

# Situación Banca

Mayo 2015

Unidad de Sistemas Financieros

- Evolución del sector bancario español: afianzando la recuperación
- Estimación del coste del capital de la banca española
- El mecanismo de segunda oportunidad
- Determinantes del tipo de interés del crédito a empresas en Europa
- Libro Verde sobre la Unión del Mercado de Capitales

## Índice

1 Evolución del sector bancario español: afianzando la recuperación	4
2 Estimación del coste del capital de la banca española	6
3 El mecanismo de segunda oportunidad	8
4 Determinantes del tipo de interés del crédito a empresas en Europa	9
5 Libro Verde sobre la Unión del Mercado de Capitales	11
6 Anexo: principales indicadores de seguimiento del sistema bancario español	13

## Resumen

---

### 1. Evolución del sector bancario español: afianzando la recuperación

La recuperación económica se afianza en España, pero continúa el necesario desapalancamiento del stock de crédito, que está siendo compatible con el crecimiento del flujo de nuevas operaciones de crédito. Adicionalmente, la mora del sistema dejó atrás su máximo en 2013, la deuda en balance se ha reducido notablemente y el ratio créditos/depósitos cae hasta niveles más sostenibles. Al mismo tiempo, la solvencia se ha reforzado y las entidades han incrementado sus fondos propios. La rentabilidad se vio afectada durante la crisis por las dotaciones de provisiones, y aún hoy es débil en un entorno de menor actividad, mayor presión regulatoria, desapalancamiento, tipos bajos y morosidad. A pesar de ello, el sector ha conseguido triplicar el BAI en 2014 y aumentar el beneficio neto un 36%.

### 2. Estimación del coste del capital de la banca española

El coste del capital es fundamental para las entidades: es el precio del riesgo (para los accionistas), la vara de medida para los proyectos de inversión de la entidad y para la valoración de las entidades por parte del mercado. Actualmente estimamos que el coste del capital promedio del sector bancario español está en el entorno del 8,0% empleando el CAPM (*Capital Asset Pricing Model*). A pesar de que la beta promedio del sector (el riesgo de las entidades) está en máximo histórico, el entorno de tipos de interés excepcionalmente bajos presiona a la baja el coste del capital por el nivel de la tasa libre de riesgo, el bono alemán a 10 años, por debajo del 1% desde mediados de 2014.

### 3. El mecanismo de segunda oportunidad

El Gobierno ha aprobado cambios en el tratamiento de la insolvencia personal en España, acercándose al modelo europeo, para facilitar el desapalancamiento de las familias, mejorar la asignación de recursos y fomentar la actividad emprendedora. La principal novedad es el "mecanismo de segunda oportunidad" en el ámbito concursal, cuyo objetivo es evitar que una persona física tenga que arrastrar indefinidamente una deuda que difícilmente podrá satisfacer. Concretamente, el mecanismo contempla dos fases: 1) acuerdo extrajudicial de pagos, al que deudores y acreedores tienen que intentar llegar antes de acudir al juez; y 2) el concurso personal propiamente dicho, que permite incluso la exoneración total de la deuda si el deudor cumple determinadas condiciones. La implantación de este nuevo marco legal es positiva, aunque algunos aspectos podrían ser mejorables.

### 4. Determinantes del tipo de interés del crédito a empresas en Europa

La crisis ha puesto de manifiesto que los mercados europeos no estaban tan integrados como podía parecer, y esto impactó sobre el tipo de interés del crédito empresarial de diferente forma por países, estando más afectadas las empresas (sobre todo pymes) de los países periféricos. A partir del verano de 2012 se adoptaron medidas efectivas para reducir la fragmentación financiera y las primas de riesgo soberano. No obstante, este efecto se trasladó sólo parcialmente a los tipos de interés del crédito en los países periféricos porque el aumento de la tasa de mora (indicador del riesgo de crédito empresarial) ejercía de contrapeso. En 2014 este factor ha empezado a experimentar una ligera mejoría en España e Italia, lo que ha permitido que los tipos del crédito a empresas hayan comenzado a reducirse en ambos países. A futuro, los avances hacia la Unión Bancaria y, sobre todo, la mejora de la morosidad facilitarán la convergencia de los tipos del crédito en la Eurozona, que dependerán más de los fundamentales de las empresas y no del país donde éstas se radiquen.

### 5. Libro Verde sobre la Unión del Mercado de Capitales

El 18 de febrero la Comisión presentó el Libro Verde sobre Unión del Mercado de Capitales (UMC), cuyo inicio se propone para 2019. El objetivo de esta iniciativa es aumentar la profundidad y tamaño de los mercados de capitales de la UE para desarrollar el músculo financiero necesario para competir en la economía global. El proyecto cubrirá diversos segmentos de los mercados de capitales: titulizaciones, bonos colateralizados, colocaciones privadas y financiación a largo plazo, entre otros, e incluirá medidas aplicables en múltiples sectores. El enfoque propuesto promoverá iniciativas de los participantes en los mercados para corregir algunos efectos indeseados de la nueva regulación, y destaca el papel esencial que juegan los bancos en los mercados de capitales. Se presentará un plan de acción en el segundo semestre de 2015.

# 1 Evolución del sector bancario español

Las tablas y datos comentados se encuentran en el anexo de este documento. La mayor parte de los datos proceden del capítulo 4 del Boletín Estadístico del Banco de España. El análisis se limita al negocio bancario en España.

- La mejora de los resultados del sector se mantiene en 2014, apalancados en el afianzamiento de la recuperación económica tras seis años de crisis.
- Continúa el necesario ajuste del stock de crédito, que está convergiendo a niveles más sostenibles tras un prolongado esfuerzo de desapalancamiento. La disminución acumulada del volumen total de crédito ha sido de un 24,5% desde diciembre de 2008 (tabla 1). Esta disminución del crédito ha sido especialmente fuerte en 2012 y 2013 debido al ajuste del valor de los activos tras los Reales Decretos de 2012 y al traspaso de activos inmobiliarios a la Sareb por parte de las entidades que recibieron fondos públicos para recapitalizarse.
- Todas las carteras de crédito al sector privado (Otros Sectores Residentes, OSR) se reducen fuertemente durante los últimos años, como se observa en la tabla 4. La reducción del crédito OSR desde 2008 es de 506bn€, un 48% del PIB. La contracción se concentra fundamentalmente en el crédito a empresas, con una caída acumulada del 34% desde el inicio de la crisis, siendo destacable que el crédito a empresas inmobiliarias y constructoras ha caído más de un 57%. El crédito a hogares muestra una resistencia mayor a la reducción por su menor mora y el mayor plazo medio del crédito hipotecario.
- El activo total del sector se ha reducido un 11% durante la crisis (tabla 1). Esta caída no es tan fuerte como la del crédito debido al comportamiento de las carteras de activos financieros (renta variable y renta fija), especialmente la cartera de deuda pública, que aumentan de forma continua desde 2008 en un intento de reforzar la capacidad de generación de ingresos de las entidades. Desde 2014 el volumen de estas carteras empieza a decrecer moderadamente.
- En cuanto al pasivo (tabla 1), el volumen total de depósitos se ha reducido un 17% durante la crisis. No obstante, descartando otras partidas más volátiles, los depósitos del sector privado residente muestran una mayor estabilidad (tabla 6). La disminución registrada en 2014 se puede atribuir en su mayor parte al entorno de bajos tipos de interés, que afecta especialmente al atractivo de las imposiciones a plazo fijo frente a otros productos de ahorro. En los dos primeros meses de 2015 se registra un ligero repunte.
- En cuanto a las operaciones interbancarias, se observa un aumento significativo del saldo neto (pasivo menos activo) desde el inicio de la crisis por el aumento de la apelación a la liquidez del BCE por parte de las entidades españolas ante el cierre de otras fuentes de financiación. No obstante, esta serie muestra una clara tendencia a la baja desde los máximos alcanzados en agosto de 2012 (-68% desde máximo), en línea con la normalización de otras fuentes de financiación mayorista y las medidas extraordinarias introducidas por el BCE.
- El exceso de capacidad instalada sigue reduciéndose (tabla 3) en línea con la contracción de volúmenes de negocio comentada. Es significativa la reducción del número de oficinas bancarias, más de 14.000 desde el máximo de 2008.
- Por otra parte, la solvencia del sector se ha reforzado notablemente, pues incluso durante una crisis de esta magnitud se observa un incremento de 51bn€ en el volumen de fondos propios en balance (exclusivamente capital y beneficios retenidos), además de que la calidad del capital ha mejorado.
- La morosidad del sector (tabla 4) se incrementa desde el inicio de la crisis. Sin embargo, ya se observa una tendencia decreciente en el ratio de mora (a pesar de que su denominador sigue cayendo), que

