

# **El futuro del sistema financiero**

Santiago Carbó Valverde

*Apertura de curso de la Academia Andaluza de Ciencia Regional*

Agradecimientos

## ***A modo de introducción: la primacía de lo financiero y la herencia de la crisis***

El orden económico mundial de las últimas décadas se ha orientado bajo la primacía de lo financiero. Las interconexiones financieras se han multiplicado y, junto a ellas, ha crecido la preocupación por la acumulación de deuda -aunque no se ha frenado el avance del apalancamiento- y la restricción presupuestaria creciente sobre las políticas fiscales han ido dejando paso a un protagonismo cuasi-absoluto de la política monetaria. La Gran Recesión y sus bases financieras fueron el gran punto de eclosión de una necesaria revisión sobre cuál es el futuro del sistema financiero internacional y las posibles vías para una reordenación.

Echando la vista atrás y comparando la situación actual con la de antes de la crisis, parece que se ha avanzado considerablemente en el control de gran parte de los riesgos más tradicionales, los relacionados con el mundo bancario. Sin embargo, de algún modo, no se está asumiendo con

suficiente importancia la relevancia adquirida por los riesgos no bancarios.

Por tres motivos:

- i) El primero, que el crecimiento de los flujos financieros es mayor en los sectores no bancarios, a los que me referiré más adelante como “banca en la sombra”.
- ii) Segundo, esos nuevos proveedores financieros cuentan con un menor control regulatorio.
- iii) Tercero, en cierto modo, la eclosión de la banca en la sombra tiene que ver con una búsqueda de rentabilidad con tal vez excesivo riesgo en un entorno de tipos de interés super-reducidos o negativos.

Tras esa gran crisis, la mitad del sistema financiero intermediado –los bancos– está peleando debajo de una losa regulatoria, mientras la otra mitad se mueve de forma mucho más libre. Se trata de la “banca en la sombra”: todos esos flujos de financiación fuera del sector bancario que pueden abarcar desde fondos de cobertura (hedge funds) hasta compañías de seguros. En estos shadow banks hay una gama de presiones regulatorias muy variada, pero más ligera que la bancaria. En algunos casos, incluso, muy liviana. De nuevo, aparece la tecnología, ya que a este grupo alternativo de financiadores le han surgido nuevos miembros en torno al

fenómeno fintech, como las empresas de préstamo entre particulares o peer-to-peer (P2P), o la posible irrupción de grandes bigtech en el mercado crediticio, algo que ya es una realidad en China. En todo caso, los grandes flujos siguen dominados por agentes que quieren poner su dinero en mercados de deuda o prestar directamente a empresas. El Banco de Pagos Internacionales (BIS por sus siglas en inglés) viene ofreciendo cifras inquietantes. Los bancos tradicionales siguen siendo muy relevantes, pero tienen un perímetro regulatorio muy marcado. Esto explica que los flujos internacionales de financiación de entidades bancarias a instituciones financieras en otros países (el otrora gran mercado interbancario global) esté prácticamente congelado. Sin embargo, los flujos financieros transfronterizos de entidades no bancarias, según el BIS, aumentaron en 172.000 millones de dólares en 2018 y ya alcanzan un valor de negocio acumulado de 7 billones de dólares. Es ilustrativo pensar que un 35% de estos fondos de financiación se canalizaron hacia Islas Caimán y Luxemburgo.

En 2019 (con datos hasta mitad de año), la financiación bancaria transfronteriza apenas ha crecido un 2%, mientras que la de entidades financieras no bancarias ha aumentado alrededor del 13%. La gran pregunta es si esto es la vía natural de escape para que la financiación

sobreviva al tsunami regulatorio o una amenaza para la estabilidad financiera. O, tal vez, una mezcla, con ponderación indefinida, de ambas. La evidencia anecdótica es inquietante. Asistimos ahora, por ejemplo, a un posible colapso de grandes fondos de financiación inmobiliaria en India. Algunos lo llaman ya el “momento Lehman” de Bombay. Se cierne entre escándalos sobre el uso de los fondos en estas compañías, y los problemas para mantener su financiación amenazan al conjunto de un sistema financiero de grandes dimensiones y en plena ebullición. Por otro lado, en China, dos tercios de las empresas de préstamo P2P han quebrado, algunas dejando tras de sí grandes agujeros.

