

Observatorio Bancario

China

Hong Kong, 23 de noviembre de 2011
Análisis Económico

Economista Jefe de Economías Emergentes del Grupo
Alicia García Herrero
alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Economista Jefe de Asia
Stephen Schwartz
stephen.schwartz@bbva.com.hk

Economista senior
Le Xia
xia.le@bbva.com.hk

George Xu
georgexu@bbva.com.hk

El sistema bancario informal: ¿una amenaza para la estabilidad financiera?

Resumen

El sistema bancario informal y no regulado de China ha crecido rápidamente en los dos últimos años, y ahora representa más de una quinta parte del crédito total de la economía. Las razones de este rápido crecimiento incluyen: (i) los esfuerzos de los depositantes para dejar las cuentas bancarias estándar y pasarse a productos de gestión de activos de mayor rentabilidad y (ii) los incentivos que tienen los prestamistas para sortear la regulación más estricta que se ha impuesto en el sistema bancario formal. El sistema bancario informal ha sido muy útil en el pasado al canalizar el crédito hacia negocios rentables, en particular hacia PYMES, el cual hubiera sido de otro modo muy limitado.

Existe cierta preocupación sobre la estabilidad financiera debido al aumento del crédito

Un primer riesgo se relaciona con la concentración de los préstamos. La mayor parte de los préstamos recientes vinculados al auge de la banca informal se han concedido a promotores inmobiliarios, que cada vez se enfrentan a mayores dificultades para vender las viviendas a los precios que habían previsto originalmente.

El segundo riesgo se deriva de la asimetría de los vencimientos, ya que los vehículos de financiación de la banca informal son con frecuencia a muy corto plazo y cada vez son más caros a causa del ciclo de ajuste de la política monetaria.

El último riesgo radica en los posibles déficits de liquidez en las instituciones de captación de depósitos, especialmente si la banca informal continúa atrayendo ahorros que buscan alta rentabilidad (un fenómeno que ya está ocurriendo). Por otro lado, un cambio repentino de la política que favoreciera a las instituciones del sector formal en la atracción de depósitos podría crear déficits de liquidez inesperados en los canales de la banca informal y, por tanto, aumentar aún más su dependencia de la financiación a corto plazo.

Creemos que los riesgos descritos anteriormente son manejables siempre y cuando las autoridades tomen las medidas oportunas para frenar el crecimiento de la concesión de créditos en la parte informal del sector financiero y aumenten también su vigilancia. Aunque se han introducido requisitos de capital en algunas partes del sector financiero formal (concretamente en las instituciones fiduciarias), otras siguen sin regular. Además, los requisitos de capital siguen siendo menores para las instituciones fiduciarias que para los bancos, de modo que es necesario hacer más esfuerzos para evitar el arbitraje regulatorio.

Una medida decisiva para desalentar la banca informal es la liberalización de los tipos de interés, especialmente en lo que se refiere a los depósitos, donde los tipos están actualmente sujetos a un tope. Dicha liberalización permitiría a las instituciones de captación de depósitos competir por depósitos mayoristas así como por aquellos de las familias acomodadas. Por último, también sería útil animar a los bancos a dar mejor servicio a las PYMES, no a través de la concesión de préstamos directos, sino más bien a través de políticas indirectas como los tipos de interés para préstamos subvencionados.

¿Qué es el sistema bancario informal de China?

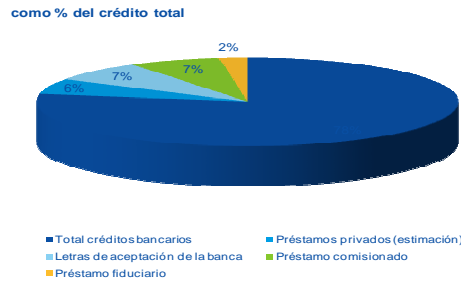
Informes recientes sobre la crisis del “mercado de préstamos privados”, por ejemplo en la ciudad de Wenzhou de la provincia de Zhejiang, han generado inquietud acerca de la vulnerabilidad del sistema bancario informal de China. Hay razones de peso para preocuparse, ya que el sistema bancario informal ha experimentado un crecimiento muy rápido en los dos últimos años. Calculamos que el crédito concedido por el sistema bancario informal asciende al 22% del crédito total de la economía (o lo que es igual al 29% del total de los préstamos bancarios). Dado su tamaño, la inestabilidad del sistema bancario informal podría plantear riesgos sistémicos para el sistema financiero general (Gráfico 1)¹.