dejó atrás su nivel máximo en 2013. El volumen de crédito OSR dudoso se ha reducido en 25bn€ en 2014 más otros 2,2bn€ en los dos primeros meses de 2015. El 40% de esta cartera lo componen créditos a empresas inmobiliarias y constructoras, que deben reducirse.

- El desapalancamiento del stock crédito al sector privado está siendo compatible con el flujo de nuevo crédito (tabla 5). Las nuevas operaciones de crédito muestran un cambio de tendencia desde finales de 2013, con crecimientos interanuales en todas las carteras, incluyendo el crédito empresarial de más de 1 millón de euros (asociado con las grandes empresas, que tienen acceso a otras vías de financiación no bancaria). El importe de las nuevas operaciones de crédito a pymes (aproximado por el crédito a empresas por importe inferior al millón de euros) y particulares mantienen la tendencia positiva iniciada a finales de 2013 (+10% y +16% desde marzo de 2014).
- La generación de resultados (tabla 2) se vio afectada durante la crisis por las dotaciones a provisiones, que desde 2008 han ascendido a 288bn€ (por todos los conceptos: pérdidas por deterioro de créditos, costes de reestructuración y pérdidas de valor de activos adjudicados, fundamentalmente). Otros factores importantes han sido la menor actividad, el desapalancamiento de la economía, los mayores costes regulatorios y los bajos tipos de interés. No obstante, en 2014 el margen de intereses repunta levemente en el último tramo del año hasta situarse en 27,1bn€, cifra ligeramente superior a la de 2013, y claramente por debajo de la de los primeros años de la crisis. La evolución del margen de intereses en un entorno de caída de volúmenes y de los tipos de interés del crédito muestra una clara mejora de spreads, principalmente por los menores costes financieros por el reducido tipo de interés aplicado por el BCE a sus operaciones de financiación.
- El control de costes se mantiene como una de las prioridades de gestión en un entorno como el actual y, en parte, soporta la generación de resultados recurrentes. El margen neto se incrementa un 1,2% en 2014 respecto del obtenido en el año 2013. La moderación de provisiones respecto de años anteriores permite triplicar el beneficio antes de impuestos del año. El beneficio después de impuestos fue un 36% superior, alcanzando 11.962 millones de euros en el conjunto del año 2014.
- En cuanto a los principales ratios de gestión (tabla 7):
  - La eficiencia mejora hasta el 47,3% gracias al control de costes. Es destacable el mantenimiento del volumen de gastos de explotación como porcentaje de Activos Totales Medios (gráfico 6, anexo).
  - La situación de solvencia y liquidez del sector ha mejorado significativamente: El volumen de recursos propios (capital y reservas) alcanza un 8,0% del balance total, lo que implica un apalancamiento de 12,5x frente a un nivel de 18x en 2008. Por su parte, el sector ha reducido el ratio créditos/depósitos hasta niveles más sostenibles, un 117%, 41 puntos porcentuales (p.p.) menos que en 2008 (gráfico 3, anexo).
  - Es destacable que el volumen de capital en balance se ha mantenido durante toda la crisis por encima del 100% del volumen de dudosos (gráfico 2, anexo).
  - Adicionalmente (gráfico 4, anexo) el desapalancamiento se ha traducido en una reducción muy notable del funding gap del sistema (crédito OSR menos depósitos OSR), situándose actualmente en niveles del año 2002, y en mínimo histórico medido como porcentaje del balance total.
  - Por último, los indicadores de esfuerzo en provisiones (dotación de provisiones / margen neto) y coste del riesgo (dotación de provisiones / crédito total) vuelven a niveles pre-crisis, síntoma de que las necesidades de provisiones se normalizan (gráfico 1, anexo).
  - La normalización de las dotaciones, entre otros muchos factores, explica que la rentabilidad se afiance en terreno positivo tras las abultadas pérdidas de 2011 y 2012 (gráfico 5, anexo).

## 2 Estimación del coste del capital de la banca española

El coste del capital (coste de los fondos propios) es una estimación de la rentabilidad mínima exigida por los accionistas actuales y futuros de la entidad por invertir en ella. La importancia del coste del capital es clara: es el precio del riesgo (para los accionistas), la vara de medida para evaluar los proyectos de inversión de la entidad y la clave para la valoración de las entidades por parte del mercado. Los recientes cambios regulatorios subrayan la importancia de la acumulación de capital en las entidades. Por ello, el coste de esta fuente de financiación adquiere una importancia fundamental.

El método más habitual para calcular el coste del capital es el CAPM (*Capital Asset Pricing Model*), que establece que la rentabilidad exigida por los accionistas de una entidad es igual a la suma de la tasa libre de riesgo más una rentabilidad adicional que compense el riesgo de invertir en renta variable.

$$K_e = RF + \beta_i[E(RM) - RF]$$

Donde:

$\beta_i$  = Beta de la entidad, medida de la sensibilidad de la cotización de la entidad ante variaciones en la rentabilidad del mercado.

$RF$  = Rentabilidad del activo libre de riesgo.

$E(RM) - RF$  = Prima de riesgo esperada en el mercado.

### ¿Cuál debería ser el coste del capital de los bancos españoles hoy?

Actualmente, estimamos que el coste del capital promedio de los bancos españoles se sitúa en un 8,0%:

- **Tasa libre de riesgo del 0,6%:** Es la rentabilidad del activo libre de riesgo, que sirve de base para determinar la rentabilidad de los demás activos financieros. Un activo financiero se considera libre de riesgo si es posible estimar sus rendimientos con certeza, es decir, si su rentabilidad esperada es cierta. En el caso del mercado español tomamos como activo libre de riesgo el bono alemán a 10 años. Actualmente (mayo de 2015) la rentabilidad de este activo está en el 0,6%, muy cerca del mínimo histórico alcanzado en el mes de abril de 2015.
- **Beta de 1,3:** La beta de una inversión es el riesgo que esa inversión añade al riesgo de una cartera de activos financieros diversificada que replica al mercado. La beta del sector se obtiene a partir de regresiones lineales de los rendimientos diarios de las acciones de las entidades con los rendimientos del índice en el que cotiza, el Ibex 35. La pendiente de la regresión es la beta de la acción, el riesgo del activo.

La beta de 1,3 se ha calculado como promedio de la beta de las entidades españolas con historial de precios de mercado suficientemente largo a partir de regresiones de 2 años de datos diarios, plazo que permite capturar los notables cambios que se han producido en la economía española y el sector bancario durante los últimos años de la crisis. Este nivel es máximo histórico, reflejo de la incertidumbre que aún existe en el mercado acerca de los resultados futuros de las entidades, la posibilidad de que aumenten los litigios en los próximos años o el impacto de las reformas regulatorias, que probablemente mantendrán la rentabilidad de las entidades muy presionada.