La herencia de la Gran Recesión es, por lo tanto, doble. Por un lado, una historia de a dónde va la liquidez . Por otro lado, de qué sucede con la deuda acumulada. El sistema financiero derivado tiene a grandes empresas financieras asiáticas tomando posiciones en el resto del mundo (muchas de ellas chinas e indias). Además de su propio desarrollo económico, son localizaciones que concentraron gran parte de la liquidez privada mundial cuando la música dejó de sonar en EEUU y Europa. Ahora que alguna melodía se silba, parte de esa liquidez ha vuelto a Occidente, pero en los países emergentes se han desarrollado grandes centros financieros en la sombra, con implicaciones sistémicas considerables. En cuanto a la gestión

de la deuda, es tal vez el problema más preocupante. Las obligaciones de deuda colateralizadas (CLO en inglés), en diversas manifestaciones, están creciendo de forma significativa. Son contratos que empaquetan deuda empresarial. La misma que, en un 40% según el FMI, está en riesgo de impago si suben los tipos de interés. El mercado de títulos de deuda apalancados (*leveraged loans*), del que forman parte los CLO, supera el billón de dólares en EEUU y sobre el que es difícil hacer una estimación de su tamaño global. Surge porque ahora muchas empresas no buscan financiación en los bancos, sino en ceder deuda a hedge funds y a una multitud de operadores no bancarios que toman posiciones en ellas. Y en ocasiones, mediante diversos mecanismos de activismo, el control.

¿Cuál es la respuesta de la regulación, los supervisores y la política monetaria? De momento, poca. El riesgo para la estabilidad financiera de los préstamos apalancados pende de que la política monetaria está actuando como un dique de contención. Muchos CLO ofrecen rentabilidades positivas sustanciales que no casan bien con las de activos más a largo plazo, como muchos títulos de deuda pública. La deuda global es una gran presa en la que una gran compuerta separa el agua de la deuda en la que invierten los bancos centrales y la que se negocia libre en el mercado (entre otros, los CLO). Cuando se ha hecho amago de retirar la

expansión cuantitativa, la seguridad de la parte protegida se ha visto comprometida y el riesgo de la otra mitad ha crecido también. Por eso, en buena medida, se ha vuelto a activar la expansión cuantitativa. Y con ella, esa sensación de que estamos atrapados, de que la solución a la crisis es ahora un problema difícil de resolver.

### ***¿Qué implican los tipos de interés reducidos, nulos o negativos?***

Es una pregunta a la que probablemente sólo podamos dar respuesta pasados unos años. Tal vez porque, pasado un tiempo, estaremos ante problemas de difícil o dura resolución si esos tipos de interés se mantienen por un tiempo demasiado prolongado.

En un estudio reciente que hemos realizado desde Funcas y que aparecerá en breve, se analiza el impacto de los tipos de interés negativos en el sector bancario. En este estudio se pasa revista a la evidencia teórica y empírica de estudios previos sobre los efectos de las políticas monetarias no convencionales. Asimismo, se aporta evidencia empírica nueva para el caso de la banca europea, en relación con los efectos de las políticas no convencionales del Banco Central Europeo.

El debate sobre la efectividad a las políticas monetarias no convencionales se ha intensificado en los casos de la Reserva Federal de

Estados Unidos y del Banco Central Europeo una vez que ambas instituciones han retomado la senda expansiva de su política monetaria en 2019. En la actualidad, la falta de consenso sobre la dirección de esta política y sus efectos es considerable. Por un lado, existe una cierta aceptación general de que la expansión cuantitativa y los tipos de interés reducidos han podido ayudar a los bancos a lidiar con los retos que planteó la crisis y con una economía recesiva. Por otro lado, la vertiente crítica sobre estas políticas ha aumentado. Estudios recientes sugieren que existe un nivel mínimo efectivo de tipos de interés (*effective lower bound o ELB*) por debajo del cual los tipos dejan de operar como mecanismo de transmisión de la política monetaria. En la práctica, los tipos negativos han tenido, de hecho, poco impacto como estímulo del crédito. Algunas investigaciones han señalado, incluso, que, en determinadas circunstancias, pueden generar un “efecto inverso” y acabar produciendo exactamente el efecto contrario que pretendían. En cuanto a los bancos, se ha demostrado que la política monetaria no convencional -como los tipos de interés negativos- tiene un efecto negativo en los márgenes y la rentabilidad.

