



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales
ICADE

El impacto del Quantitative Easing del BCE en la banca europea: rentabilidad y transformación del modelo de negocio (2015-2023)

Autor: Jaime Gallegos Dago
Tutor: Diego Villafañez Sagardoy

MADRID | Marzo 2026

RESUMEN

Tras la crisis financiera internacional y la posterior crisis de deuda soberana en la zona euro, la política monetaria del Banco Central Europeo adquirió una importancia decisiva en la estabilización del sistema financiero europeo. En este contexto, las medidas no convencionales, y especialmente el Quantitative Easing, pasaron a ocupar un lugar central dentro de la actuación del BCE. A través de programas de compra de activos y de un entorno prolongado de tipos de interés reducidos, esta política trató de mejorar las condiciones de financiación, reactivar el crédito y reforzar la transmisión monetaria hacia la economía real.

El presente Trabajo de Fin de Grado tiene como finalidad analizar el impacto del Quantitative Easing del BCE sobre la banca europea durante el periodo 2015-2023. En particular, el estudio se centra en dos dimensiones principales. Por un lado, examina los efectos del QE sobre la rentabilidad bancaria, atendiendo a indicadores como el ROE, el ROA y el margen de intereses. Por otro, analiza de qué manera ese entorno monetario excepcional favoreció una transformación gradual del modelo de negocio de numerosas entidades europeas.

A lo largo del análisis se pone de relieve que el impacto del QE sobre la banca europea no puede interpretarse de forma lineal. Por una parte, las compras de activos y la reducción de los tipos de interés contribuyeron a contener tensiones financieras, aliviar los costes de financiación y sostener la actividad crediticia en una etapa especialmente delicada para la economía europea. Por otra, la persistencia de tipos muy bajos e incluso negativos durante parte del periodo presionó el margen de intereses y dificultó la obtención de niveles de rentabilidad elevados de forma sostenida, especialmente en aquellos bancos más dependientes del negocio tradicional de intermediación.

En consecuencia, el estudio concluye que el QE no resolvió por sí solo los problemas estructurales de rentabilidad de la banca europea, aunque sí desempeñó un papel importante en la estabilización del entorno financiero y en la aceleración de cambios estratégicos dentro del sector. Más que ofrecer una solución definitiva, esta política monetaria impulsó una adaptación progresiva del modelo de negocio bancario, basada en una mayor diversificación de ingresos, la contención de costes y la digitalización de procesos.

PALABRAS CLAVE

Quantitative Easing, Banco Central Europeo, banca europea, rentabilidad bancaria, margen de intereses, modelo de negocio bancario, tipos de interés bajos.

ABSTRACT

Following the global financial crisis and the subsequent sovereign debt crisis in the euro area, the European Central Bank's monetary policy became a decisive element in the stabilisation of the European financial system. In this context, unconventional monetary measures, particularly Quantitative Easing, gained a central role in the ECB's policy framework. Through large-scale asset purchase programmes and a prolonged period of low interest rates, this policy aimed to improve financing conditions, support credit activity and strengthen monetary transmission to the real economy.

This Bachelor's Thesis analyses the impact of the ECB's Quantitative Easing on European banking during the period 2015-2023. In particular, the study focuses on two main dimensions. First, it examines the effects of QE on bank profitability, considering indicators such as ROE, ROA, and net interest margin. Second, it analyses how this exceptional monetary environment encouraged a gradual transformation in the business model of many European banks.

Throughout the analysis, it becomes clear that the impact of QE on European banking cannot be interpreted in a linear way. On the one hand, asset purchases and lower interest rates helped contain financial tensions, reduce financing costs, and support lending activity during a particularly delicate period for the European economy. On the other hand, the persistence of very low and even negative interest rates during part of the period put pressure on net interest margins and made it more difficult to achieve consistently high levels of profitability, especially for banks that were more dependent on the traditional intermediation business.

Consequently, the study concludes that QE did not by itself solve the structural profitability problems of European banking, although it did play an important role in stabilising the financial environment and accelerating strategic changes within the sector. Rather than providing a definitive solution, this monetary policy fostered a gradual

adaptation of the banking business model, based on greater income diversification, cost containment, and process digitalisation.

KEYWORDS

Quantitative Easing, European Central Bank, European banking, bank profitability, net interest margin, banking business model, low interest rates.

ÍNDICE DE ABREVIATURAS

ABSPP	<i>Asset-Backed Securities Purchase Programme</i>
APP	<i>Asset Purchase Programme</i>
BCE	European Central Bank
CBPP3	<i>Third Covered Bond Purchase Programme</i>
CAC	<i>Collective Action Clauses</i>
CDS	<i>Credit Default Swaps</i>
CSPP	<i>Corporate Sector Purchase Programme</i>
ECB	<i>European Central Bank</i>
Fed	Federal Reserve
MBS	<i>Mortgage-Backed Securities</i>
PEPP	<i>Pandemic Emergency Purchase Programme</i>
PSPP	<i>Public Sector Purchase Programme</i>
QE	<i>Quantitative Easing</i>
ROA	<i>Return on Assets</i>
ROE	<i>Return on Equity</i>
TLTRO	<i>Targeted Longer-Term Refinancing Operations</i>

ÍNDICE DE CONTENIDO

1	<i>INTRODUCCIÓN</i>	7
1.1	Objeto y justificación del Trabajo de Fin de Grado.....	7
1.2	Metodología seguida en el desarrollo del Trabajo de Fin de Grado	8
2	<i>MARCO TEÓRICO: EL QUANTITATIVE EASING Y SU TRANSMISIÓN AL SECTOR BANCARIO</i>	9
2.1	Definición y operatividad del Quantitative Easing.....	9
2.2	El Quantitative Easing del BCE: del Asset Purchase Programme (APP) al Programa de Compras de Emergencia frente a la Pandemia (PEPP).....	10
2.3	Política monetaria no convencional y sistema bancario: un análisis de los canales de transmisión del Quantitative Easing del Banco Central Europeo	12
3	<i>EVOLUCIÓN DE LA RENTABILIDAD BANCARIA EN LA ERA DEL QUANTITATIVE EASING</i>	13
3.1	Contexto y concepto de rentabilidad sostenible (ROE/ROA vs Coste de Capital)	13
3.2	Transmisión del Quantitative Easing a la rentabilidad bancaria	15
3.3	Evidencia sobre la evolución de la rentabilidad bancaria durante el Quantitative Easing	18
3.3.1	Evolución agregada de la rentabilidad bancaria	18
3.3.2	El papel del margen de intereses y el entorno de tipos bajos	21
3.3.3	Diferencias entre países y modelos bancarios	23
4	<i>ADAPTACIÓN DEL MODELO DE NEGOCIO DE LA BANCA EUROPEA EN EL ENTORNO DE TIPOS BAJOS</i>	25
4.1	La presión del entorno de tipos bajos sobre el negocio bancario tradicional.....	25
4.2	Las principales vías de adaptación.....	26
4.3	Evidencia en algunos grandes bancos europeos.....	27
4.4	Balance.....	30
5	<i>EVIDENCIA DEL MERCADO BURSÁTIL SOBRE EL IMPACTO DEL QUANTITATIVE EASING EN LA BANCA</i>	32
6	<i>CONCLUSIONES</i>	35
7	<i>DECLARACIÓN DE USO DE HERRAMIENTAS DE INTELIGENCIA ARTIFICIAL</i>	38
8	<i>BIBLIOGRAFÍA</i>	39

1 INTRODUCCIÓN

La crisis financiera internacional de 2008 y la posterior crisis de deuda soberana en la zona euro obligaron al Banco Central Europeo a adoptar medidas no convencionales de política monetaria. Entre ellas, el Quantitative Easing adquirió una relevancia central por su capacidad para influir en los mercados financieros, reducir las tensiones de liquidez y mejorar las condiciones de financiación de la economía. En ese contexto, la banca europea pasó a desenvolverse en un entorno marcado por tipos de interés extraordinariamente bajos y por una elevada intervención monetaria.¹

El nuevo entorno monetario tuvo consecuencias directas sobre la banca europea. La abundancia de liquidez y la persistencia de tipos de interés muy reducidos favorecieron la estabilidad financiera y ayudaron a sostener la concesión de crédito, pero también complicaron la capacidad de muchas entidades bancarias para mantener márgenes cómodos y niveles elevados de rentabilidad. Esta cuestión resulta especialmente importante en un sector como el bancario, en el que una parte fundamental del negocio sigue descansando en la intermediación tradicional.²

A partir de este marco, el presente Trabajo de Fin de Grado analiza el impacto del Quantitative Easing del BCE sobre la banca europea durante el periodo 2015-2023. El estudio se centra en dos cuestiones principales: la evolución de la rentabilidad bancaria y los cambios producidos en el modelo de negocio de entidades. Con ello, se pretende ofrecer una visión ordenada de una etapa decisiva para entender la transformación reciente del sector bancario.