- **Prima de riesgo del 5,6%:** La prima de riesgo es la rentabilidad mínima exigida sobre la tasa libre de riesgo. Es una prima por el mayor riesgo del mercado en su conjunto. Tradicionalmente, la prima de riesgo se calcula a partir de datos históricos de mercado, comparando la rentabilidad de una inversión en renta variable y la rentabilidad de una inversión simultánea del mismo importe en el activo libre de riesgo. No obstante, este método sólo es válido para mercados maduros y profundos con una serie histórica

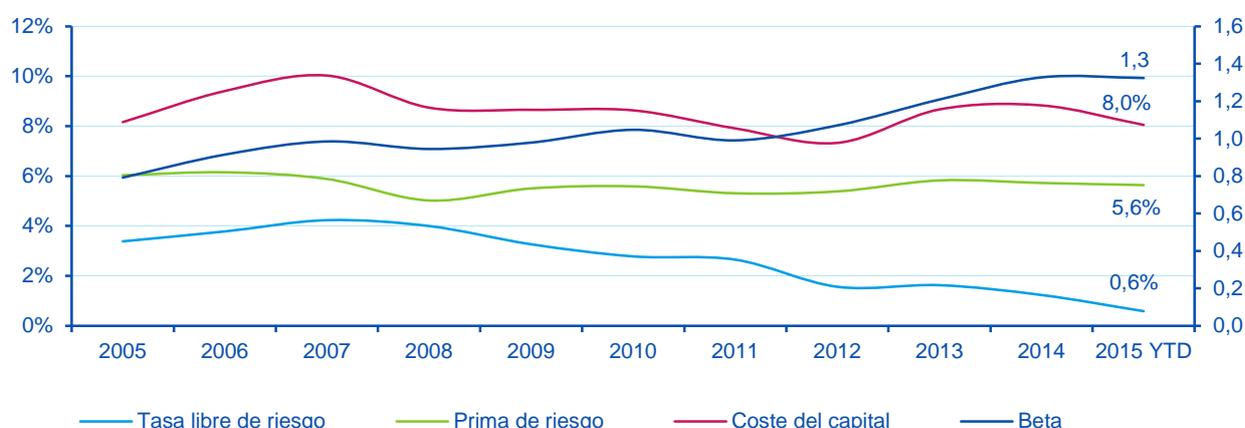
suficientemente larga. En la práctica, este método es válido para los mercados estadounidense y británico, siendo necesario emplear métodos alternativos en los restantes mercados.

Para el mercado español calculamos la prima de riesgo mediante el método de la “desviación típica relativa”. Este método consiste en añadir un spread por riesgo-país a la prima de riesgo del mercado estadounidense calculada a partir de datos históricos. El spread por riesgo-país se basa, en este caso, en la mayor volatilidad del mercado español respecto del americano. De acuerdo con este enfoque, la prima de riesgo de la bolsa española en mayo de 2015 es del 5,6%.

La evolución histórica del coste del capital promedio del sistema bancario español, así como la de sus componentes, se recoge en el gráfico 1.

Gráfico 1

**Evolución del coste del capital promedio del sistema bancario español y sus componentes**



Fuente: BBVA Research a partir de Bloomberg y Aswath Damodaran

Como se puede observar, actualmente la evolución del coste del capital está dominada por el nivel excepcionalmente bajo de la tasa libre de riesgo, el bono alemán a 10 años. Los otros dos componentes principales se mantienen relativamente estables, si bien la beta promedio de las entidades se sitúa en máximo histórico.

### 3 El mecanismo de segunda oportunidad

---

El Gobierno aprobó recientemente cambios legislativos (Real Decreto-ley, RDL, 1/2015, de 27 de febrero) en el tratamiento de la insolvencia personal en España, con un modelo que se acerca más al de la mayoría de los países europeos, y que busca ayudar al proceso de desahucio de las familias, una mejor asignación de los recursos y la promoción de la actividad emprendedora. En el RDL se establece: (1) un mecanismo de segunda oportunidad en el ámbito concursal, (2) se amplía el colectivo protegido por el Código de Buenas Prácticas, a los que no se aplicarán las cláusulas suelo de las hipotecas y (3) se prorroga dos años más la suspensión de los desahucios que vencía en mayo de 2015, hasta 2017.

Con respecto a la **segunda oportunidad** se desarrolla un marco de insolvencia personal cuyo principal objetivo es que una persona física pueda sobreponerse a una situación delicada sin tener que arrastrar indefinidamente una deuda que difícilmente podría satisfacer. En concreto, en el sistema del concurso personal contemplan dos fases:

- **Acuerdo extrajudicial de pagos**, al que los deudores tienen que intentar llegar con sus acreedores antes de acudir al juez. Estos acuerdos se amplían y flexibilizan (se extienden de empresarios y autónomos a personas naturales no empresarios, incluyendo los acreedores con garantía real), se refuerza la figura del mediador y se establecen reglas de procedimiento especialmente simplificadas y la reducción de los aranceles notariales y registrales para particulares.
- **El concurso personal** propiamente dicho que permite llegar incluso hasta la exoneración total de la deuda si el deudor cumple las siguientes condiciones: (i) actuación de buena fe; (ii) liquidación previa de su patrimonio; (iii) cumplimiento de un plan de pagos de la deuda no exonerada (contra la masa y deuda con privilegio); (iv) no haber disfrutado de una exoneración previa en los últimos 10 años; (v) no haber rechazado en los cuatro años anteriores una oferta de empleo y (vi) constar en el Registro Público la exoneración de la deuda por un periodo de 5 años. Se establece una exoneración provisional por un periodo de 5 años que podrá revocarse a solicitud de los acreedores cuando se acredite que el deudor ha ocultado ingresos o bienes o mejore sustancialmente su situación.

Con respecto a las novedades introducidas en el **Código de Buenas Prácticas** para deudores hipotecarios, se amplían los beneficiarios (nivel de renta ligeramente superior y se incluye a los mayores de 60 años) y se amplían las viviendas que se pueden acoger (precio máximo de 300.000 euros y 250.000 euros para la dación en pago).

#### Valoración

La introducción de un marco de insolvencia personal es positiva. Una regulación adecuada podrá fomentar la iniciativa emprendedora y suavizar los impactos negativos de una caída de ingresos en las personas naturales. Ante un previsible aumento en el número de concursos, es importante dotar de recursos para que la norma funcione. Asimismo, sería deseable que hubiera unos filtros por nivel de renta o riqueza para acceder a estos procedimientos para eliminar comportamientos oportunistas o de mala fe. También sería deseable que la ley incluyera mecanismos que desincentivaran la economía sumergida, por ejemplo, estableciendo una cantidad fija en el plan de pagos y no un porcentaje de los ingresos. Por último, sería importante crear algún mecanismo de seguimiento y evaluación de la legislación de segunda oportunidad para poder detectar lo que funciona bien y mal y corregir la norma.

## 4 Determinantes del tipo de interés del crédito a empresas en Europa

La crisis financiera internacional ha puesto de manifiesto que los mercados europeos no estaban tan integrados como podía parecer, y esto supuso un impacto heterogéneo por países sobre el tipo de interés al que las empresas accedían a la financiación bancaria. Las empresas de los países periféricos vieron como sus condiciones de financiación eran mucho peores que las de las empresas de los países centrales, en especial en el caso de las pymes. No fue hasta el verano de 2012 que empezaron a tomarse medidas efectivas para reducir estas diferencias: una autoridad monetaria que afirmó estar comprometida plenamente con la defensa de la integridad del euro y la unión bancaria. Fueron las políticas coordinadas a nivel europeo las que tuvieron éxito.