En el informe identificamos otros efectos de los tipos negativos más allá del crédito y los márgenes bancarios. Entre ellos, en la estructura competitiva de los mercados financieros (por ejemplo, con la proliferación

de proveedores no bancarios “en la sombra”) y en el nivel de liquidez (entre otros, acumulación de liquidez y distorsiones en los mercados monetarios de corto plazo). A esto hay que añadir que el uso de títulos de deuda como colateral con esta política monetaria no convencional también puede generar riesgos para la estabilidad financiera. Muchas empresas que deberían haber abandonado el mercado o reestructurarse por la dinámica competitiva al uso, parecen sobrevivir (como “zombis”), aprovechando la liquidez abundante y los tipos reducidos. Su capacidad de resistencia reduce la productividad agregada y la oportunidad de prosperar de otros proyectos empresariales más saneados que quieren salir al mercado. Los tipos negativos también se han identificado como fuente generadora de señales confusas para los inversores tanto en creación de precios como en formación de expectativas. Se trata de distorsiones significativas en mercados como los de liquidez, de valores e inmobiliario.

En cuanto al análisis empírico propio del informe, mostramos que los bancos que operan en entornos monetarios con tipos negativos tienen márgenes un 18,4% menores que los de los bancos en otros entornos.

Este es un debate vivo y muy relevante. No se trata sólo de que estos tipos de interés sean poco convenientes para los bancos, existe evidencia que sugiere que también tienen un impacto negativo en el conjunto de la



economía si se mantiene demasiado tiempo. Parece urgente realizar un seguimiento de los efectos de estas políticas no convencionales en diferentes sectores del sistema financiero. Más aún, este ejercicio de seguimiento debería ser también prospectivo y tener en cuenta cómo los cambios en los incentivos y los precios que conlleva estos entornos de tipos reducidos pueden afectar a la estabilidad financiera. Están en juego aspectos como la sostenibilidad de la deuda corporativa, el contagio entre deuda soberana y privada, el aumento de la banca en la sombra, la acumulación de liquidez y numerosas distorsiones en los mercados inmobiliarios. Las funciones básicas de financiación e inversión del sector financiero deben basarse en un sistema de incentivos robusto y mantener los tipos de interés reducidos durante un tiempo prolongado no parece la mejor alternativa para ello.

### ***La exigencia de la tecnología ya estaba ahí antes de la crisis***

Como señalaba anteriormente, el protagonismo de las finanzas convive con transformaciones intensas en la tecnología. Hay, incluso, una forma menos común de ver la crisis económica, aunque compatible con las teorías al uso sobre sus causas y consecuencias. En particular, puede argumentarse que la Gran Recesión fue una interrupción en la evolución

hacia la digitalización. Una vez pasado lo peor de una de las peores crisis de los últimos cien años, se ha retomado y acelerado esa transformación. En todo caso, los economistas debemos reconocer que la comprensión sobre los mecanismos de ajuste se ha quedado atrás. Aparecen múltiples paradojas. Por ejemplo, algunas de las empresas que más han apostado por la digitalización (los bancos) han sido las que más castigo bursátil han recibido en el período de recuperación económica post-crisis pero también están entre de las que más recuperación de valor se espera a largo plazo. Calvario en el presente, oportunidad en el futuro. Por dos motivos. Por un lado, porque la digitalización les ha obligado a aligerar su estructura y hay margen de ganancia de eficiencia. Por otro lado, porque el ambiente monetario actual de tipos de interés reducidos, aunque parece prolongarse, no puede eternizarse y cuando se pase a un ambiente monetario más “normalizado”, las entidades financieras podrían recuperar valor de mercado. Eso sí, serán nuevos bancos porque el sistema financiero también será muy distinto. Serán árboles de los que se habrán desprendido de muchas ramas pero con un tronco tecnológico renovado. También con nuevos competidores (y potenciales colaboradores) en su ecosistema. No sólo con todas las empresas que se han englobado dentro del fenómeno

FinTech sino también con las grandes tecnológicas o BigTech, cuya irrupción en las finanzas no ha hecho más que empezar.