1.1 Objeto y justificación del Trabajo de Fin de Grado

El objeto de este Trabajo de Fin de Grado es estudiar los efectos del Quantitative Easing del BCE sobre la banca europea, prestando atención a la rentabilidad bancaria y a la transformación del modelo de negocio de las entidades. El análisis se desarrolla para el periodo 2015-2023, ya que en esos años se concentra buena parte de la aplicación, consolidación y prolongación de esta política monetaria. El propósito del trabajo no es

¹ Bindseil, U., Corsi, F., Sahel, B. y Visser, A., The ECB's non-standard monetary policy measures: the role of institutional factors and financial structure, ECB Working Paper, n.º 1528, 2013.

² Banco Central Europeo, *Euro area banks' net interest margins and the low interest rate environment*, *Financial Stability Review*, noviembre de 2015.

únicamente describir una actuación del BCE, sino analizar de qué forma alteró el funcionamiento del sector bancario europeo.

La elección del tema se justifica, en primer lugar, por la relevancia que la banca sigue teniendo dentro de la economía de la eurozona. A diferencia de otros sistemas financieros más orientados hacia los mercados de capitales, en Europa la intermediación bancaria continúa siendo esencial para canalizar financiación hacia familias y empresas. Por ello, estudiar cómo una política monetaria extraordinaria afectó a los bancos permite comprender mejor uno de los principales mecanismos de transmisión de la política monetaria europea.¹

Además, se trata de una cuestión especialmente interesante porque los efectos del QE sobre la banca no fueron simples ni uniformes. Aunque esta política contribuyó a aliviar tensiones financieras y a mejorar determinadas condiciones de mercado, también coincidió con una etapa en la que la baja rentabilidad bancaria se convirtió en una preocupación recurrente dentro de la estabilidad financiera de la eurozona. Precisamente por esa combinación de apoyo y presión, el tema resulta relevante tanto desde el punto de vista académico como desde una perspectiva económica más amplia.³

1.2 Metodología seguida en el desarrollo del Trabajo de Fin de Grado

Para la elaboración de este Trabajo de Fin de Grado se ha llevado a cabo una revisión de literatura existente sobre el impacto de las políticas monetarias no convencionales del Banco Central Europeo, con especial atención al Quantitative Easing y sus efectos sobre la banca europea. El objetivo de esta revisión ha sido construir un marco teórico que permita comprender los principales canales a través de los cuales estas políticas afectan a la rentabilidad bancaria, así como identificar los distintos enfoques existentes en la literatura sobre esta cuestión.

Las palabras clave empleadas en la búsqueda de información han sido, entre otras: “Quantitative Easing”, “banca europea”, “rentabilidad bancaria”, “ROE”, “margen de intereses”, “tipos de interés bajos”, “modelo de negocio bancario” y “política monetaria BCE”. Para ello, se han utilizado fuentes académicas y bases de datos como Google Académico, así como documentos institucionales y publicaciones del BCE, el Banco de España y otros organismos europeos.

³ Banco Central Europeo, *Euro area bank profitability: where can consolidation help?*, *Financial Stability Review*, noviembre de 2019.

Asimismo, el trabajo se ha apoyado en el análisis de informes económicos y financieros elaborados por bancos y servicios de estudios, como BBVA Research o Santander Research, junto con informes de estabilidad financiera del BCE. A partir de esas fuentes, se han analizado indicadores agregados como el ROE, el ROA y el margen de intereses, con el fin de observar la evolución de la rentabilidad bancaria durante el periodo 2015-2023. Esta información se ha complementado con el análisis de algunos casos representativos, con el objetivo de ofrecer una visión más completa del impacto del entorno monetario sobre la banca europea.

2 MARCO TEÓRICO: EL QUANTITATIVE EASING Y SU TRANSMISIÓN AL SECTOR BANCARIO

2.1 Definición y operatividad del Quantitative Easing

El Quantitative Easing (QE) es una modalidad de política monetaria no convencional basada en compras de activos a gran escala por parte del banco central. La idea operativa es que, cuando los tipos de interés a corto plazo ya han sido recortados hasta niveles muy bajos y el margen para nuevos recortes es reducido, el banco central puede seguir proporcionando estímulo ampliando su balance mediante la adquisición de activos (por ejemplo, deuda pública o determinados activos privados). Al aumentar la demanda de estos activos, tienden a subir sus precios y bajar sus rentabilidades, con el objetivo de relajar las condiciones financieras de forma amplia y favorecer la transmisión monetaria hacia la economía real. Esta lógica se recoge de forma explícita en la explicación del BCE sobre el funcionamiento de los programas de compras: las compras presionan a la baja los rendimientos y buscan abaratar las condiciones de financiación, apoyando así el cumplimiento del mandato de estabilidad de precios.⁴

Antes de su uso sistemático en la eurozona, el referente más citado es la experiencia de Estados Unidos tras la crisis financiera global. Con el tipo de los fondos federales en el entorno de su límite efectivo, la Reserva Federal con Ben Bernanke como presidente, recurrió a compras de activos para aumentar la acomodación monetaria. Un ejemplo temprano y muy relevante fue el programa de compras de MBS (mortgage-backed securities) de agencias, anunciado en 2008 y ampliado después, que la Fed presenta como parte del giro hacia una expansión de su cartera de valores con el objetivo de reducir tipos

⁴ European Central Bank. (n.d.). *How does the ECB's asset purchase programme work?* European Central Bank.

a largo plazo y facilitar un conjunto más amplio de condiciones financieras acomodaticias; en ese programa, la propia Fed indica que se adquirieron 1,25 billones de dólares en MBS de agencias entre enero de 2009 y marzo de 2010.⁵

Tras las primeras intervenciones, la Fed amplió el uso de compra de activos a gran escala. En noviembre de 2010 el Comité Federal de Mercado Abierto anunció la adquisición de 600.000 millones de dólares en Treasuries de mayor plazo hasta mediados de 2011, junto con la reinversión de vencimientos de deuda de agencias y MBS en esos mismos títulos. Más adelante, en 2012, la Fed anunció compras adicionales de MBS a un ritmo mensual y, posteriormente, añadió compras mensuales de Treasuries, en un esquema más abierto en el que el volumen y la duración se vinculaban a la evolución del mercado y de la economía.⁶

Este precedente ayuda a contextualizar el caso europeo, pero no implica que la eurozona replique el diseño estadounidense: el BCE adopta el QE dentro de su propio marco institucional y lo integra con otras herramientas como los tipos de interés y operaciones de liquidez a largo plazo.

2.2 El Quantitative Easing del BCE: del Asset Purchase Programme (APP) al Programa de Compras de Emergencia frente a la Pandemia (PEPP)

En la zona del euro, la expansión cuantitativa se aplicó principalmente mediante el programa de compras de activos (*Asset Purchase Programme*, APP). El BCE lo sitúa dentro del paquete de medidas desplegado desde 2014 para reforzar la transmisión monetaria y proporcionar estímulo adicional cuando la política basada en tipos tenía un recorrido reducido; en ese mismo paquete se incluyen, entre otros elementos, la orientación futura y las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo (*targeted longer-term refinancing operations*, TLTRO).⁷

El APP se organizó en varios subprogramas, que conviene mencionar porque explican qué tipos de activos se compraban: el tercer programa de compra de bonos garantizados (CBPP3), el programa de compra de titulizaciones (ABSPP), el programa de compra del

⁵ Board of Governors of the Federal Reserve System. (2016) Agency Mortgage-Backed Securities (MBS) Purchase Program.

⁶ Board of Governors of the Federal Reserve System. (2016). *Monetary policy tools* (Balance Sheet Developments, August 2013).

⁷ Hammermann, F., Leonard, K., Nardelli, S., & von Landesberger, J. (2019, 18 de marzo). Taking stock of the Eurosystem's asset purchase programme after the end of net asset purchases. Banco Central Europeo.

sector público (PSPP), centrado principalmente en deuda pública; el programa de compra del sector corporativo (CSPP). El BCE informa de que el volumen acumulado de compras netas bajo el APP alcanzó un orden de magnitud muy elevado (en torno a 2,6 billones de euros hasta finales de 2018) y destaca el peso predominante del componente público del conjunto.

En cuanto a su ejecución, el BCE insiste en que el APP operó con reglas y límites para preservar el funcionamiento del mercado y evitar concentraciones, con criterios de elegibilidad y parámetros operativos definidos.⁷ Un ejemplo citado por el BCE es el ajuste del límite por emisión dentro del programa de compra del sector público para evitar una minoría de bloqueo vinculada a las cláusulas de acción colectiva (*collective action clauses*, CAC).⁸ En la fase de salida, el BCE señala que las compras netas del APP terminaron en julio de 2022 y que las reinversiones se mantuvieron durante un periodo transitorio, cesando por completo a partir de julio de 2023.