El sistema bancario informal se compone de préstamos fiduciarios, préstamos comisionados (o préstamos encomendados), aceptaciones bancarias y préstamos privados:

- **Los préstamos fiduciarios (“trust loans”)** hacen referencia a los préstamos de instituciones fiduciarias, que no pueden captar depósitos, pero sí están autorizadas para gestionar activos de empresas e individuos. Así pues, las instituciones fiduciarias pueden facilitar préstamos que devengan intereses financiados a través de los diversos productos financieros que venden a empresas e individuos. Un nuevo tipo de productos financieros utilizados habitualmente por las instituciones fiduciarias son los “productos de gestión de patrimonio de cooperación bancaria-fiduciaria (WMP)”, que son básicamente letras emitidas por las instituciones fiduciarias. Según este modelo operativo, las instituciones fiduciarias venden varios WMP a individuos a través de los canales de ventas minoristas de los bancos y luego utilizan lo recaudado para otorgar préstamos (Gráfico 2). Aunque no están garantizados por los bancos, los WMP resultan tentadores para los inversores individuales pues ofrecen rentabilidades atractivas, normalmente muy por encima de los tipos de interés para depósitos de los bancos, que están limitados por el Banco Central.
- **Los préstamos comisionados (“entrusted loans”)** son créditos entre empresas con la participación de bancos o de otras instituciones financieras que actúan como agentes intermediarios (como financieras, instituciones fiduciarias y sociedades de arrendamiento). Normalmente los bancos supervisan el proceso, incluidas la firma de contratos, las retiradas de préstamos y la amortización. Sin embargo, esos bancos sólo reciben comisiones, pero no asumen el riesgo de los préstamos comisionados. Así pues, los préstamos comisionados se tratan como actividades fuera de balance de los bancos.
- **Las aceptaciones bancarias** son letras o efectos comerciales emitidos por una empresa y avalados por un banco. Con el aval de un banco, las empresas pueden utilizar las aceptaciones bancarias como medio de pago. En esencia son créditos de una empresa garantizados por los bancos.
- **Los préstamos privados** son la parte menos transparente del sistema bancario informal. Los participantes de los préstamos privados son empresas e individuos que no tienen necesidad de liquidez o que tienen un exceso de fondos para invertir. Pequeños intermediarios financieros actúan como garantes en estos mercados. A diferencia de los préstamos comisionados, las actividades de los préstamos privados no se canalizan a través del sistema bancario formal, por lo que son más difíciles de vigilar o de regular. De hecho, muchos intermediarios operan en zonas grises jurídicas. Los tipos de interés de este mercado tienden a ser mucho más altos que los tipos de interés para préstamos de los bancos (por ejemplo, el interés típico a un año en el mercado de préstamos privados de la provincia de Zhejiang se sitúa en torno al 18-23%, en comparación con el 7-8% en que se mueven actualmente los tipos de interés para préstamos de los bancos).

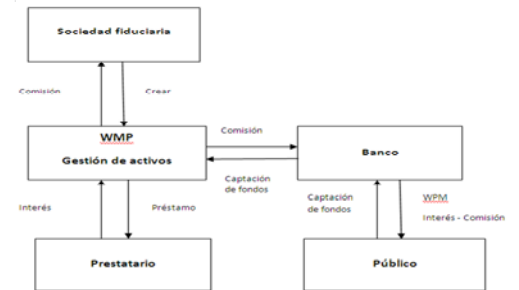
Los datos de este informe, que incluye las actividades fuera de balance de los bancos, proceden principalmente del informe trimestral del BPdC sobre el *agregado financiero social*, que cubre el flujo de nuevos créditos, incluidos los préstamos bancarios y diversas actividades fuera de balance de los bancos. Los datos sobre los préstamos privados proceden de diversos informes periódicos. 1