Sin embargo, aunque estas políticas han sido muy efectivas para limitar la fragmentación financiera reduciendo las primas de riesgo soberanas, este efecto sólo se trasladó de manera parcial y retrasada a los tipos de interés del crédito de los países periféricos. Esto sucedió porque otro factor estaba contrapesando esta tendencia en los países periféricos: el riesgo de crédito de las empresas, en el marco de unas economías muy afectadas por la crisis. Durante 2014 este factor, representado por la tasa de mora de las empresas, ha empezado a experimentar una ligera mejora, lo que ha permitido que los tipos del crédito a empresas hayan comenzado a reducirse en España e Italia.

En el caso español, es claro que la calidad crediticia de los activos está mejorando. La tasa de mora del sistema ha entrado en una senda de reducción que se espera continúe en los próximos trimestres. El numerador del ratio lleva más de un año disminuyendo mes a mes, lo que está permitiendo contrapesar la caída del denominador, causada por el necesario desapalancamiento del sector privado español. En el caso de las pymes, el nuevo crédito está aumentando, y es de suponer que los nuevos préstamos tienen una calidad crediticia superior una vez dejada atrás la minusvaloración de los riesgos pre-crisis y en el marco de una economía en recuperación. En el caso de las grandes empresas, las nuevas operaciones aún no se han recuperado claramente, dado que estos agentes cuentan con otras alternativas de financiación como los mercados mayoristas o los fondos propios, pero la gestión de las carteras también está permitiendo que se reduzca su tasa de mora. Después de la reestructuración del sistema financiero español y el gran esfuerzo realizado por las entidades para limpiar sus balances, se ha conseguido entrar en una senda sostenida de reducción de la tasa de mora, y los buenos resultados obtenidos en los recientes ejercicios de análisis de la calidad de los activos y test de estrés realizados por el BCE así lo demuestran.

En particular, las pymes fueron las que más sufrieron los efectos de la fragmentación financiera en los tipos de su crédito, al ser más dependientes del crédito bancario. Fomentar que aumente el tamaño de estas empresas (especialmente en países como España, donde su tamaño medio es inferior al europeo), y que accedan a otras fuentes de financiación complementarias (*venture capital*, mercados mayoristas, capital riesgo...) sería positivo para aumentar su resistencia a las crisis.

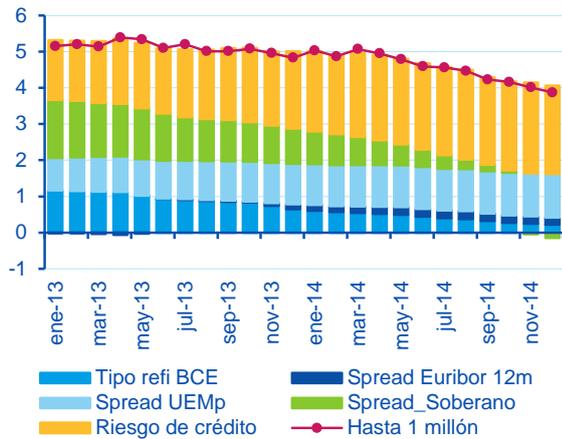
A futuro, el que se siga trabajando en implementar políticas monetarias expansivas y en finalizar el proyecto de la unión bancaria, junto con la mejora de la tasa de mora (a la que ayuda la mejor situación económica de la periferia), harán que los tipos del crédito en los diferentes países de la Eurozona sigan convergiendo. En el límite, en una unión bancaria perfecta, las condiciones del crédito dependerán de los fundamentales de las empresas y no del país donde éstas se radiquen. Ahora bien, esto no significa que todos los tipos de interés deban igualarse, porque el coste de la financiación debe ajustarse a la composición por deudores y a su calidad crediticia en cada país.

Es importante que las bases que se pongan para construir una Eurozona cada vez más cohesionada sean fuertes, de modo que la fragmentación financiera no vuelva a aumentar durante las próximas crisis. En ese sentido sería positivo que aumentara la consolidación de la industria bancaria europea, siendo los bancos transnacionales una garantía más de la unión de los mercados europeos. Para que ello ocurra, es fundamental seguir avanzando en homogeneizar normativas como la fiscal, los sistemas de pagos o la protección del consumidor, fomentando así la integración de la banca minorista europea.

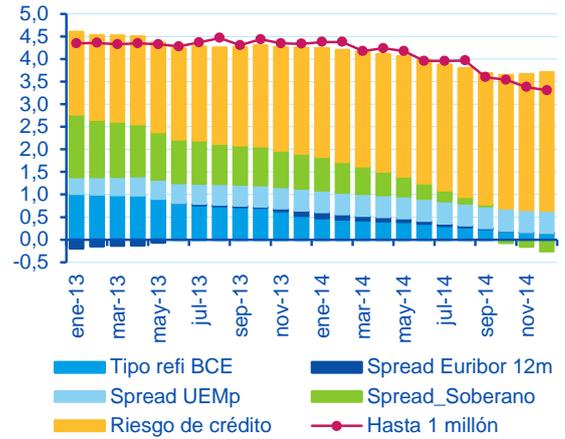
Gráfico 2

**Tipos de interés del crédito a empresas hasta 1 millón €(PYMES). Contribuciones de los determinantes**

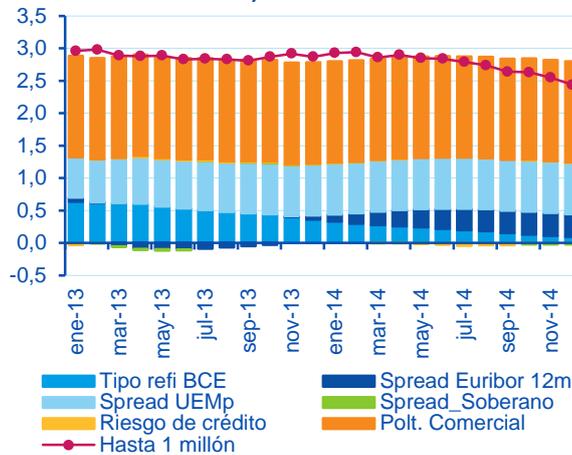
**a) España**



**b) Italia**



**c) Francia**



Fuente: BCE, BBVA Research

## 5 Libro Verde sobre la Unión del Mercado de Capitales

**¿Por qué y para qué necesita la UE la UMC?** La creación de empleo, el fomento de la inversión y el crecimiento económico serán objetivos prioritarios durante los próximos años. La UMC, si está bien diseñada, puede facilitar su consecución mediante el desarrollo de mercados de capitales más profundos, extensos e integrados. La UMC se basa en dos pilares: desarrollo de determinados mercados de capitales e integración de los mercados europeos eliminando las actuales barreras legales. Al reducir la fragmentación financiera y aumentar las fuentes de financiación no bancarias, la UMC mejorará la capacidad de financiación de las economías (especialmente para pymes, proyectos a largo plazo y start-ups). La idea no es nueva, pues la libre circulación de capitales está en el ADN de la UE. El objetivo final es profundizar en el desarrollo de un Mercado Único de Capitales para los 28 Estados Miembros de la UE.