La pandemia introdujo una segunda fase de compras con el programa de compras de emergencia frente a la pandemia, lanzado en marzo de 2020 para contrarrestar riesgos severos para la transmisión y el estado macroeconómico. El BCE explica que dicho programa de compras se amplió hasta un total de 1,85 billones de euros y que las reinversiones asociadas se discontinuaron totalmente al final de 2024.⁹

A continuación, se muestra un gráfico que refleja las compras netas de activos en el marco del APP.¹⁰

⁸ European Central Bank. (2015, 9 de noviembre). *Increase in PSPP issue share limit enlarges purchasable universe*. European Central Bank.

⁹ European Central Bank (n.d.). *Pandemic Emergency Purchase Programme*. European Central Bank.

¹⁰ European Central Bank (n.d.). *Asset Purchase Programme*. European Central Bank.

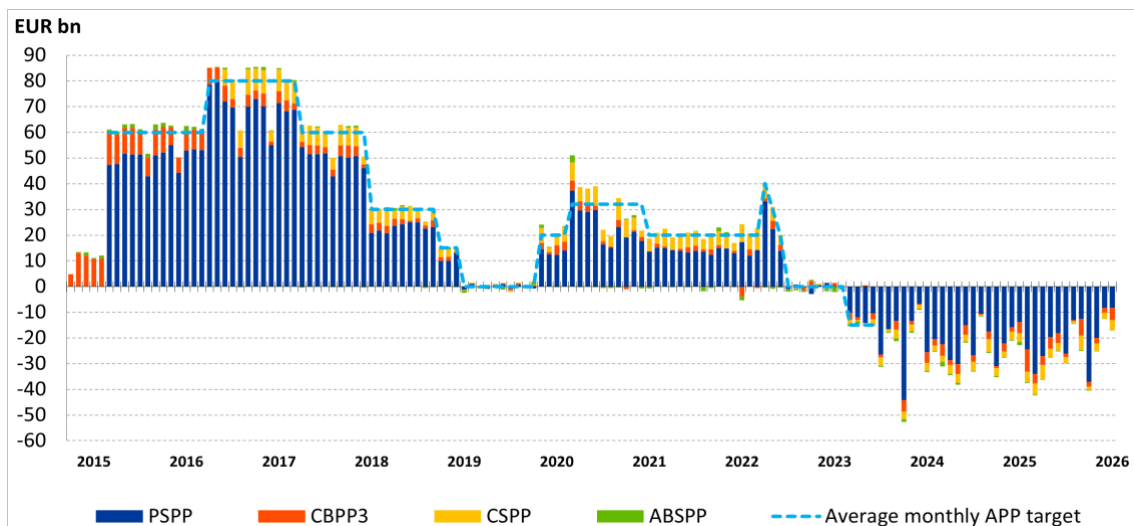


Gráfico 1. Compras netas de activos por programa en el marco del APP (miles de millones de euros).

Fuente: European Central Bank (ECB), *Asset purchase programmes*.

2.3 Política monetaria no convencional y sistema bancario: un análisis de los canales de transmisión del Quantitative Easing del Banco Central Europeo

El QE impacta en la banca porque cambia el entorno de tipos de interés, precios de mercado y liquidez en los que los bancos invierten y conceden créditos. Uno de los canales clave es la recomposición de carteras: al comprar activos, el Eurosistema desplaza a los inversores hacia otros instrumentos, lo que tiende a reducir rendimientos de forma amplia y a relajar las condiciones financieras. Otro canal relevante es el efecto señalización: al comprar activos, el Banco Central Europeo transmite al mercado la idea de que mantendrá una política monetaria acomodaticia durante bastante tiempo. Esa expectativa hace que bajen sobre todo los tipos de interés a largo plazo, que dependen de lo que los inversores creen que ocurrirá en el futuro. Como muchos préstamos e hipotecas se fijan usando esos tipos largos como referencia, la señal termina traducándose en mejores condiciones de financiación para empresas y hogares.¹¹

El BCE recalca que el programa de compras de activos debe entenderse dentro de un paquete amplio de medidas que también incluye la orientación futura, las TLTRO y un periodo prolongado de tipos de interés muy reducido, e incluso negativos. En consecuencia, la evolución del crédito y de la rentabilidad bancaria responde al efecto

¹¹ European Central Bank. (2016, 22 January; updated May 2025). *How does the ECB's asset purchase programme work?* European Central Bank.

conjunto de estos instrumentos y no a uno por separado. En este contexto, el BCE analiza con detalle el funcionamiento de los tipos negativos en la banca y advierte la presencia de limitaciones en su traslado a los depósitos, especialmente a los de los hogares, algo que puede presionar los márgenes financieros y modificar los incentivos de las entidades a la hora de prestar y asumir riesgos.¹²

3 EVOLUCIÓN DE LA RENTABILIDAD BANCARIA EN LA ERA DEL QUANTITATIVE EASING

3.1 Contexto y concepto de rentabilidad sostenible (ROE/ROA vs Coste de Capital)

La discusión sobre la rentabilidad bancaria en la eurozona no empieza con el QE: llega con una herencia previa marcada por la doble crisis (financiera y soberana) y por un proceso largo de ajuste del sector. Durante esos años, el sistema bancario europeo tuvo que absorber pérdidas, reducir activos problemáticos, reforzar capital y adaptarse a un marco regulatorio y supervisor más exigente. En este contexto, volver a beneficios no equivalía necesariamente a recuperar una rentabilidad sólida: en muchos casos, el beneficio era demasiado bajo o volátil como para sostenerse a lo largo del ciclo y, sobre todo, para ser percibido como atractivo por los inversores.¹³

En este contexto, el análisis de la rentabilidad bancaria exige ir más allá de la simple observación del beneficio contable. Indicadores como el ROA (*return on assets*) y el ROE (*return on equity*) siguen siendo fundamentales para medir el desempeño de una entidad, pero resultan insuficientes si se interpretan de forma aislada. El ROA permite valorar la capacidad del banco para generar beneficios a partir de sus activos, mientras que el ROE mide la rentabilidad obtenida sobre los recursos propios. Sin embargo, el ROE debe interpretarse con cautela, porque no solo depende del beneficio alcanzado, sino también del volumen de capital sobre el que se calcula. En un entorno posterior a la crisis, caracterizado por mayores exigencias regulatorias y por el refuerzo de solvencia, muchas

¹² European Central Bank. (2020). *Negative rates and the transmission of monetary policy*. *Economic Bulletin*, Issue 3.

¹³ Andersson, M., Kok, C., Mirza, H., Móre, C., & Mosthaf, J. (2018). *How can euro area banks reach sustainable profitability in the future?* Financial Stability Review (Special Feature). European Central Bank.

entidades vieron aumentar su base de capital, lo que elevó el umbral necesario para alcanzar niveles de rentabilidad atractivos para el accionista.¹⁴

A partir de ahí, una parte importante del debate académico y supervisor pasó a centrarse en la relación entre el ROE y el coste de capital, especialmente el coste de los recursos propios (*cost of equity*). La idea central es que un banco puede presentar beneficios y, aun así, no estar creando valor en sentido económico si su rentabilidad sobre recursos propios permanece por debajo del rendimiento exigido por los inversores. Cuando esto sucede de forma persistente, suelen aparecer valoraciones bursátiles deprimidas, mayores dificultades para captar capital en condiciones favorables y una menor capacidad para abordar transformaciones estratégicas. En consecuencia, la baja rentabilidad deja de ser solo un problema de resultados y se convierte en una debilidad estructural de la entidad.¹⁵

Desde esta perspectiva, la noción de rentabilidad sostenible hace referencia a la capacidad del banco para generar beneficios recurrentes suficientes no solo para mantener resultados positivos, sino también para cubrir su coste de capital, reforzar su solvencia y sostener con estabilidad su función de intermediación. Una rentabilidad de este tipo permite generar capital internamente a través de beneficios propios retenidos, absorber pérdidas sin necesidad de restringir bruscamente el crédito y financiar inversiones necesarias en digitalización, cumplimiento normativo o adaptación del modelo de negocio. Cuando esa rentabilidad es débil, el margen de maniobra se reduce y la entidad depende en mayor medida de unas condiciones externas favorables. Por ello, la rentabilidad no debe interpretarse como una cuestión puramente contable, sino también como un elemento central de la resiliencia bancaria y de la estabilidad del sistema financiero.¹⁶

Con este marco, la llegada del QE debe situarse sobre un sector que ya presentaba debilidades previas. Esto es importante desde el punto de vista metodológico, porque obliga a evitar interpretaciones simplistas sobre el efecto de la política monetaria expansiva. La baja rentabilidad de parte de la banca europea coexistía con otros condicionantes estructurales, como las dificultades para diversificar las fuentes de ingresos en un entorno muy competitivo o la lenta reducción de los activos deteriorados

¹⁴ Altavilla, C., Boucinha, M., & Peydró, J.-L. (2017). *Monetary policy and bank profitability in a low interest rate environment* (Working Paper Series No. 2105). European Central Bank.