Gráfico 1
Crédito circulante total del sector financiero



Fuente: estimaciones del BPaC y BBVA Research

Gráfico 2
Modo operativo de las actividades fiduciarias



Fuente: BBVA Research

Origen del sistema bancario informal

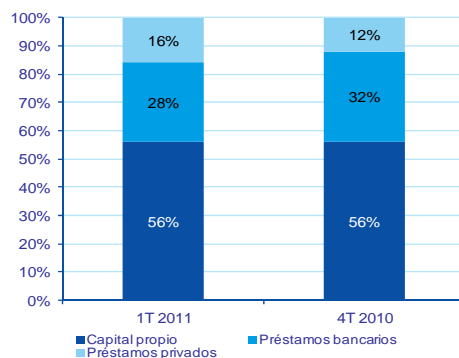
El sistema bancario informal ha jugado históricamente un papel beneficioso en el crecimiento económico.

En primer lugar, el sector bancario formal no ha dado un buen servicio a las PYMES. Los orígenes de los bancos de China están relacionados con su función como organismos estatales para conceder crédito al sector público en una época de planificación central. Sólo en la última década las autoridades han permitido la comercialización de estos bancos para que se adecuaran más al mercado. En este sentido, el sistema bancario informal ha contribuido a cerrar la brecha en el otorgamiento de crédito a las PYMES. Este fenómeno es especialmente importante en Wenzhou, donde han prosperado las PYMES orientadas a las exportaciones. Una gran proporción de las PYMES de Wenzhou obtienen financiación en el mercado de préstamos privados (Gráfico 3).

En segundo lugar, el sistema bancario informal puede ayudar a mitigar las asimetrías de información en el mercado de crédito. Por ejemplo, los préstamos comisionados normalmente se producen entre empresas relacionadas, que son socios comerciales o están comprometidas en una relación proveedor-cliente a largo plazo. A este respecto, el conocimiento del prestamista hacia el deudor podría ser mejor que el de los bancos. Así pues, prestar a través de los préstamos comisionados puede ser más seguro y más eficaz en cuanto a que hay menos asimetrías de información entre prestamistas y deudores.

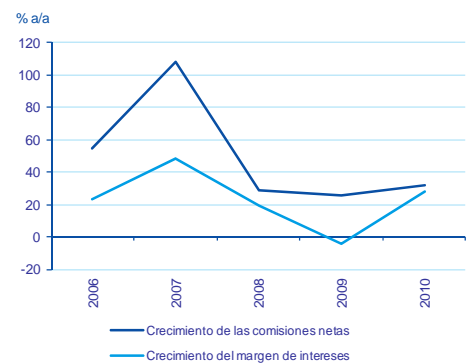
En tercer lugar, las actividades fuera de balance de los bancos son una fuente importante de ingresos, diferenciada de su dependencia de los ingresos financieros convencionales (Gráfico 4).

Gráfico 3
Fuente de financiación de las PYMES



Fuente: 21st Century Business Herald e informe de los gobiernos locales

Gráfico 4
Comisiones netas de los bancos comerciales



Fuentes: informes financieros de los bancos y BBVA Research

Regulación del sistema bancario informal

Hasta hace poco, la regulación del sistema bancario informal ha sido laxa, quizá debido a que las autoridades reconocían sus efectos favorables en el impulso al crecimiento económico, como se ha descrito más arriba.

Hay poca regulación con respecto a los préstamos comisionados y las aceptaciones bancarias. Según las normas actuales de capital, que se rigen por el acuerdo de Basilea II, los bancos no tienen que destinar capital para los préstamos comisionados, ni estos se incluyen en las cuotas de crédito impuestas sobre los bancos. Los requisitos de capital sí se aplican a las aceptaciones bancarias, pero también están al margen de las mediciones utilizadas para calcular las cuotas de crédito. Por consiguiente, los préstamos comisionados y las aceptaciones bancarias se han convertido en métodos para sortear los requisitos de capital y las cuotas de préstamos.

En comparación con los dos vehículos anteriores del sistema bancario informal, los préstamos de las instituciones fiduciarias han recibido relativamente más atención de las autoridades. Esto se debe en parte al sonado escándalo de la quiebra de una institución fiduciaria en 1998, en la que el gobierno tuvo que intervenir para liquidar la insolvente Guangdong International Trust and Investment Corporation (GITIC).