**¿Exigirá la UMC crear un nuevo súper-regulador, como ha sucedido con la Unión Bancaria?** No. A diferencia de la Unión Bancaria, en este caso no es necesario centralizar la toma de decisiones a nivel comunitario con carácter general, al menos por el momento. No obstante, en paralelo al desarrollo de la UMC, parece razonable transferir determinados poderes nacionales de supervisión de los mercados (como ya sucede, por ejemplo, con las agencias de rating supervisadas por ESMA) pero este punto no puede convertirse en una condición previa para avanzar hacia la UMC. Una UMC creíble puede alcanzarse mediante la armonización regulatoria, y una mayor estandarización y cooperación bajo la coordinación de las autoridades de la UE. La Unión Bancaria y la Unión del Mercado de Capitales son proyectos con objetivos y naturaleza diferentes.

**¿Qué propuestas incluye el Libro Verde?**

- **Prioridades inmediatas:** 1) implementar la Regulación sobre el Fondo Europeo para la Financiación a Largo Plazo (ELTIF, por sus siglas en inglés) para fomentar su aceptación; 2) crear un mercado de titulizaciones de alta calidad en la UE, y 3) aumentar la base de inversores de pymes y empresas de mediana capitalización mediante varias iniciativas: i) la creación de un modelo común de *credit scoring* para pymes; ii) el desarrollo de un mercado europeo para colocaciones privadas; y iii) la revisión de la Directiva sobre folletos de emisión. Estas medidas podrían promover el acceso a financiación en el corto plazo, y algunas de ellas estaban ya incorporadas en el Plan de Inversión para Europa. El pasado 18 de febrero la Comisión abrió dos consultas técnicas: una sobre el nuevo marco de titulizaciones de alta calidad, y otra sobre la revisión de la Directiva sobre folletos de emisión.
- **Medidas a largo plazo para fomentar el desarrollo y la integración de los mercados:** implican un cambio más estructural, buscando: 1) la eliminación de barreras al acceso a financiación; 2) el aumento de las fuentes de financiación; y 3) la mejora del entorno inversor, incluyendo medidas para reducir costes y modificaciones en los sistemas legales de los Estados Miembros (EM) relacionadas con insolvencias, fiscalidad y marco contable. El desarrollo de determinados mercados y productos como el *crowdfunding*, los bonos colateralizados o los préstamos *P2P* también será un objetivo a medio o largo plazo.

**Valoración.**

- **La propuesta para crear la UMC es oportuna y apropiada:** podría ser una medida muy beneficiosa para la economía de la UE al promover avances hacia el Mercado Único, la eliminación de barreras a la inversión y una asignación de los recursos más eficiente en los mercados de capitales. El fomento de fuentes de financiación complementarias a la financiación bancaria aumentará la competencia y fortalecerá la competitividad de la economía europea. No obstante, estas fuentes de financiación alternativas deberán estar sujetas a niveles de regulación y supervisión similares a los del sistema

bancario para evitar que determinadas actividades se desplacen a la “banca en la sombra”, menos regulada que el sector bancario.

- **La UMC implicará un cambio estructural en la economía europea que podría resultar en un mayor equilibrio entre fuentes de financiación y menores costes financieros para las empresas de la UE.** No obstante, alcanzar los objetivos propuestos será una carrera de larga distancia. Adicionalmente, el éxito del proyecto depende de la armonización de políticas que actualmente son competencia de los gobiernos nacionales. Los EM pueden ser reticentes a ceder soberanía en cuestiones como la gestión de insolvencias o normas fiscales.
- **Hasta que el proyecto genere beneficios para la economía europea es esencial mantener la solvencia de los sistemas bancarios, para que puedan continuar proporcionando crédito que apoye el crecimiento.** Dicho esto, el papel de los bancos va más allá de la mera provisión de crédito, pues desempeñan un papel esencial en los mercados de capitales como emisores, inversores e intermediarios.

**Próximos pasos:** el objetivo es poner los cimientos de la UMC de aquí a 2019. El periodo de consultas sobre el Libro Verde, el marco de titulaciones y la Directiva sobre folletos de emisión termina el 13 de mayo de 2015. Las conclusiones se discutirán en una conferencia en junio y el Plan de Acción 2015-2019 se publicará en la segunda mitad de 2015.

Gráfico 3  
**Cronología de la UMC**



Fuente: BBVA Research

## 6 Anexo: principales indicadores de seguimiento del sistema bancario español

Tabla 1  
Balance resumido del sistema bancario. €bn y % variación

Activo	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Fecha	Tasa crecimiento		
									00-'08	08- último	a/a
Total crédito	2.138	2.153	2.106	1.951	1.716	1.651	1.644	feb-15	217%	-24,5%	-4,5%
<i>Crédito AAPP</i>	65	79	90	114	87	101	100	feb-15	69%	89,4%	5,2%
<i>Crédito OSR</i>	1.837	1.844	1.783	1.605	1.448	1.380	1.363	feb-15	234%	-27,1%	-6,2%
<i>Crédito a no residentes</i>	237	230	234	232	180	169	180	feb-15	164%	-28,9%	3,8%
Carteras de renta fija y renta variable	599	564	656	766	773	754	718	feb-15	132%	44,3%	-9,6%
<i>Renta Fija</i>	415	384	406	509	493	492	475	feb-15	135%	45,9%	-7,5%
<i>Del que: deuda soberana</i>	155	165	198	247	264	288	274	feb-15	6%	173,4%	-2,8%
<i>Renta Variable</i>	184	180	251	258	280	262	243	feb-15	128%	41,3%	-13,4%
Interbancario activo	247	234	251	279	211	155	146	feb-15	81%	-44,6%	-8,5%
Resto de activos (neto de interbancario)	254	301	387	426	326	354	369	feb-15	230%	28,5%	8,4%
<b>Total activo</b>	<b>3.238</b>	<b>3.252</b>	<b>3.400</b>	<b>3.423</b>	<b>3.026</b>	<b>2.913</b>	<b>2.876</b>	<b>feb-15</b>	<b>184%</b>	<b>-10,8%</b>	<b>-4,6%</b>
<b>Pasivo y patrimonio neto</b>											
Depósitos de clientes	2.015	2.031	1.934	1.725	1.684	1.686	1.680	feb-15	169%	-16,6%	0,0%
<i>Depósitos de las AAPP</i>	82	79	70	69	63	76	81	feb-15	263%	6,9%	9,6%
<i>Total depósitos OSR</i>	1.427	1.440	1.373	1.317	1.314	1.289	1.278	feb-15	192%	-10,8%	-1,8%
<i>Depósitos de no residentes</i>	507	511	492	339	306	320	320	feb-15	113%	-36,5%	5,2%
Interbancario pasivo	305	270	373	573	381	312	292	feb-15	95%	-7,2%	-20,8%
<i>Promemoria: Interbancario neto</i>	58	36	122	294	171	157	147	feb-15	215%	183%	-30,1%
Débitos representados por valores	434	433	435	394	297	249	239	feb-15	625%	-39,4%	-17,3%
Resto de pasivos	294	340	439	535	430	436	434	feb-15	253%	35,9%	-1,0%
Capital y reservas	190	178	220	195	233	230	231	feb-15	134%	27,8%	-3,6%
<i>Pro-Memoria: Apelación neta BCE</i>	76	67	119	313	202	141	124	mar-15	356%	95%	-32,5%
<b>Total pasivo y patrimonio neto</b>	<b>3.238</b>	<b>3.252</b>	<b>3.400</b>	<b>3.423</b>	<b>3.026</b>	<b>2.913</b>	<b>2.876</b>	<b>feb-15</b>	<b>184%</b>	<b>-10,8%</b>	<b>-4,6%</b>