¹⁵ de Guindos, L. (2019, May 1). *Challenges for bank profitability*. Speech at the OMFIF City Lecture, London. European Central Bank.

¹⁶ Andersson, M., Kok, C., Mirza, H., Móre, C., & Mosthaf, J. (2018). *How can euro area banks reach sustainable profitability in the future?* Special Feature, *Financial Stability Review*, November 2018. European Central Bank.

en ciertos países. Todo ello ayuda a entender por qué la rentabilidad bancaria durante los años del QE no puede explicarse únicamente por el entorno de tipos de interés bajos, sino también por problemas estructurales que el sector arrastraba desde antes.¹⁷

En definitiva, la banca de la eurozona entró en la etapa del QE con una rentabilidad superior a la observada en los momentos más graves de la crisis, pero todavía insuficiente para muchos inversores y condicionada por limitaciones estructurales relevantes. Por ello, al analizar la evolución de la rentabilidad bancaria en este periodo, no basta con observar el comportamiento del beneficio o de los márgenes en términos anuales. Resulta más útil entender la rentabilidad como un equilibrio entre creación de valor, capacidad de resistencia y viabilidad futura del modelo bancario europeo.

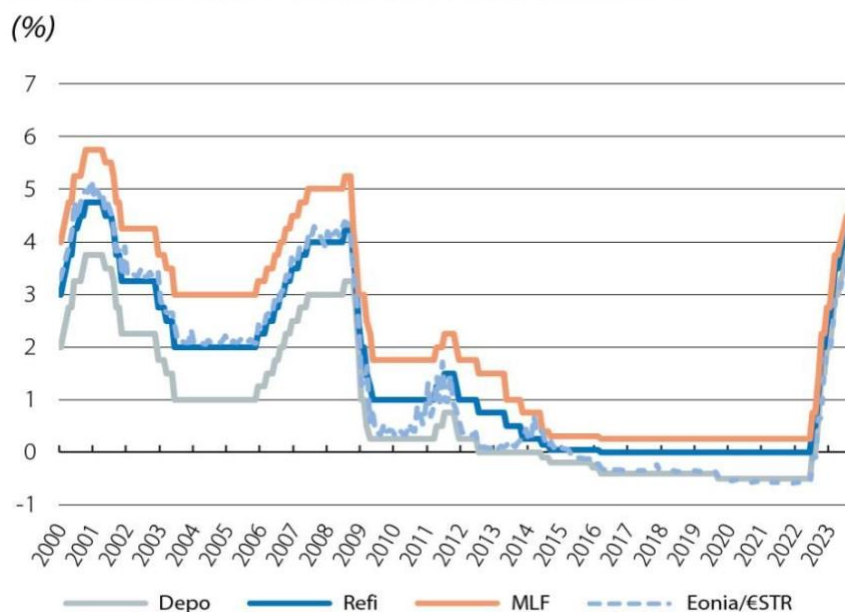
3.2 Transmisión del Quantitative Easing a la rentabilidad bancaria

Analizar cómo afectó el QE a la rentabilidad bancaria exige cierta cautela metodológica. En la eurozona, las compras de activos no actuaron de forma aislada, sino dentro de un paquete monetario más amplio, por lo que el problema no consiste solo en decidir si el QE “benefició” o “perjudicó” a los bancos, sino en identificar por qué canales lo hizo y en qué horizonte temporal. La evidencia disponible para la eurozona apunta a un efecto inicialmente ambivalente, aunque no necesariamente contradictorio: la relajación monetaria sostuvo la rentabilidad en una primera fase al reducir provisiones, abaratar parte de la financiación y elevar el valor de las carteras de deuda y otros activos mantenidos por los bancos. Además, en los principales anuncios de política monetaria expansiva, las cotizaciones bancarias tendieron a reaccionar al alza y los *Credit Default Swaps*, instrumentos financieros que aseguran contra el riesgo de impago de una deuda, a estrecharse; lo que sugiere que los mercados percibieron un alivio sobre la posición financiera y el riesgo de las entidades. Sin embargo, esa misma evidencia también advierte que los efectos negativos de un entorno de tipos muy bajos durante demasiado tiempo no desaparecen, sino que tienden a manifestarse con retraso.¹⁸

¹⁷ Andreeva, D., Bochmann, P., & Pavlova, I. (2019). *Euro area bank profitability: where can consolidation help?* Special Feature, *Financial Stability Review*, November 2019. European Central Bank.

¹⁸ Altavilla, C., Boucinha, M., & Peydró, J.-L. (2017). *Monetary policy and bank profitability in a low interest rate environment* (Working Paper Series No. 2105). European Central Bank.

ECB: official and market interest rates



Source: CaixaBank Research, based on data from Bloomberg.

Gráfico 2. Evolución de los tipos de interés oficiales del BCE.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos oficiales del BCE.

El punto más delicado estuvo en el margen de intermediación. Como muestra Gráfico 2, el periodo en el que se desarrolló el QE estuvo caracterizado por un entorno prolongado de tipos de interés muy bajos e incluso negativos en la facilidad de depósito del BCE. Este contexto contribuyó a reducir los costes de financiación agregados del sistema bancario y favoreció la transmisión de la política monetaria hacia el crédito, pero ese abaratamiento no se trasladó de forma sistemática al pasivo bancario. En particular, la caída de los tipos afectó con mayor facilidad a la financiación mayorista y a determinados depósitos corporativos que a los depósitos minoristas tradicionales, donde el traslado de tipos negativos encontró límites legales, comerciales y reputacionales.¹⁹

Como consecuencia, la compresión de los rendimientos de los activos convivió con una cierta rigidez en el coste de una parte del pasivo, lo que introdujo presión sobre el margen financiero de muchas entidades. Al mismo tiempo, el BCE sostiene que las políticas monetarias no convencionales contribuyeron a mejorar las condiciones de financiación y a estimular el crédito, especialmente hacia el sector empresarial. No obstante, este efecto positivo no fue homogéneo entre entidades: los bancos con una estructura de financiación

¹⁹ CaixaBank Research, a partir de datos del European Central Bank (ECB).

más dependiente del depósito minorista quedaron más expuestos a la erosión del margen de intereses, mientras que otras entidades pudieron compensar parcialmente ese efecto mediante un mayor volumen de crédito o mediante la búsqueda de fuentes alternativas de ingresos.²⁰

Esta heterogeneidad es importante porque impide hablar del impacto del QE sobre la rentabilidad bancaria como si hubiera sido en toda la eurozona. La literatura sobre tipos negativos muestra que el llamado límite inferior de los depósitos solo se convierte en una restricción verdaderamente relevante cuando esas remuneraciones ya parten de niveles muy bajos. Dicho de otro modo, la misma política monetaria no se transmite igual en todos los sistemas bancarios ni en todos los bancos. Allí donde los depósitos todavía podían ajustarse a la baja, el efecto se parecía más al de una reducción convencional de tipos; allí donde ese ajuste ya no era posible, las entidades más dependientes de depósitos sufrieron un deterioro más claro de su margen de intereses.²¹

A ello se añade un problema de identificación que conviene subrayar. En la práctica, muchas de las mejoras observadas en financiación bancaria y en condiciones de crédito durante la etapa del QE no proceden exclusivamente de las compras de activos. El propio BCE insiste en que instrumentos como las TLTRO (Targeted Longer-Term Refinancing Operations) formaban parte del mismo paquete expansivo junto con el APP, los tipos negativos y la forward guidance (comunicación del banco central sobre la orientación futura de su política monetaria para influir en las expectativas de los mercados)²². Estas operaciones redujeron el coste de financiación bancaria de forma directa, al permitir sustituir fuentes más caras por liquidez del Eurosistema, y también de forma indirecta, al moderar el coste de mercado incluso para entidades no participantes. Por eso, atribuir al QE en sentido estricto toda la mejora observada en costes de financiación o en volumen de crédito sería excesivo.²³

La relación entre el QE y rentabilidad, por tanto, no fue lineal. La advertencia del BCE sugiere que, cuando los tipos nominales a corto plazo ya son muy bajos, nuevas caídas los comprimen con mucha más intensidad sobre el margen bancario que cuando parten

²⁰ Boucinha, M., & Burlon, L. (2020). *Negative rates and the transmission of monetary policy*. ECB *Economic Bulletin*, 3/2020. European Central Bank.

²¹ Heider, F., Saidi, F., & Schepens, G. (2021). *Banks and negative interest rates* (Working Paper Series No. 2549). European Central Bank.

²² European Central Bank. (2021). *Forward guidance*. ECB Monetary Policy Glossary.