Sin embargo, a pesar de la inquietud con respecto a los préstamos de las instituciones fiduciarias, hasta hace poco los reguladores se han abstenido de imponer requisitos de capital en dichas actividades. Esto ha servido de incentivo para que los bancos canalizaran sus préstamos a través de las actividades fuera de balance facilitadas por las instituciones fiduciarias. En concreto, los bancos podían dirigirse a las instituciones fiduciarias para emitir conjuntamente los llamados "productos de gestión de patrimonio de cooperación bancaria-fiduciaria", o WMP. Las instituciones fiduciarias podían usar luego lo recaudado para emitir préstamos fiduciarios. Los deudores de estos préstamos fiduciarios eran designados normalmente por los bancos, que acumulaban la mayoría de las comisiones devengadas. A través de estas operaciones los bancos podían eludir los requisitos de capital sobre sus préstamos y los requisitos de reservas sobre sus depósitos.

El mercado de los préstamos privados es el segmento menos transparente del sistema bancario informal, quedando casi por completo fuera del alcance regulador de las autoridades:

- Aunque el límite de los tipos de interés es cuatro veces el tipo de interés de referencia para préstamos del BPdC, en la práctica no hay ningún mecanismo que obligue a su cumplimiento.
- A pesar de que está prohibido que las instituciones no financieras y los individuos reciban depósitos con el fin de otorgar préstamos, su práctica es bastante común, especialmente entre familiares y amigos, lo que dificulta que las autoridades puedan hacer cumplir la ley.

En respuesta al rápido crecimiento que han tenido recientemente los préstamos del sistema bancario informal y a los riesgos que esto plantea para el sistema financiero general, desde agosto de 2010 las autoridades regulatorias (BPdC y CBRC) han impuesto una serie de normas para restringir el crecimiento del sistema bancario informal (Tabla 1). Estas regulaciones incluyen: (i) imponer requisitos de capital a las instituciones fiduciarias; (ii) exigir a los bancos que vuelvan a registrar en sus libros determinadas actividades fuera de balance de alto riesgo; (iii) aplicar los requisitos de reservas de depósitos a los depósitos colaterales asociados con las aceptaciones bancarias.

Tabla 1

Regulaciones para frenar el desarrollo del sistema bancario informal

Plazo	Regulador	Detalles
8/12/2010	CBRC	La notificación sobre los asuntos relevantes de la normativa con respecto a la cooperación en gestión de patrimonio entre bancos e instituciones fiduciarias es la siguiente: 1) se requiere que los bancos devuelvan a sus libros determinados activos fuera de balance a finales de 2011 y mantengan una ratio de fondos de cobertura del 150%; 2) los bancos grandes mantendrán un coeficiente de capitalización (CAR) por encima del 11,5% y los bancos pequeños y medianos mantendrán un CAR por encima del 10%; 3) el balance de las actividades financieras no superará el 30% del negocio total de cooperación entre bancos e instituciones fiduciarias.
1/13/2011	CBRC	Notificación sobre la nueva normativa que regula la cooperación en gestión de patrimonio entre bancos e instituciones fiduciarias: 1) el banco tiene que devolver a sus libros los activos fuera de balance relacionados con la cooperación entre bancos-instituciones fiduciarias a finales del año; 2) las instituciones fiduciarias deben reservar un capital ponderado por riesgo del 10,5% para los préstamos fiduciarios facilitados a través de la cooperación de bancos-instituciones fiduciarias no incluidos en los balances de los bancos; 3) las instituciones fiduciarias no deben distribuir dividendos si sus reservas de compensación están por debajo del 150% de los créditos morosos del banco-institución fiduciaria o de un 2,5% del balance total de los préstamos concedidos en cooperación entre el banco y la institución fiduciaria.
8/26/2011	BPdC	Notificación para ampliar la base de cálculo de los coeficientes de reservas obligatorias de los bancos incluyendo sus depósitos de margen. A los seis grandes bancos se les exige reservar el 21,5% de los depósitos a partir del 5 de septiembre y a los bancos medianos y pequeños el 19,5% de los depósitos.