Cuando se mira al mercado bursátil post-crisis, son precisamente esas tecnológicas el sustento de los índices. En todo caso, aunque tienen un gran potencial de ganancia su futuro parece augurar una valoración más moderada. Han vivido un pasado efervescente, pero se enfrentan a un presente dubitativo y no tienen más remedio que pasar por un futuro acomodaticio. En cuanto las grandes tecnológicas pasen por las fases de regulación, tributación y escrutinio antimonopolio al que han sido sometidos los bancos –al igual que otras industrias convencionales-, se les verá de otro modo. Y su incursión en las finanzas será un test definitivo. Eso sí, la estabilidad financiera es sistémica y la entrada de instituciones de tal tamaño impone un reto. Su control de la información y la privacidad también. Un desafío esencial para los reguladores y supervisores.

Las bolsas son hoy algo más difícil de desentrañar de lo que eran a finales del siglo XX. En el entresuelo del edificio bursátil hay multitud de sectores sometidos a un fuerte revolcón, hasta el punto de poner en tela de juicio la solidez y liderazgo de economías hasta ahora referentes. Se trata sobre todo de todas las industria manufactureras y de servicios donde, con la tecnología, los costes marginales han caído en picado y los retos

tecnológicos y medioambientales les imponen cambios drásticos. Sucede con la industria automovilística. Pasa también con el turismo, el entretenimiento o con la educación. La distancia y lo tangible importa cada vez menos. La bolsa es un terreno de indefinición pero, en unos años, tendrá una composición distinta. En ese entresuelo están también los bancos del siglo XXI, sometidos a un proceso de creación y destrucción schumpeteriana.

### ***¿Cómo actuar? Reina la discrepancia***

La discrepancia reside en que ya no hay consenso en cómo afrontar los retos económicos en los que lo financiero sigue siendo determinante. Ante la Gran Recesión, se actuó con política monetaria expansiva. Y se ha prolongado mucho tiempo. Tanto que han aumentado las voces críticas sugiriendo que se ha llegado a un punto de difícil retorno y a una alteración de los incentivos a la inversión y financiación con potencial peligro para la estabilidad financiera.

El control de la información deviene esencial en este contexto de retos de política económica. La necesidad de hacer política (monetaria y fiscal) manejando más datos que nunca cuando la realidad es en todos los años que siguieron a la Gran Recesión no se ha acertado, desde los propios

bancos centrales ni los gobiernos, en las previsiones de inflación. Pasadas casi dos décadas del siglo XXI hay una división sobre el camino a seguir para configurar un sistema financiero normalizado, al servicio de la economía real. A favor de continuar con los estímulos está el argumento natural de no poner coto a la única política que ha tenido algún impacto positivo para salir de la crisis. Ese límite inferior lo puede estar marcando entrar en tipos negativos. Los que están a favor de ellos creen que cualquier problema técnico o excepcionalidad asociada es solucionable y será más que compensado con las ganancias de apoyar los canales de financiación. En contra, evidencias de experiencias anteriores y de diferentes estudios que sugieren que la política monetaria es menos efectiva cuando los tipos de interés se encuentran en niveles reducidos y que los tipos negativos pueden tener efectos contrarios a los esperados. A los bancos y a los ahorradores tampoco les vienen tipos de interés negativos o reducidos durante demasiado tiempos porque la estructura de remuneraciones del mercado no les permite obtener rentabilidad. Los bancos que más ahorro acumulan (más depositantes) son los más penalizados. Por otro lado, es un hecho reconocido por el propio las autoridades monetarias que la expansión cuantitativa ha aumentado el crédito pero mucho menos de lo que se esperaba.

La complejidad del panorama monetario y financiero presenta una dificultad añadida: la falta de referencias sobre la orientación de un valor tan esencial como la educación financiera. La dificultad para mejorar la instrucción económica cuenta con el problema del elevado grado de disensión entre economistas y decisores de política. La duda que permanece es si los supuestos y herramientas que se están aplicando son los adecuados para la economía del siglo XXI. Los economistas se dividen entre los que creen las recesiones siguen siendo necesarias para volver a crecer y corregir burbujas financieras e inmobiliarias y los que creen que con las herramientas adecuadas las recesiones no tendrían que ser inevitables. Son muchas las aportaciones de economistas que invitan a renovar la visión sobre los ciclos económicos, la sostenibilidad fiscal y el papel del sistema financiero. En los ambientes de indefinición, los consumidores se retraen y proliferan las profecías auto-cumplidas: si las cosas pintan mal, sólo pueden ir a peor. Inevitablemente, sobre este debate planea el papel de los bancos centrales. Es posible que se estén adoptando prácticas frente al sistema financiero que introducen anomalías en los mercados y es posible, también, que esto esté sucediendo desde principios de este siglo. Los banqueros centrales tuvieron que cambiar forzosamente el sentimiento de pesadumbre tras el 11 de Septiembre de 2001. Muchos