Fuente: Boletín estadístico del Banco de España

Tabla 2

**Cuenta de resultados resumida del sistema bancario. Resultados acumulados anuales, €mn y % variación**

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Fecha	Tasa crecimiento		
									00-'08	último	a/a
Margen de intereses	43.035	34.292	29.565	32.739	26.816	27.106	n.d.	dic-14	92%	-22,9%	1,1%
Comisiones netas	12.163	11.870	11.750	11.275	10.931	11.189	n.d.	dic-14	79%	-14,1%	2,4%
ROF y otros ingresos de explotación	12.354	17.151	15.811	15.493	17.797	16.899	n.d.	dic-14	276%	-7,1%	-5,0%
<b>Margen bruto</b>	<b>67.552</b>	<b>63.313</b>	<b>57.126</b>	<b>59.507</b>	<b>55.544</b>	<b>55.194</b>	<b>n.d.</b>	<b>dic-14</b>	<b>118%</b>	<b>-16,9%</b>	<b>-0,6%</b>
Total gastos de explotación	-29.400	-29.431	-28.464	-26.951	-26.798	-26.092	n.d.	dic-14	54%	-11,6%	-2,6%
De personal	-17.742	-17.643	-16.889	-15.587	-15.108	-14.328	n.d.	dic-14	54%	-20,0%	-5,2%
Gastos generales y depreciación	-11.657	-11.789	-11.574	-11.364	-11.690	-11.765	n.d.	dic-14	54%	1,4%	0,6%
<b>Margen neto</b>	<b>38.152</b>	<b>33.882</b>	<b>28.662</b>	<b>32.556</b>	<b>28.746</b>	<b>29.102</b>	<b>n.d.</b>	<b>dic-14</b>	<b>226%</b>	<b>-21,1%</b>	<b>1,2%</b>
Provisiones por insolvencias	-19.551	-16.719	-22.668	-82.547	-21.800	-14.396	n.d.	dic-14	620%	-5,6%	-34,0%
Otros resultados, neto	-4.234	-7.326	-23.430	-37.142	-2.789	-961	n.d.	dic-14	-299%	-22,6%	-65,6%
Beneficio antes de impuestos	14.367	9.837	-17.436	-87.133	4.156	13.746	n.d.	dic-14	108%	-33%	231%
<b>Resultado atribuido</b>	<b>12.956</b>	<b>9.673</b>	<b>-14.717</b>	<b>-73.706</b>	<b>8.790</b>	<b>11.962</b>	<b>n.d.</b>	<b>dic-14</b>	<b>122%</b>	<b>-35%</b>	<b>36%</b>

Fuente: Boletín estadístico del Banco de España

Tabla 3

**Tamaño relativo y recursos del sistema bancario %, número y % variación**

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Fecha	Tasa crecimiento		
									00-'08	último	a/a
Crédito OSR / PIB	170%	171%	166%	152%	138%	130%	129%	feb-15	94%	-23,1%	-7,0%
Depósitos OSR / PIB	112%	114%	111%	111%	112%	110%	110%	feb-15	69%	3,9%	-1,2%
Número de empleados	269.475	263.715	248.093	236.503	217.885	n.d.	n.d.	dic-13	14%	-21,7%	--
Número de oficinas	44.532	43.267	40.202	38.237	33.786	32.073	n.d.	dic-14	17%	-30,5%	-5,1%

Fuente: Boletín estadístico del Banco de España

Tabla 4

**Detalle del crédito OSR, morosidad y ratios de mora por cartera. €bn, % y % variación**

Crédito por carteras	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Fecha	Tasa crecimiento		
									00-'08	08- último	a/a
<b>Total crédito a hogares</b>	<b>814</b>	<b>813</b>	<b>793</b>	<b>756</b>	<b>715</b>	<b>690</b>	n.d.	dic-14	<b>236%</b>	<b>-15,8%</b>	<b>-3,5%</b>
Del que:											
Crédito para adquisición de vivienda	625	632	627	605	581	558	n.d.	dic-14	270%	-11,0%	-3,9%
Resto crédito a hogares	189	180	167	151	134	132	n.d.	dic-14	159%	-31,4%	-1,5%
<b>Total crédito para actividades productivas</b>	<b>1.000</b>	<b>1.013</b>	<b>971</b>	<b>830</b>	<b>719</b>	<b>674</b>	n.d.	dic-14	<b>237%</b>	<b>-33,7%</b>	<b>-6,3%</b>
Del que:											
Créd. constructor e inmobiliario	453	430	397	300	237	200	n.d.	dic-14	517%	-57,4%	-15,6%
Resto crédito para actividades productivas	546	583	574	530	482	474	n.d.	dic-14	142%	-13,4%	-1,7%
<b>Total crédito OSR *</b>	<b>1.837</b>	<b>1.844</b>	<b>1.783</b>	<b>1.605</b>	<b>1.448</b>	<b>1.380</b>	<b>1.363</b>	<b>feb-15</b>	<b>234%</b>	<b>-27,1%</b>	<b>-6,2%</b>
<b>Morosidad por carteras</b>											
<b>Total crédito a hogares</b>	<b>29,9</b>	<b>26,0</b>	<b>28,7</b>	<b>37,0</b>	<b>49,4</b>	<b>46,8</b>	n.d.	dic-14	<b>1062%</b>	<b>92,3%</b>	<b>-5,3%</b>
Del que:											
Crédito para adquisición de vivienda	17,9	15,2	18,2	24,0	34,6	32,7	n.d.	dic-14	1878%	120,1%	-5,6%
Resto crédito a hogares	12,0	10,8	10,5	13,0	14,8	14,2	n.d.	dic-14	607%	48,9%	-4,6%
<b>Total crédito para actividades productivas</b>	<b>61,9</b>	<b>79,7</b>	<b>109,9</b>	<b>128,4</b>	<b>146,1</b>	<b>124,6</b>	n.d.	dic-14	<b>818%</b>	<b>234,1%</b>	<b>-14,7%</b>
Del que:											
Créd. constructor e inmobiliario	43,6	58,0	81,9	84,8	87,8	70,7	n.d.	dic-14	2790%	163,1%	-19,5%
Resto crédito para actividades productivas	18,3	21,7	28,0	43,6	58,2	53,9	n.d.	dic-14	232%	417,3%	-7,5%
<b>Total crédito OSR *</b>	<b>93,3</b>	<b>107,2</b>	<b>139,8</b>	<b>167,5</b>	<b>197,2</b>	<b>172,6</b>	<b>170,4</b>	<b>feb-15</b>	<b>808%</b>	<b>170,3%</b>	<b>-12,7%</b>
<b>Ratios de mora</b>											
<b>Total crédito a hogares</b>	<b>3,68%</b>	<b>3,20%</b>	<b>3,61%</b>	<b>4,90%</b>	<b>6,91%</b>	<b>6,78%</b>	n.d.	dic-14	<b>246%</b>	<b>128,3%</b>	<b>-1,9%</b>
Del que:											
Crédito para adquisición de vivienda	2,87%	2,41%	2,90%	3,97%	5,96%	5,85%	n.d.	dic-14	434%	147%	-1,7%
Resto crédito a hogares	6,34%	5,97%	6,28%	8,63%	11,05%	10,71%	n.d.	dic-14	173%	117%	-3,1%
<b>Total crédito para actividades productivas</b>	<b>6,19%</b>	<b>7,87%</b>	<b>11,32%</b>	<b>15,48%</b>	<b>20,31%</b>	<b>18,49%</b>	n.d.	dic-14	<b>173%</b>	<b>404%</b>	<b>-9,0%</b>
Del que:											
Créd. constructor e inmobiliario	9,62%	13,48%	20,63%	28,24%	37,05%	35,35%	n.d.	dic-14	369%	518%	-4,6%
Resto crédito para actividades productivas	3,35%	3,72%	4,88%	8,24%	12,08%	11,37%	n.d.	dic-14	37%	497%	-5,9%
<b>Total crédito OSR *</b>	<b>5,08%</b>	<b>5,81%</b>	<b>7,84%</b>	<b>10,43%</b>	<b>13,62%</b>	<b>12,51%</b>	<b>12,50%</b>	<b>feb-15</b>	<b>172%</b>	<b>271%</b>	<b>-7,0%</b>

(\*) Total crédito OSR incorpora Total crédito a hogares, Total crédito para actividades productivas, ISFLSH y crédito sin clasificar. Desde enero de 2014 incluye crédito a EFC.