Fuentes: CBRC, BPdC y BBVA Research

Evolución reciente

En los últimos años el sistema bancario informal ha experimentado un auge sin precedentes. En términos de créditos nuevos otorgados, el tamaño de la actividad bancaria informal ascendió a 4,25 billones de RMB en 2010, lo que representa aproximadamente un tercio del total del crédito otorgado por el sistema financiero (Gráfico 5).

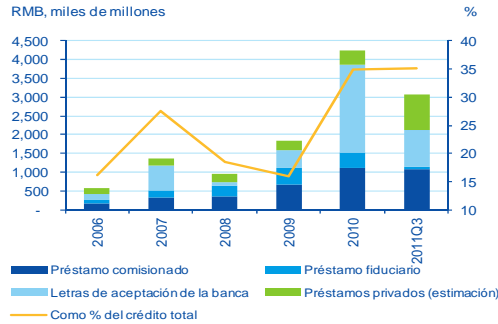
El reciente auge de los préstamos a través del sistema bancario informal es el resultado de varios factores. En primer lugar, el ajuste de la política monetaria a partir de 2010 creó una demanda de crédito fuera del sistema bancario formal. En particular, el ajuste de la política monetaria dificultó a varias empresas, especialmente a las PYMES, la obtención de fondos para finalizar proyectos que ya estaban en marcha. Los promotores inmobiliarios también sufrieron el ajuste debido a las drásticas políticas aplicadas para poner freno a la incipiente burbuja inmobiliaria. Como resultado de ello, tanto las PYMES como los promotores inmobiliarios tuvieron que recurrir al sistema bancario informal para satisfacer sus demandas de financiación.

En segundo lugar, la existencia de tipos de interés reales negativos para depósitos ha proporcionado al sistema bancario informal una abundante oferta de fondos. A su vez, los tipos reales negativos se deben al aumento de la inflación y a los límites sobre los tipos de interés para depósitos (Gráfico 6). Las tasas de rentabilidad negativas han animado a los depositantes a buscar productos financieros de mayor rentabilidad.

En tercer lugar, como se ha observado anteriormente, las lagunas del marco regulatorio han creado incentivos para utilizar el sistema bancario informal para eludir las regulaciones impuestas sobre las actividades de la banca formal.

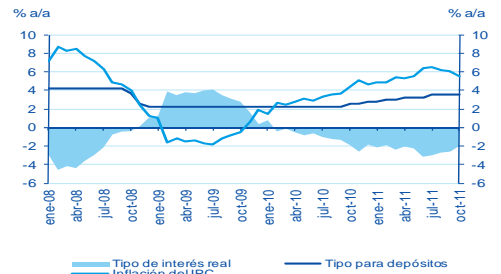
Al tomarse medidas políticas para frenar el crecimiento del sistema bancario informal, las PYMES que dependen de dicho sistema como fuente importante de financiación se han visto afectadas. Para abordar este problema se han dado varios pasos para apoyar a las PYMES (Tabla 2), entre los que se incluye una mezcla de tolerancia en la reglamentación, incentivos fiscales y persuasión moral.

Gráfico 5
Aceleración de los préstamos de la banca informal



Fuente: estimaciones del BpDC y BBVA Research

Gráfico 6
Tipo de interés real negativo



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Tabla 2
Recientes medidas para apoyar la financiación de las PYMES