²³ Barbiero, F., Boucinha, M., & Burlon, L. (2021). *TLTRO III and bank lending conditions*. ECB *Economic Bulletin*, 6/2021. European Central Bank.

niveles positivos. En esa situación, la persistencia del entorno expansivo deja de ser un mero apoyo coyuntural y empieza a generar un desgaste acumulativo sobre el negocio tradicional de intermediación. Esto ayuda a entender por qué la misma política que en el corto plazo puede mejorar la valoración de carteras, reducir provisiones y aliviar la financiación termina planteando dudas sobre la sostenibilidad del margen si se prolonga demasiado.²⁴

En conjunto, puede afirmarse que el QE actuó más como amortiguador de una rentabilidad ya frágil que como una solución estructural a sus problemas. Aunque contribuyó a estabilizar el sistema bancario y evitar un deterioro mayor, no fue suficiente para devolver de forma duradera la rentabilidad a niveles compatibles con la creación de valor. Este matiz permite enlazar con el siguiente apartado, que analiza la evolución de los indicadores de rentabilidad de la banca europea durante estos años.

3.3 Evidencia sobre la evolución de la rentabilidad bancaria durante el Quantitative Easing

3.3.1 Evolución agregada de la rentabilidad bancaria

Antes de entrar en una valoración sobre el impacto del QE en la rentabilidad bancaria, conviene separar con claridad lo que muestran los datos de la interpretación que puede hacerse de ellos. Desde un punto de vista descriptivo, los indicadores agregados de la banca significativa de la eurozona no dibujaban una trayectoria lineal de mejora entre 2015 y 2023. Lo que aparece, más bien, es un recorrido irregular: una recuperación gradual en los años previos a la pandemia, una ruptura brusca en 2020 y una recuperación mucho más marcada a partir de 2021, especialmente en el tramo final del periodo. Esa secuencia puede observarse con bastante claridad si se comparan, por un lado, la trayectoria conjunta del ROE y del ROA a lo largo del periodo.²⁵

²⁴ Albertazzi, U., Andreeva, D., Belloni, M., Grassi, A., Gross, C., Mosthaf, J., & Shakir, T. (2020). *Prospects for euro area bank lending margins in an extended low-for-longer interest rate environment*. *Financial Stability Review*, November 2020. European Central Bank.

²⁵ Banco de España, *The effect of the European Central Bank's asset purchase programmes on Spain's public finances*, Documento Ocasional n.º 2409; European Central Bank, *ECB Banking Supervision, Supervisory Banking Statistics*.

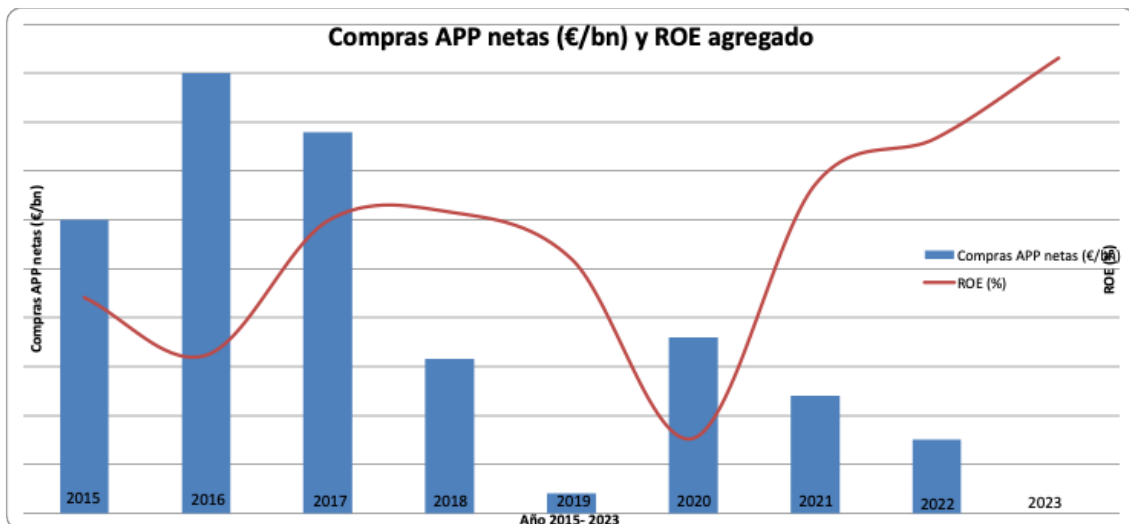


Gráfico 3. Compras de activos del BCE (APP y PEPP) y evolución del ROE agregado de la banca significativa de la eurozona.

Fuente: elaboración propia a partir del Banco de España, *The effect of the European Central Bank's asset purchase programmes on Spain's public finances*, Documento Ocasional n.º 2409, y ECB Banking Supervision, *Supervisory Banking Statistics*.

En ese plano puramente descriptivo, el Gráfico 3 permite apreciar que el despliegue de las compras de activos coincidió con una mejora de la rentabilidad agregada respecto a los años más débiles de la etapa poscrisis, pero no con una recuperación inmediata ni especialmente intensa. Durante los años de mayor intervención monetaria, el ROE dejó atrás niveles más bajos, aunque siguió situado en cotas moderadas. El comportamiento del indicador tampoco fue homogéneo: tras esa mejora inicial, la pandemia interrumpió con claridad la trayectoria ascendente y generó una caída muy visible antes de la recuperación posterior. Visto así, el gráfico no refleja una evolución estable o continua, sino una rentabilidad todavía vulnerable a shocks externos y condicionada por un contexto extraordinario.²⁵

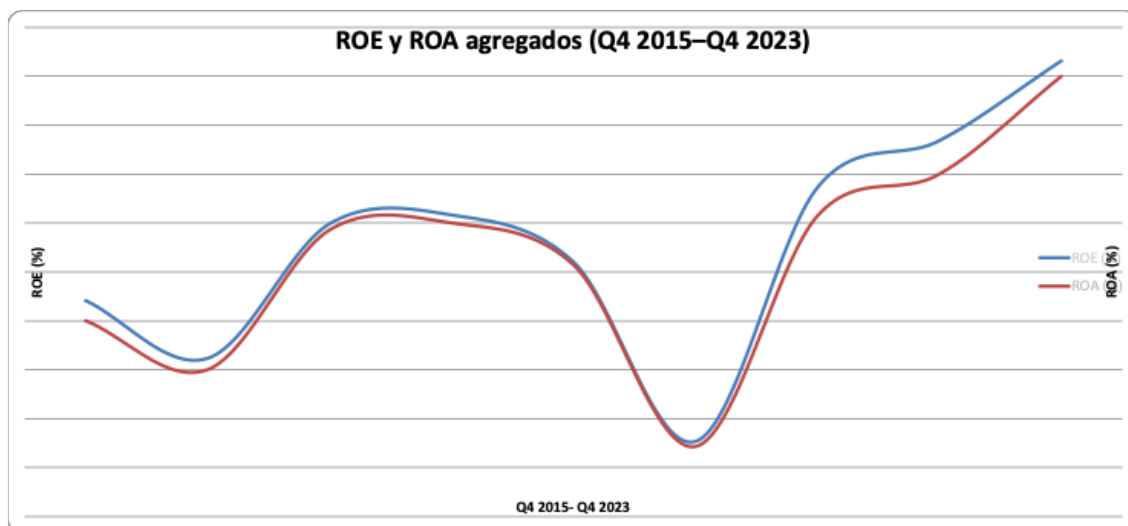


Gráfico 4. Evolución del ROE y del ROA agregados de las entidades significativas de la eurozona (2019-2023).

Fuente: elaboración propia a partir de ECB Banking Supervision, *Supervisory Banking Statistics*, cuarto trimestre de 2019, 2020, 2021, 2022 y 2023.

El Gráfico 4 refuerza esa misma impresión desde otro ángulo. Si se observan conjuntamente el ROE y el ROA agregados, se aprecia que ambos indicadores siguen una trayectoria parecida: recuperación hasta 2019, deterioro acusado en 2020 y repunte posterior hasta alcanzar niveles bastante más altos al final del periodo. En el cuarto trimestre de 2019, el ROE agregado de las entidades significativas supervisadas por el BCE se situaba en el 5,20%, mientras que el ROA alcanzaba el 0,36%.²⁶ Eran cifras mejores que las de los años más tensos de la doble crisis, pero todavía modestas para un sector que seguía necesitando reforzar su capacidad de generar valor de forma sostenida. Desde un punto de vista meramente descriptivo, por tanto, lo que muestran los datos no es una normalización plena de la rentabilidad durante la primera fase del QE, sino una mejora parcial que todavía dejaba abiertas bastantes dudas.