economistas echaron en falta una corrección natural, más cíclica que, tal vez, hubiera suavizado la crisis que finalmente llegó unos años después. Tal vez hoy las acciones monetarias extraordinarias siguen demorando algunos ajustes inevitables. Es una economía política muy orientada a la excepcionalidad monetaria. Es el sistema financiero donde parece que se ha instalado la economía. Un sistema que vive una transformación interna profunda en su estructura competitiva y tecnológica y que busca el modo de reconciliar su relación con una política monetaria que también debe reorientar su rumbo.

***A modo de conclusión: el nuevo reto son las finanzas sostenibles***

La tecnología y los retos regulatorios y monetarios tendrán en los próximos años, además, un ingrediente adicional que considerar, que se inserta como un virus en todas las actividades empresariales y se ha convertido en una tardía obligación: la sostenibilidad ambiental. El desarrollo sostenible es el desarrollo que satisface las necesidades actuales de las personas sin comprometer la capacidad de las futuras generaciones para satisfacer las suyas. Las finanzas tienen mucho que decir al respecto. No es sólo una economía y una financiación más verde sino más coherente intergeneracionalmente. Retos como las pensiones y el envejecimiento de

la población ya estaban insertados en el debate. El cambio climático, sin embargo, ha llegado más recientemente al ámbito de las finanzas.

La financiación sostenible está vinculada a cualquier forma de servicio financiero que integre los criterios ambientales, sociales y de gobernanza en las decisiones comerciales o de inversión para el beneficio duradero de los clientes y la sociedad en general. Las actividades incluidas en el concepto de finanzas sostenibles, por nombrar solo algunas, incluyen fondos sostenibles, bonos verdes, inversiones de impacto, microfinanzas, propiedad activa, créditos para proyectos sostenibles y el desarrollo de todo el sistema financiero de una manera más sostenible.

En Europa se está intentando avanzar en esta dirección. Con el fin de asociar la inversión sostenible con las finanzas, y alcanzar los objetivos sobre clima y energía acordados en París en diciembre de 2015, la Comisión Europea (CE) lanzó en 2018 un ambicioso Plan de Acción para el crecimiento sostenible. Se buscaba reducir los riesgos financieros causados por el cambio climático, los desastres naturales y los problemas ambientales y sociales. El objetivo es fomentar inversiones más transparentes y de largo plazo. El primer paso se materializó en una serie de propuestas legislativas. Entre otros, se trata de los requisitos de divulgación de las inversiones sostenibles, el establecimiento de una taxonomía (criterios uniformes o



glosario para determinar la sostenibilidad ambiental de una actividad económica, por ejemplo actividades ambientales y sociales), y la introducción de nuevas categorías de referencias ('bechmarks').

En este sentido, las cuestiones ambientales, sociales y de gobernanza (ASG), así como la sostenibilidad, se están convirtiendo en una prioridad de la Comisión Europea, que pretende incluso establecer estándares y convertirse en un líder mundial en este campo. Este enfoque también está respaldado por otros reguladores y supervisores de la UE. El debate se ha introducido incluso en el Banco Central Europeo. Muchos piden ya que el programa de compra de activos se ciña a inversiones respetuosas con el medioambiente.

En definitiva, cabe pensar que cualquier sistema financiero en el futuro será más tecnológico, más abierto (con menor importancia relativa de la distancia física) y más verde. Es pronto, en todo caso, para evaluar en qué medida se logrará que sirva su propósito de canalizar los flujos de ahorro hacia la economía real y orientar eficientemente las inversiones porque los retos regulatorios son muchos, la situación monetaria es excepcional en términos históricos y la diversidad de actores en el sector es creciente.

-----

