MONETARIA DEL BCE Y POSIBLES EFECTOS SOBRE LA RENTABILIDAD BANCARIA (cont.)

valorar correctamente el impacto de este tipo de medidas sobre la rentabilidad es necesario tener en cuenta el riesgo incurrido y, en cualquier caso, vigilar de forma exhaustiva la toma de riesgos, actuando con medidas macroprudenciales en caso de que crezcan de forma excesiva.

En el lado positivo, la relajación monetaria debería contribuir a la mejoría de la actividad económica y a estimular el flujo de crédito. Por lo que respecta a la financiación mayorista de los bancos, se ha observado un descenso significativo de su coste coincidiendo con la intensificación de la política monetaria expansiva, sin que en este caso el valor de cero actúe como una cota inferior. De hecho, el coste medio de algunos instrumentos de financiación, como las cédulas hipotecarias, se sitúa ya en valores negativos (gráfico 4). El menor coste de la financiación mayorista contribuirá también a facilitar la emisión de valores que forman parte del requerimiento de pasivos elegibles (MREL por sus siglas en inglés), que deben tener las entidades para, en caso de resolución, ser recapitalizadas internamente (*bail-in*) y no con fondos públicos (*bail-out*).

Además, hay que tener en cuenta que dos medidas aprobadas por el Consejo de Gobierno del BCE (los términos más favorables de las TLTRO III y la exención de un tramo de las reservas) contribuirán al aumento del margen de intereses unitario (diferencia entre la rentabilidad del activo y el coste de los pasivos en términos del volumen de activos) de los bancos. Todo ello debería

reundar en una moderación del estrechamiento del margen de intereses.

Otros efectos potencialmente favorables del sesgo acomodaticio de la política monetaria sobre la rentabilidad de los bancos se producirían a través de distintas vías. En primer lugar, la caída de las rentabilidades de los valores de renta fija de la cartera de los bancos vinculada a las nuevas medidas (y, en particular, a la reanudación del programa de compras de activos) y el consiguiente aumento en su precio en el mercado generará plusvalías. Sin embargo, este efecto se desvanece gradualmente una vez que los tipos de interés dejan de reducirse y, además, en los últimos años las entidades han reducido sustancialmente las tenencias de estos títulos en la cartera disponible para la venta, que al estar valorada a precios de mercado es la que se anota tales plusvalías.

En segundo lugar, el estímulo sobre la economía que provocarán las medidas expansivas de política monetaria y el descenso en el coste de la deuda viva tendrán efectos favorables sobre la calidad de la cartera de crédito, lo que se traducirá en unas menores pérdidas crediticias y en un descenso de los activos que no generan rentabilidad (préstamos morosos).

Por último, los precios de los activos reales en las carteras de los bancos también aumentarán, si bien este efecto también es cada vez menos importante al haber reducido los bancos sus carteras de adjudicados en los últimos años.