Plazo	Regulador	Detalles
6/7/2011	CBRC	La serie de medidas regulatorias para apoyar el crédito de los bancos comerciales a las PYMES son las siguientes: 1) supervisión diferenciada y requisitos sobre los índices de morosidad con mayor tolerancia con respecto a los índices de morosidad de las PYMES; 2) se requiere que el aumento del crédito para las pequeñas empresas sea igual al crecimiento total del crédito; 3) los préstamos a las PYMES por un valor inferior a 5 millones de RMB se considerarán créditos minoristas con ponderaciones de riesgo más bajas; 4) los préstamos a las PYMES por un valor inferior a 5 millones de RMB se excluirán de los cálculos de los ratios préstamos-depositos; y 5) se dará mayor prioridad a los bonos financieros emitidos por los bancos que se asignen al crédito a las PYMES.
10/12/2011	Consejo de Estado	Medidas financieras para ofrecer desgravaciones fiscales y facilitar la financiación de las PYMES: 1) establecer umbrales más altos de IVA e impuestos operativos a las PYMES; 2) ofrecer mayor apoyo al crédito a las PYMES con un crecimiento del crédito subyacente que iguale al crecimiento global de los préstamos; 3) profundizar en el uso variado de bonos y otros instrumentos financieros como canales de financiación de las PYMES; 4) regular el comportamiento de los préstamos privados con el fin de lograr un desarrollo saludable de los mismos bajo la supervisión del gobierno.
10/24/2011	Ministerio de Hacienda	Exención de timbres fiscales sobre los préstamos a las PYMES desde noviembre de 2011 hasta octubre de 2014.
10/25/2011	CBRC	Notificación complementaria para el lanzamiento de planes detallados con el fin de fomentar el apoyo financiero a las PYMES: 1) establecer que el crecimiento del crédito para las PYMES iguale al crecimiento global de los préstamos y tiene que ser más rápido que el año pasado; 2) estimular a los bancos comerciales a dar más apoyo a los créditos a las PYMES cuyo valor sea inferior a 5 millones de RMB; 3) permitir a los bancos la emisión de bonos financieros especiales como canal de financiación de las PYMES.

Fuentes: CBRC, MoF, Consejo de Estado y BBVA Research

Riesgos del sistema bancario informal

Uno de los riesgos principales está relacionado con la interconexión entre el sistema bancario informal y el sector bancario formal. Como hemos mencionado antes, tanto las aceptaciones bancarias como los préstamos comisionados se han convertido en importantes fuentes de ingresos bancarios. Los datos anecdóticos indican que algunas empresas o individuos han obtenido indebidamente préstamos bancarios para volver a prestarlos en el mercado de préstamos privados a tipos de interés más altos. La exposición de los bancos a las actividades bancarias informal aumenta la vulnerabilidad global del sistema financiero, que ya se ha visto afectado por el peso de la deuda de los gobiernos locales (véase nuestro informe: [¿Quién pagará la factura del estímulo fiscal de los gobiernos locales?](#))

Creemos que hay tres riesgos asociados al sistema bancario informal:

El primero es **la alta concentración de préstamos en el sector inmobiliario** combinado con las relativamente débiles prácticas de gestión del riesgo. Según nuestras estimaciones, el préstamo total de la banca informal al mercado inmobiliario asciende a aproximadamente 2,9 billones de RMB.² Aunque se ha informado de que las garantías se elevan al 189% del total de los préstamos circulantes a los promotores inmobiliarios (según los comentarios del pasado mes de agosto atribuidos al entonces presidente de la CBRC Liu Mingkang), si se incluye la exposición de los prestamistas de la banca informal a los promotores, la cobertura de dichas garantías caería al 146% según nuestras estimaciones, lo que dejaría al sistema más expuesto en caso de que se produjera una caída pronunciada en los valores inmobiliarios (con respecto a los precios a los que se valora la garantía).

Segundo, en el mercado de la banca informal, es probable que sean más graves **las asimetrías de vencimientos**. Los prestamistas del mercado bancario informal no tienen acceso al mercado interbancario ni a las líneas de apoyo a la liquidez normalmente disponibles en el sistema bancario formal. También tienden a utilizar instrumentos de financiación a corto plazo y más complejos para financiar los proyectos a largo plazo de los deudores. Por ejemplo, entre los 4.796 WMP en circulación a finales de octubre, cerca de dos quintas partes de ellos tenían vencimientos de menos de un mes. De hecho, es habitual que los bancos y las instituciones fiduciarias renueven estos WMP para obtener fondos y otorgar préstamos fiduciarios. Lo mismo puede decirse de las aceptaciones bancarias, la mayoría de las cuales tienen vencimientos de 3 a 6 meses.