A partir de aquí es donde ya tiene sentido introducir la lectura analítica. Y lo primero que sugieren estos dos gráficos es que no conviene identificar de forma automática expansión monetaria y recuperación sólida de la rentabilidad bancaria. La coincidencia temporal entre compras de activos y mejora del ROE existe, pero no basta para afirmar que el QE resolviera por sí solo el problema de rentabilidad del sector. De hecho, la propia evolución

²⁶ European Central Bank, *ECB Banking Supervision, Supervisory Banking Statistics – Fourth quarter 2019* (Frankfurt am Main: European Central Bank, 2020).

de los indicadores invita a una lectura más prudente: la política monetaria expansiva parece haber funcionado mejor como red de contención y como apoyo al entorno financiero que como mecanismo suficiente para devolver a la banca europea una rentabilidad claramente robusta.²⁷

Esta matización es importante porque ayuda a no sobredimensionar lo que dicen los gráficos. La mejora previa a la pandemia fue real, pero limitada. Y la caída de 2020 también muestra que la rentabilidad agregada seguía dependiendo en gran medida del contexto macroeconómico, del coste del riesgo y de factores que no pueden reducirse simplemente al volumen de compras del BCE.

Por eso, más que leer este apartado como una prueba de que el QE “mejoró” la rentabilidad bancaria en sentido pleno, me parece más razonable entenderlo como la evidencia de una recuperación incompleta. La banca europea logró alejarse de los niveles más bajos de la poscrisis, pero durante varios años siguió moviéndose en registros que no permitían hablar con claridad de una rentabilidad plenamente saneada.

Esto ayuda a entender por qué buena parte de la literatura y de los análisis del BCE insistieron en que el problema no era simplemente volver a beneficios, sino generar una rentabilidad suficientemente alta y recurrente. De hecho, incluso cuando la rentabilidad se fue recuperando, el propio BCE seguía señalando que el ROE de la banca de la eurozona permanecía por debajo del coste estimado de los recursos propios. En otras palabras, la mejora contable no equivalía necesariamente a creación de valor económico, y por eso la rentabilidad seguía percibiéndose como una vulnerabilidad estructural del sector.²⁸

3.3.2 El papel del margen de intereses y el entorno de tipos bajos

El comportamiento del margen de intereses- diferencia entre los intereses que un banco cobra por sus activos (como préstamos o hipotecas) y los que paga por sus pasivos (como depósitos)- fue el núcleo de esa debilidad. La evidencia del BCE muestra que el margen tiende a relacionarse positivamente tanto con el nivel de los tipos a corto como con la

²⁷ European Central Bank, “Taking stock of the Eurosystem’s asset purchase programme after the end of net asset purchases”, *Economic Bulletin*, issue 2/2019.

²⁸ Andrea Enria, “Euro area banks: the profitability challenge”, European Central Bank, 25 June 2019.

pendiente de la curva: cuando los tipos caen mucho, la curva se aplana, el negocio de transformación de vencimientos pierde rentabilidad.²⁹

Ahora bien, esa presión sobre el margen no se tradujo automáticamente en una caída del beneficio agregado durante los primeros años del QE. Altavilla, Boucinha y Peydró encuentran que una política monetaria más expansiva no se asocia necesariamente con menores beneficios bancarios una vez se controla el contexto macrofinanciero, porque el efecto negativo sobre el margen puede verse compensado por menores provisiones, mayor actividad crediticia y un apoyo adicional de los ingresos no financieros. En la misma línea, el BCE concluyó que, hasta 2019, los tipos negativos habían tenido un impacto agregado básicamente neutro sobre la rentabilidad: reducían el margen, sí, pero al mismo tiempo mejoraban la calidad crediticia y sostenían el volumen de intermediación.³⁰

La pandemia permite ver con claridad hasta qué punto la rentabilidad bancaria no dependía solo del margen. En el cuarto trimestre de 2020, ya con el PEPP en marcha y en plena recesión, el ROE agregado cayó al 1,53%. La razón principal no fue un deterioro brusco del margen por sí mismo, sino el aumento de las provisiones y la caída del beneficio neto en un entorno excepcionalmente incierto. Un año más tarde, en el cuarto trimestre de 2021, el ROE se había recuperado hasta el 6,72% y la ratio de préstamos dudosos había descendido al 2,06%, y lo que sugiere que la evolución de la calidad del activo y del coste del riesgo siguió siendo decisiva para explicar la rentabilidad del sector.³¹ Esa trayectoria se observa con claridad en el Gráfico 4, donde el bache de 2020 aparece como una ruptura coyuntural dentro de una evolución más amplia.

El giro más claro aparece en 2022 y, sobre todo, en 2023. En el cuarto trimestre de 2022 el ROE agregado subió al 7,68%, ya impulsado por un aumento del margen de intereses. En el cuarto trimestre de 2023 alcanzó el 9,31%, con un ROA del 0,63% y un margen de intereses de 1,60%; además, el BCE atribuye esa mejora principalmente al avance del

²⁹ ECB, “Euro area banks’ net interest margins and the low interest rate environment”, *Financial Stability Review*, noviembre de 2015, pp. 67-68.

³⁰ Carlo Altavilla, Miguel Boucinha y José-Luis Peydró, *Monetary policy and bank profitability in a low interest rate environment*, ECB Working Paper Series, n.º 2105, octubre de 2017; ECB, “Negative rates and the transmission of monetary policy”, *Economic Bulletin*, 2020.

³¹ ECB Banking Supervision, “ECB publishes supervisory banking statistics for the fourth quarter of 2020”, 12 de abril de 2021; ECB Banking Supervision, “ECB publishes supervisory banking statistics for the fourth quarter of 2021”, 8 de abril de 2022.

ingreso neto por intereses, que aumentó un 20% interanual.³² Cuando el entorno de tipos dejó de comprimir tanto el margen, la rentabilidad respondió con bastante rapidez.

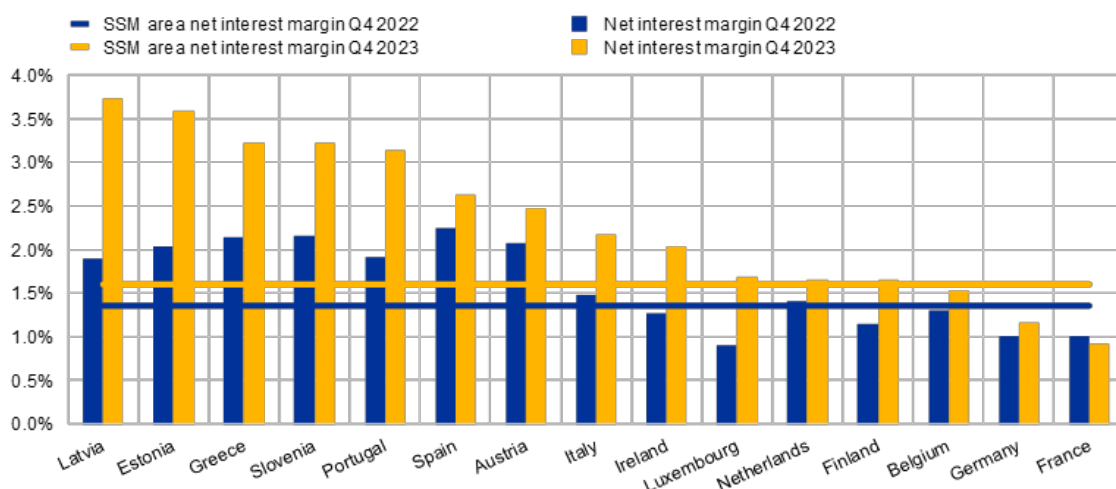


Gráfico 5. Margen de Intereses por país en la eurozona (cuarto trimestre de 2023).

Fuente: BCE, *Supervisory Banking Statistics – Fourth quarter 2023*, Chart 9.

3.3.3 Diferencias entre países y modelos bancarios

Tampoco aquí conviene hablar de la banca europea como si hubiera reaccionado como un bloque homogéneo. El gráfico 6 refleja que las diferencias entre países fueron muy visibles tanto antes como después de la pandemia. En 2019, por ejemplo, Francia presentaba un ROE del 6,26%, España del 6,87%, Italia del 4,32%, Austria del 8,61% y Eslovenia del 10,36%. En 2023, esos valores habían pasado a situarse en el 6,02%, 12,27%, 13,70%, 9,33%, 13,25% y 17,70%, respectivamente.³³

³² ECB Banking Supervision, “ECB publishes supervisory banking statistics for the fourth quarter of 2022”, 12 de abril de 2023; ECB Banking Supervision, “ECB publishes supervisory banking statistics on significant institutions for the fourth quarter of 2023”, 10 de abril de 2024; ECB Banking Supervision, *Supervisory Banking Statistics for significant institutions – Fourth quarter 2023*, abril de 2024, p. 11.

³³ ECB Banking Supervision, *Supervisory Banking Statistics, Fourth quarter 2019*, abril de 2020, p. 12; ECB Banking Supervision, *Supervisory Banking Statistics for significant institutions – Fourth quarter 2023*, abril de 2024, p. 12.