Fuente: Boletín estadístico del Banco de España

Tabla 5

**Detalle de nuevas operaciones de crédito. Volumen acumulado anual, €bn y % variación**

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Fecha	Tasa crecimiento		
									03-'08	último	a/a
<b>Crédito a hogares</b>	<b>150,6</b>	<b>123,4</b>	<b>74,3</b>	<b>63,3</b>	<b>51,2</b>	<b>60,8</b>	<b>16,5</b>	<b>mar-15</b>	<b>0,7%</b>	<b>-91,1%</b>	<b>15,8%</b>
Del que:											
Crédito para adquisición de vivienda	73,2	69,5	37,5	32,3	21,9	27,0	7,3	mar-15	-15,6%	-91,6%	13,2%
Resto crédito a hogares	77,5	53,9	36,8	31,0	29,4	33,8	9,2	mar-15	21,3%	-90,7%	18,0%
<b>Crédito a empresas</b>	<b>867,7</b>	<b>665,0</b>	<b>527,5</b>	<b>484,8</b>	<b>392,6</b>	<b>355,6</b>	<b>88,9</b>	<b>mar-15</b>	<b>29,2%</b>	<b>-90,4%</b>	<b>4,6%</b>
Del que:											
Operaciones hasta 1Millón €	262,8	210,3	174,1	146,0	134,4	146,1	36,8	mar-15	11,3%	-89,7%	9,9%
Operaciones > 1Millón €	605,0	454,7	353,4	338,9	258,2	209,5	52,2	mar-15	43,5%	-90,9%	1,2%
<b>Total nuevas operaciones</b>	<b>1.018,3</b>	<b>788,4</b>	<b>601,8</b>	<b>548,1</b>	<b>443,9</b>	<b>416,4</b>	<b>105,4</b>	<b>mar-15</b>	<b>23,3%</b>	<b>-90,5%</b>	<b>6,2%</b>

Fuente: Banco de España

Tabla 6

**Detalle de los depósitos de residentes. €bn y % variación**

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Fecha	Tasa crecimiento		
									00-'08	último	a/a
Depósitos a la vista	263	262	270	265	282	329	338	feb-15	100%	38%	20,9%
Depósitos de ahorro	208	211	203	199	206	222	225	feb-15	73%	8,4%	10,7%
Depósitos a plazo	720	744	698	684	668	588	581	feb-15	270%	-19,3%	-12,9%
Resto (depósitos en moneda extranjera)	22	19	18	20	21	22	22	feb-15	527%	-1,6%	10,9%
<b>Total depósitos OSR *</b>	<b>1.213</b>	<b>1.236</b>	<b>1.188</b>	<b>1.168</b>	<b>1.177</b>	<b>1.160</b>	<b>1.165</b>	<b>feb-15</b>	<b>163%</b>	<b>-3,9%</b>	<b>-0,3%</b>

(\*)Total depósitos OSR no coincide con el dato de la Tabla 1 porque aquél incorpora Pasivos por transferencia de activos, Depósitos subordinados, Cesiones Temporales de Activos e Instrumentos híbridos.

Fuente: Boletín estadístico del Banco de España

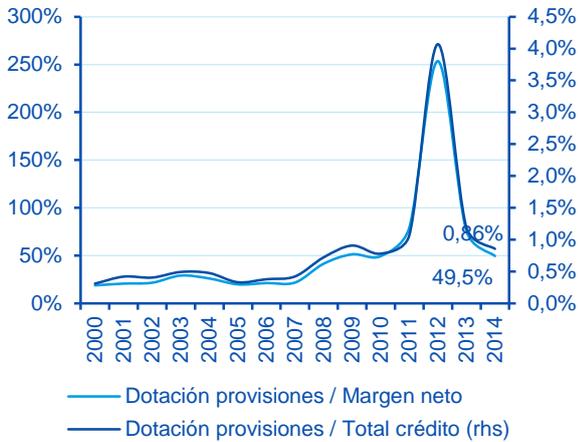
Tabla 7

**Principales ratios**

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Fecha	Tasa crecimiento			
									00-'08	'último	a/a	
<b>Productividad</b>												
Volumen de negocio* por empleado (miles de € por empleado)	11.317	11.679	11.974	11.725	12.050	n.d.	n.d.	dic-13	177%	9,8%	--	
BAI por empleado (miles de € por empleado)	53,3	37,3	-70,3	-368,4	19,1	n.d.	n.d.	dic-13	82%	-74,0%	--	
<b>Eficiencia</b>												
Eficiencia ordinaria (gastos explotación / margen bruto)	43,5%	46,5%	49,8%	45,3%	48,2%	47,3%	n.d.	dic-14	-29%	6,3%	-2,0%	
Gastos de explotación / ATM	0,91%	0,91%	0,86%	0,79%	0,83%	0,88%	n.d.	dic-14	-43%	-8,1%	-0,9%	
<b>Rentabilidad</b>												
RoE	7,0%	5,2%	-7,4%	-35,5%	4,1%	5,2%	n.d.	dic-14	-3%	-50,1%	25,8%	
RoA	0,44%	0,30%	-0,52%	-2,55%	0,13%	0,46%	n.d.	dic-14	-24%	-30,0%	259,1%	
<b>Liquidez</b>												
Créditos OSR / Depósitos OSR	152%	149%	150%	137%	123%	119%	117%	feb-15	15%	-26,0%	-5,9%	
Funding gap (Créditos - Depósitos, EUR bn)	624	608	594	437	271	220	198	feb-15	349%	-71,1%	-30,4%	
Funding gap / Activos totales	19,3%	18,7%	17,5%	12,8%	9,0%	7,6%	6,9%	feb-15	58%	-67,7%	-27,0%	
<b>Solvencia y calidad de los activos</b>												
Apalancamiento (Capital+Reservas / Activos totales)	5,9%	5,5%	6,5%	5,7%	7,7%	7,9%	8,0%	feb-15	-18%	43,3%	1,1%	
Capital sobre morosos	204%	166%	157%	116%	118%	133%	135%	feb-15	-74%	-52,7%	10,5%	
Esfuerzo en provisiones (Dotación provisiones / Margen neto)	51,2%	49,3%	79,1%	253,6%	75,8%	49,5%	n.d.	dic-14	121%	19,6%	-34,8%	
Coste del riesgo (Dotación provisiones / Crédito total)	0,91%	0,78%	1,06%	4,07%	1,19%	0,86%	n.d.	dic-14	134%	18,8%	-27,9%	

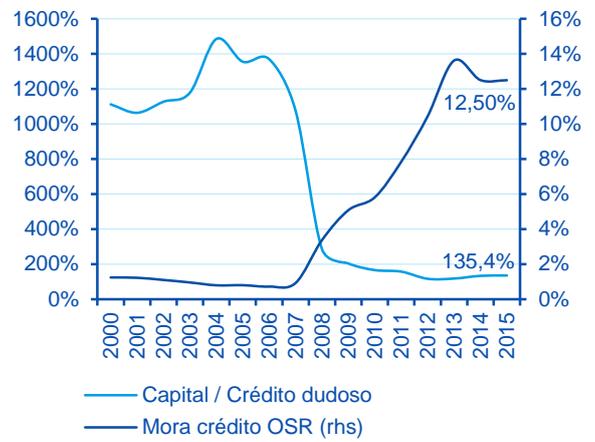
(\*) Crédito OSR más Depósitos OSR  
 Fuente: Boletín estadístico del Banco de España