Las asimetrías de los vencimientos también imponen riesgos sobre los deudores. Por ejemplo, si las autoridades endurecen la normativa sobre las actividades fuera de balance, los deudores podrían tener dificultades en renovar sus créditos, lo que podría afectar a sus operaciones y a su liquidez y provocar quiebras, especialmente en las PYMES. La reciente crisis del mercado de préstamos privados en la ciudad de Wenzhou es un buen ejemplo de ello. Al ser una de las regiones costeras más ricas del sudeste de China, Wenzhou prosperó gracias a las PYMES orientadas hacia las exportaciones, que normalmente renovaban los préstamos a corto plazo tomados en el mercado de préstamos privados. Atraídos por los altos beneficios, una gran cantidad de fondos pasaron de los bancos al mercado de préstamos privados. Sin embargo, en los dos últimos años se han unido a este mercado más promotores inmobiliarios y han empujado al alza el tipo de interés para préstamos en el mercado. Cuando los bancos se dieron cuenta del aumento de los riesgos asociados a los préstamos privados y trataron de reducir su exposición, muchas PYMES ya no pudieron renovar sus créditos y se vieron abocadas a la quiebra.

Tercero, el sistema bancario informal también puede incrementar **los riesgos de liquidez del sector bancario formal**. Como hemos observado antes, el sistema bancario informal da como resultado una desviación de depósitos desde el sistema bancario formal debido a que los depositantes se sienten atraídos por las altas rentabilidades de los WMP. Aunque la

² Sólo las instituciones fiduciarias han revelado su exposición al sector inmobiliario: un 17% al cierre de 2010. Aplicamos la misma ratio a los préstamos comisionados y a las aceptaciones bancarias para deducir sus respectivas exposiciones.

situación actual no es tan grave como para provocar un problema de liquidez en el conjunto del sistema bancario, sí puede provocar problemas regionales en las zonas en que las que han crecido los préstamos privados. Además, cualquier cambio repentino de la política que favorezca a las instituciones de captación de depósitos del sector formal en la atracción de depósitos podría crear déficits de liquidez inesperados en los vehículos de la banca informal y, por consiguiente, aumentar aún más su dependencia de la financiación a corto plazo.

En general, creemos que los riesgos asociados al sistema bancario informal son todavía manejables. A diferencia de sus equivalentes en algunas economías desarrolladas, la estructura del sistema bancario informal de China es relativamente simple. Además, una gran proporción de estas actividades se canalizan a través de los bancos, por lo que es más fácil supervisarlas y controlarlas. Sin embargo, la interconexión con el sistema bancario formal y la debilidad de las prácticas de gestión del riesgo aumentan la vulnerabilidad del sistema financiero en su conjunto.

Sugerencias de políticas

En nuestra opinión, las causas del crecimiento del sistema bancario informal radican en las distorsiones del sistema financiero formal así como en algunos elementos del marco de la política monetaria. Por consiguiente, para mitigar los riesgos del sistema bancario informal, sería necesario profundizar en las reformas del sistema financiero así como hacer mejoras en la toma de decisiones políticas. De hecho, los beneficios del sistema bancario informal para facilitar financiación a segmentos del mercado privados de crédito se deben a la existencia de distorsiones en el sistema financiero y en el marco político existentes.

Nuestras sugerencias son las siguientes:

Primero, la liberalización de los tipos de interés es una cuestión prioritaria. Como hemos argumentado más arriba, los límites sobre el tipo de interés para depósitos han llevado a distorsiones, dando como resultado tipos de interés reales negativos. La liberalización de los tipos de interés atraería de nuevo fondos hacia el sistema bancario formal y frenaría la expansión del sistema bancario informal.

Segundo, es necesario completar las reformas del marco regulatorio. Las regulaciones deberían ampliarse y cubrir las instituciones no bancarias de crédito. Habiendo impuesto requisitos de capital a las instituciones fiduciarias, las autoridades podrían considerar la aplicación de requisitos adicionales, como ratios de apalancamiento para reducir el margen de "arbitraje regulatorio" entre bancos e instituciones no bancarias de crédito.

Tercero, las autoridades deberían enmendar la forma de ejecución de la política monetaria, que pone demasiado énfasis en los controles cuantitativos directos, como las cuotas de préstamos y muy poco en los mecanismos basados en los precios. Un efecto indeseable de los controles de cantidad es la ampliación de los diferenciales entre los tipos de interés de los mercados de capital formales y los del sistema bancario informal.