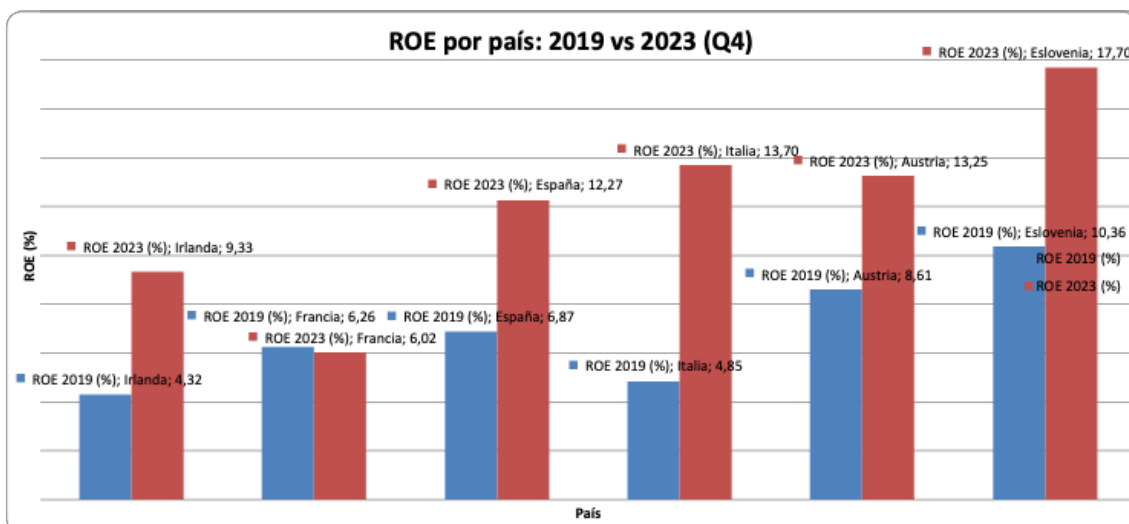


Gráfico 6. ROE por país: comparación entre 2019 y 2023 (Q4).

Fuente: elaboración propia a partir de ECB Banking Supervision, *Supervisory Banking Statistics*, cuarto trimestre de 2019 y cuarto trimestre de 2023.

Estas diferencias responden a varios factores que la literatura ha señalado de forma bastante consistente: distinta dependencia del depósito minorista, distinta capacidad de trasladar tipos muy bajos o negativos al pasivo, diferente composición del activo, distinta eficiencia operativa, y, sobre todo, puntos de partida desiguales en términos de morosidad y saneamiento. Los bancos más orientados al negocio minorista sufrieron más la rigidez de los depósitos, aunque también pudieron beneficiarse relativamente más de la mejora de la calidad crediticia y del mayor volumen de préstamos; al mismo tiempo, las entidades y sistemas bancarios con mayores debilidades heredadas de la crisis tardaron más en recuperar una rentabilidad normalizada.³⁴

Resalta en especial la disminución de Francia en cuanto al ROE entre 2019 y 2023. Una de las principales razones es la estructura del sistema bancario francés, donde una parte importante de los préstamos, especialmente las hipotecas, se conceden a tipo fijo, lo que hace que los ingresos por intereses reaccionen más lentamente a las subidas de los tipos oficiales. Al mismo tiempo, el coste de la financiación y de los depósitos aumentó con

³⁴ ECB, “Negative rates and the transmission of monetary policy”, *Economic Bulletin*, 2020, especialmente sobre la mayor sensibilidad de los bancos *retail* y la resistencia del ingreso neto por intereses; ECB, “Prospects for euro area bank lending margins in an extended low-for-longer interest rate environment”, *Financial Stability Review*, noviembre de 2020.

mayor rapidez, lo que elevó el coste del pasivo y disminuyó el margen de intereses.³⁵ Esto se observa en el gráfico 5.

En conjunto, la evidencia permite sostener una conclusión bastante precisa. El QE-entendido aquí dentro del paquete amplio de compras de activos, tipos muy bajos, tipos negativos, *forward guidance* y TLTRO; ayudó a aliviar problemas de corto plazo: abarató la financiación, favoreció al crédito y redujo las provisiones al mejorar el entorno macroeconómico. Pero esa misma prolongación del entorno *low for longer* tendió a erosionar el margen de intereses y a dejar más visibles los problemas estructurales del sector: exceso de capacidad en algunos mercados, baja diversificación de ingresos y una rentabilidad que durante buena parte del periodo siguió por debajo del coste de capital. Por eso, la evidencia no apunta ni a un éxito pleno ni a un fracaso simple de la política monetaria. Lo que muestra es algo más matizado: el QE fue eficaz como amortiguador e instrumento de estabilización, pero insuficiente como solución estructural a la baja rentabilidad de una parte relevante de la banca europea.³⁶

4 ADAPTACIÓN DEL MODELO DE NEGOCIO DE LA BANCA EUROPEA EN EL ENTORNO DE TIPOS BAJOS

4.1 La presión del entorno de tipos bajos sobre el negocio bancario tradicional

La etapa de tipos de interés muy reducidos, prolongada además por las políticas de expansión cuantitativa del BCE, no eliminó la función tradicional de intermediación bancaria, pero sí alteró de forma importante sus condiciones de rentabilidad. El problema principal no fue únicamente la caída de los tipos, sino la persistencia de un escenario de *low for longer* que comprimía el margen de intereses, dificultaba la obtención de rentabilidades elevadas sobre recursos propios y obligaba a revisar estructuras que habían sido diseñadas para un contexto distinto. En este sentido, el BCE subrayó que la combinación de baja rentabilidad, presión sobre los ingresos, digitalización y mayor

³⁵ ACPR – Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution, *Annual Report 2023*, Banque de France, 2024, p. 33.

³⁶ ECB, “Prospects for euro area bank lending margins in an extended low-for-longer interest rate environment”, *Financial Stability Review*, noviembre de 2020; Altavilla, Boucinha y Peydró, *Monetary policy and bank profitability in a low interest rate environment*.

competencia estaba empujando a muchas entidades a reconsiderar su modelo de negocio.³⁷

Esto enlaza de manera directa con el debate sobre el QE. Aunque estas medidas contribuyeron a sostener el crédito, reducir tensiones financieras y contener el coste del riesgo, también consolidaron un entorno monetario en el que la generación de ingresos por la vía tradicional resultaba más difícil. A mi juicio, aquí se encuentra una de las claves del periodo: el QE favoreció la estabilidad financiera y alivió algunas tensiones a corto plazo, pero al mismo tiempo hizo más visible una debilidad estructural de la banca europea, su elevada dependencia del margen de intereses. Por eso, el QE no solo afectó a la rentabilidad bancaria en sentido estricto, sino que actuó también como acelerador de cambios estratégicos que a lo mejor habrían llegado igualmente, pero de forma más lenta. En otras palabras, la banca europea no se limitó a soportar los efectos de los tipos bajos, sino que tuvo que adaptarse a ellos, y esa necesidad de adaptación revela que el impacto del QE fue más profundo que una simple reducción de margen.

4.2 Las principales vías de adaptación

Una primera respuesta fue la búsqueda de fuentes de ingresos menos dependientes del margen de intereses. El BCE ya advirtió de que, en un contexto de rendimientos persistentemente bajos, muchos bancos tratarían de aumentar el peso de las comisiones y de otras actividades menos ligadas al negocio clásico de transformación de plazos, aunque también señalaba que esa transición no era igual de sencilla para todas las entidades.³⁸ De ahí que ganaran importancia negocios como la gestión de activos, la banca privada, los seguros, los pagos o determinados servicios de asesoramiento. En mi interpretación, este desplazamiento hacia ingresos por comisiones no debe entenderse solo como una respuesta tácita a la caída de tipos, sino como un intento de reducir la vulnerabilidad del modelo bancario ante un entorno monetario que podía mantenerse alterado durante mucho tiempo. Dicho de otro modo, la evidencia sugiere que los bancos no buscaban únicamente compensar pérdidas de margen en el corto plazo, sino construir una estructura de ingresos más resistente.³⁷

La segunda gran vía de adaptación fue la reducción de costes y la mejora de la eficiencia operativa. En un escenario donde los ingresos crecían con dificultad, contener gastos pasó

³⁷ European Central Bank, *SSM thematic review on profitability and business models*, Frankfurt am Main, 2018

³⁸ European Central Bank, *Financial Stability Review*, Frankfurt am Main, noviembre de 2016.

a ser una condición casi imprescindible para sostener la rentabilidad. Esto se tradujo en cierres de oficinas, ajustes de plantilla, simplificación de estructuras internas y una atención mucho mayor a la productividad comercial y tecnológica. A mi juicio, este punto es especialmente relevante porque muestra que el problema de rentabilidad no podía resolverse solo por la vía del volumen de negocio. En un entorno de tipos bajos, aumentar crédito no garantizaba necesariamente una mejora proporcional del beneficio, de modo que muchas entidades se vieron obligadas a revisar su base de costes. La reacción, por tanto, no fue expansiva, sino defensiva y estructural al mismo tiempo.³⁸