Gráfico A.1  
**Esfuerzo en provisiones**



Fuente: BBVA Research

Gráfico A.2  
**Mora y Capital sobre mora**



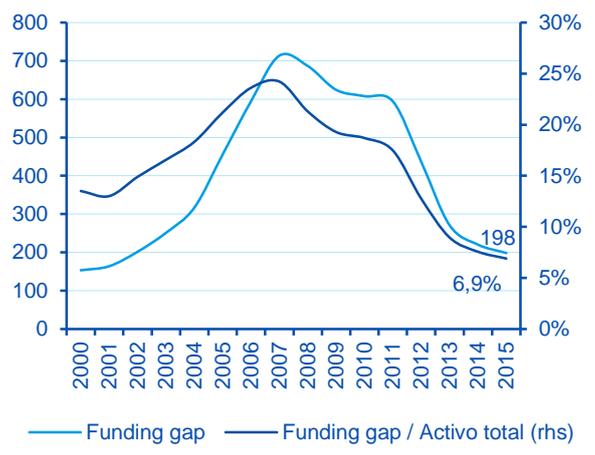
Fuente: BBVA Research

Gráfico A.3  
**Liquidez y apalancamiento**



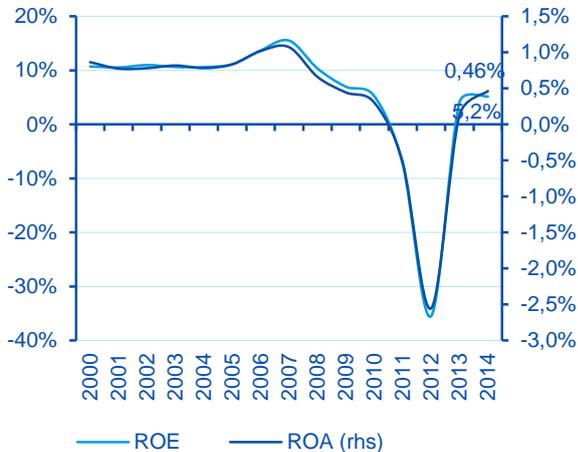
Fuente: BBVA Research

Gráfico A.4  
**Funding gap (crédito OSR – Depósitos OSR, €bn)**



Fuente: BBVA Research

Gráfico A.5  
**Rentabilidad**



Fuente: BBVA Research

Gráfico A.6  
**Eficiencia**



Fuente: BBVA Research

**AVISO LEGAL**

El presente documento, elaborado por el Departamento de BBVA Research, tiene carácter divulgativo y contiene datos, opiniones o estimaciones referidas a la fecha del mismo, de elaboración propia o procedentes o basadas en fuentes que consideramos fiables, sin que hayan sido objeto de verificación independiente por BBVA. BBVA, por tanto, no ofrece garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

Las estimaciones que este documento puede contener han sido realizadas conforme a metodologías generalmente aceptadas y deben tomarse como tales, es decir, como previsiones o proyecciones. La evolución histórica de las variables económicas (positiva o negativa) no garantiza una evolución equivalente en el futuro.

El contenido de este documento está sujeto a cambios sin previo aviso en función, por ejemplo, del contexto económico o las fluctuaciones del mercado. BBVA no asume compromiso alguno de actualizar dicho contenido o comunicar esos cambios.

BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud para adquirir, desinvertir u obtener interés alguno en activos o instrumentos financieros, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

Especialmente en lo que se refiere a la inversión en activos financieros que pudieran estar relacionados con las variables económicas que este documento puede desarrollar, los lectores deben ser conscientes de que en ningún caso deben tomar este documento como base para tomar sus decisiones de inversión y que las personas o entidades que potencialmente les puedan ofrecer productos de inversión serán las obligadas legalmente a proporcionarles toda la información que necesiten para esta toma de decisión.

El contenido del presente documento está protegido por la legislación de propiedad intelectual. Queda expresamente prohibida su reproducción, transformación, distribución, comunicación pública, puesta a disposición, extracción, reutilización, reenvío o la utilización de cualquier naturaleza, por cualquier medio o procedimiento, salvo en los casos en que esté legalmente permitido o sea autorizado expresamente por BBVA.

Este informe ha sido elaborado por:

**Economista Jefe de Sistemas Financieros y Regulación**

Santiago Fernández de Lis  
sfernandezdelis@bbva.com

**Economista Jefe de Sistemas Financieros**

Ana Rubio  
arubiog@bbva.com

Jaime Zurita  
jaime.zurita@bbva.com

Olga Gouveia  
olga.gouveia@bbva.com

Macarena Ruesta  
esperanza.ruesta@bbva.com

José Félix Izquierdo  
jfelix.izquierd@bbva.com

Carlos Pardo  
carlos.pardo.blanco@bbva.com

**Regulación y Políticas Públicas**

María Abascal  
maria.abascal@bbva.com

Lucía Pacheco  
lucia.pacheco@bbva.com

**BBVA Research**

**Economista Jefe Grupo BBVA**

Jorge Sicilia Serrano

**Área de Economías Desarrolladas**

Rafael Doménech  
r.domenech@bbva.com

**Área de Economías Emergentes**

Alicia García-Herrero  
alicia.garcia-herrero@bbva.com

**Área de Sistemas Financieros y Regulación**

Santiago Fernández de Lis  
sfernandezdelis@bbva.com

**Áreas Globales**

**España**

Miguel Cardoso  
miguel.cardoso@bbva.com

**Europa**

Miguel Jiménez  
mjimenezg@bbva.com

**Estados Unidos**

Nathaniel Karp  
Nathaniel.Karp@bbva.com

**Análisis Transversal de Economías Emergentes**

Alvaro Ortiz  
alvaro.ortiz@bbva.com

**Asia**

Le Xia  
le.xia@bbva.com

**México**

Carlos Serrano  
carlos.serranoh@bbva.com

**Coordinación LATAM**

Juan Manuel Ruiz  
juan.ruiz@bbva.com

**Argentina**

Gloria Sorensen  
gsorensen@bbva.com

**Chile**

Jorge Selaive  
jselaive@bbva.com

**Colombia**

Juana Téllez  
juana.tellez@bbva.com

**Perú**

Hugo Perea  
hperea@bbva.com

**Venezuela**

Oswaldo López  
oswaldo.lopez@bbva.com

**Sistemas Financieros**

Ana Rubio arubiog@bbva.com

**Inclusión Financiera**

David Tuesta  
david.tuesta@bbva.com

**Regulación y Políticas Públicas**

María Abascal  
maria.abascal@bbva.com

**Política de Recuperación y Resolución**

José Carlos Pardo  
josecarlos.pardo@bbva.com

**Coordinación Regulatoria Global**

Matías Viola  
matias.viola@bbva.com

**Escenarios Económicos**

Julián Cubero  
juan.cubero@bbva.com

**Escenarios Financieros**

Sonsoles Castillo  
s.castillo@bbva.com

**Innovación y Procesos**

Oscar de las Peñas  
oscar.delaspenas@bbva.com

Interesados dirigirse a:

**BBVA Research**

Paseo Castellana, 81 - 7ª planta  
28046 Madrid (España)  
Tel.: +34 91 374 60 00 y +34 91 537 70 00  
Fax: +34 91 374 30 25  
bbvaresearch@bbva.com  
[www.bbvaresearch.com](http://www.bbvaresearch.com)