Por último, pero no menos importante, las autoridades pueden contribuir a fomentar la concesión de crédito a las PYMES. Además de las medidas existentes, las autoridades podrían desarrollar el mercado doméstico de bonos para satisfacer las necesidades de financiación de las empresas de gran tamaño, de modo que los bancos tuvieran más incentivos para dar servicio a las PYMES. Deberían evitarse las políticas dirigidas al préstamo directo y favorecerse las políticas indirectas como los esquemas de garantías y los tipos de interés para préstamos subvencionados.

AVISO LEGAL

Este documento, así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, han sido elaborados por Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (en adelante "BBVA"), con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del informe y están sujetas a cambio sin previo aviso. BBVA no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

El inversor que tenga acceso al presente documento debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya **que no han sido tomadas en consideración para la elaboración del presente informe**, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario. El contenido del presente documento se basa en informaciones que se estiman disponibles para el público, obtenidas de fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por BBVA por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección. BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor debe tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o los resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor e incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad (high yield securities) pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes a los mismos. Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos.

BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA, así como sus respectivos directores o empleados, pueden tener una posición en cualquiera de los valores o instrumentos a los que se refiere el presente documento, directa o indirectamente, o en cualesquiera otros relacionados con los mismos; pueden negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento u otros servicios al emisor de dichos valores o instrumentos, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados y pueden tener intereses o llevar a cabo cualesquiera transacciones en dichos valores o instrumentos o inversiones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable.

Los empleados de los departamentos de ventas u otros departamentos de BBVA u otra entidad del Grupo BBVA pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opiniones contrarias a las expresadas en el presente documento; asimismo BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA puede adoptar decisiones de inversión por cuenta propia que sean inconsistentes con las recomendaciones contenidas en el presente documento. Ninguna parte de este documento puede ser (i) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio (ii) redistribuida o (iii) citada, sin el permiso previo por escrito de BBVA. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a aquellos Países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción relevante.

Este documento será distribuido en el Reino Unido únicamente a (i) personas que cuentan con experiencia profesional en asuntos relativos a las inversiones previstas en el artículo 19(5) de la ley de servicios y mercados financieros de 2000 (promoción financiera) de la orden de 2005, (en su versión enmendada, en lo sucesivo, la "orden") o (ii) entidades de grandes patrimonios sujetas a lo dispuesto en el artículo 49(2)(a) a (d) de la orden o (iii) personas a las que legalmente se les pueda comunicar una invitación o propuesta para realizar una inversión (según el significado del artículo 21 de la ley de servicios y mercados financieros de 2000) (en adelante, todas estas personas serán "personas relevantes"). Este documento está dirigido únicamente a las personas relevantes y las personas que no sean personas relevantes no se deberán basar en el mismo ni actuar de conformidad con él. Las inversiones o actividades de inversión a las que hace referencia este documento sólo están disponibles para personas relevantes y sólo se realizarán con personas relevantes.

Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a los Estados Unidos de América ni a personas o entidades americanas. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de los Estados Unidos de América.

El sistema retributivo del/los analista/s autor/es del presente informe se basa en una multiplicidad de criterios entre los cuales figuran los ingresos obtenidos en el ejercicio económico por BBVA e, indirectamente, los resultados del Grupo BBVA, incluyendo los generados por la actividad de banca de inversiones, aunque éstos no reciben compensación basada en los ingresos de ninguna transacción específica de banca de inversiones.

BBVA no es miembro de FINRA y no está sujeta a las normas de revelación previstas para sus miembros.

"BBVA está sometido al código de conducta de los Mercados de Valores del Grupo BBVA, el cual incluye, entre otras, normas de conducta establecidas para prevenir y evitar conflictos de interés con respecto a las recomendaciones, incluidas barreras a la información. El Código de Conducta en los Mercados de Valores del Grupo BBVA está disponible para su consulta en la dirección Web siguiente: www.bbva.com / Gobierno Corporativo".

BBVA, S.A. es un banco, supervisado por el Banco de España y por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, e inscrito en el registro del Banco de España con el número 0182.