La tercera respuesta fue la digitalización. Aunque este proceso no nació con el QE, sí se vio claramente reforzado por él. La digitalización permitía a las entidades rebajar costes fijos, trasladar operaciones a canales más baratos y aumentar la capacidad de venta sin depender tanto de redes físicas extensas. En un entorno de márgenes estrechos, esta cuestión dejó de ser un complemento para convertirse en un elemento central del modelo de negocio.³⁸ Mi interpretación es que la digitalización fue una de las respuestas más importantes al entorno monetario posterior a la crisis, precisamente porque ofrecía una vía para sostener rentabilidad (normalmente tras una gran inversión) sin depender exclusivamente de una recuperación del margen financiero. En este sentido, el QE no provocó por sí solo la transformación tecnológica, pero sí contribuyó a hacerla más urgente.³⁸

Por último, en algunos grupos tuvo también un papel importante la diversificación geográfica y funcional. Los bancos con presencia en distintos mercados o con líneas de negocio más diversificadas pudieron amortiguar mejor la presión del entorno monetario de la eurozona. No todos los bancos europeos afrontaban los tipos bajos desde la misma posición: algunos dependían mucho más del negocio minorista doméstico, mientras que otros contaban con plataformas internacionales con un mayor peso de negocios de comisiones. Por ello, considero que el QE amplificó las diferencias ya existentes entre aquellos modelos de negocio más y menos resilientes.³⁸

4.3 Evidencia en algunos grandes bancos europeos

El caso de BNP Paribas resulta ilustrativo porque muestra una adaptación basada en la diversificación del modelo. En su informe integrado de 2019, el grupo reconocía expresamente que la política monetaria del BCE, caracterizada por tipos reducidos e inyecciones masivas de liquidez, había tenido efectos positivos sobre la financiación de la economía, pero también forzaba a las entidades a encontrar nuevas fuentes de ingresos

para mantener su inversión y crecimiento.³⁹ La respuesta del banco francés no se limitó a recortar costes, sino que descansó en un modelo diversificado, apoyado en la complementariedad entre banca minorista, banca corporativa y de inversión, servicios financieros especializados y transformación digital. En este caso, la adaptación vino sobre todo por reforzar un esquema de ingresos menos dependiente de una sola fuente. A mi juicio, BNP Paribas refleja bien que los grupos con estructuras más amplias y diversificadas estaban en mejores condiciones para absorber los efectos de tipos persistentemente bajos. En última instancia, la propia estructura financiera de los grupos bancarios constituye una ventaja competitiva fundamental. A diferencia de otras entidades especializadas, como los bancos de inversión puros o determinados actores de banca privada, los bancos universales pueden aprovechar su amplio acceso a financiación para desarrollar actividades intensivas en capital. Un ejemplo representativo sería la consolidación de BNP Paribas en una posición destacada en el negocio del renting de vehículos, apoyándose en la facilidad de acceso a financiación dentro del propio grupo.

UBS ofrece un ejemplo distinto. Su modelo estaba menos expuesto al negocio minorista tradicional de la eurozona y más apoyado en actividades de gestión patrimonial, gestión de activos y banca de inversión. En su *Annual Review* de 2019, la entidad insistía en la fortaleza de su modelo diversificado y el papel central de *Global Wealth Management*, línea que constituía uno de sus principales motores de ingresos.⁴⁰ Esto es relevante porque muestra que, en un entorno de tipos bajos, una parte de la banca europea trató de proteger su rentabilidad no tanto mediante expansión de crédito minorista, sino reforzando negocios basados en asesoramiento, inversión y comisiones recurrentes. En el caso de UBS se confirma algo importante para este trabajo: cuanto menor era la dependencia del margen de interés tradicional, menor parecía ser la exposición al efecto más problemático del QE sobre la rentabilidad bancaria.

En la banca española, la adaptación combinó varias estrategias al mismo tiempo. En BBVA, el entorno europeo de tipos reducidos se compensó parcialmente gracias a su diversificación internacional y al crecimiento de negocios en geografías como México o Sudamérica. Su informe anual de 2019 destacaba tanto el avance de las comisiones netas

³⁹ BNP Paribas, *Integrated Report 2019*, París, 2019.

⁴⁰ UBS, *Annual Review 2019*, Zúrich, 2019.

como el papel de los ingresos recurrentes y de la gestión estricta de costes.⁴¹ Pero quizá el rasgo más visible fue la digitalización. La entidad presentaba la transformación tecnológica como una línea estratégica central desde 2015, y en 2019 señalaba que más del 50% de sus clientes interactuaban ya regularmente a través del canal móvil. Además, las ventas digitales habían ganado un peso muy notable sobre el total. Esto no solo mejoraba la experiencia del cliente; también permitía sostener crecimiento comercial con una estructura relativamente más ligera. A mi juicio, el caso de BBVA muestra que la adaptación al entorno de QE no consistió simplemente en resistir un shock de rentabilidad, sino en aprovecharlo para acelerar una reorganización del negocio. Sin duda, esta estrategia para hacer frente a unos márgenes de intereses más pequeños le permitió al BBVA posicionarse como uno de los bancos líderes a nivel de recaudación en Europa.

En Santander, la lógica fue parecida, aunque con especial énfasis en la eficacia, la escala y la simplificación operativa. En la presentación de resultados de 2019, la entidad destacaba la resistencia de los ingresos en un entorno de tipos muy bajos, el aprovechamiento de la transformación digital y las medidas de optimización de costes.⁴² En el caso de Santander España, la integración del Banco Popular reforzó además la obtención de sinergias y la racionalización de la red. Las cifras de 2019 reflejan bien este ajuste: crecimiento de clientes digitales, descenso del número de oficinas y empleados y mejora de la ratio de eficiencia.⁴² En este caso, la adaptación al entorno de QE y tipos bajos pasó claramente por ganar escala, reducir capacidad instalada y desplazar actividad hacia canales digitales. Mi interpretación es que Santander evidencia una respuesta más centrada en la eficiencia que en la simple diversificación de ingresos. Eso sugiere que, para algunos bancos, el reto principal no era tanto crear negocios completamente nuevos como hacer viable el negocio existente en un entorno monetario menos rentable.

Tomados en conjunto, estos casos muestran que la adaptación de la banca europea no fue homogénea. Los bancos con modelos más apoyados en el negocio minorista tradicional tendieron a reforzar la eficiencia, acelerar la digitalización y buscar ingresos complementarios. Los grupos con estructuras más diversificadas pudieron apoyarse en banca privada, gestión de activos, banca corporativa o asesoramiento. Y aquellos con presencia internacional relevante contaron además con una protección adicional frente al entorno monetario excepcionalmente laxo de la eurozona. A mi juicio, esta

⁴¹ BBVA, *Informe anual 2019*, Madrid, 2019.

⁴² Banco Santander, *Presentación de resultados del Grupo 4T 2019*, Madrid, 2019.

heterogeneidad es una de las conclusiones más importantes del análisis, porque impide atribuir al QE un efecto único mecánico sobre la banca europea. La evidencia parece indicar, más bien, que el QE actuó como una presión común sobre el sector, pero sus consecuencias concretas dependieron de la capacidad de adaptación de la entidad.

4.4 Balance

En conjunto, lo que muestra la evidencia es que el periodo de QE y de tipos muy reducidos no cambió el negocio bancario europeo de manera brusca, pero sí obligó a muchas entidades a replantearlo. La presión sobre el margen de intereses fue importante, pero no explica por sí sola lo ocurrido. Los bancos no respondieron únicamente buscando más comisiones o recortando costes; en realidad, lo que hicieron fue intentar reconstruir su capacidad de generar rentabilidad en un contexto en el que la intermediación tradicional dejaba de ofrecer el mismo apoyo que en etapas anteriores. Por eso, más que una simple pérdida de margen, lo que se observaba es una adaptación gradual del modelo bancario a unas condiciones monetarias excepcionales.⁴³

En mi interpretación, la evidencia analizada permite sostener que el QE tuvo un efecto dual sobre la banca europea. Por un lado, contribuyó a estabilizar el entorno financiero, mejorar las condiciones de financiación y reducir determinados riesgos de mercado y de crédito. Por otro, intensificó la presión sobre el margen de intereses y puso en cuestión la sostenibilidad de los modelos más dependientes de la intermediación tradicional. Precisamente por eso, considero que su efecto más relevante sobre la banca no fue solo contable, sino estratégico: obligó a muchas entidades a revisar no solo cuánto ganaban, sino también de dónde procedían sus ingresos y con qué estructura podían seguir generándolos.¹⁴

A mi juicio, reducir el impacto del QE únicamente a la compresión del margen sería quedarse con una visión demasiado estrecha del problema. Junto a ese canal, hubo otros mecanismos iguales o incluso más relevantes para entender la respuesta del sector. En primer lugar, el QE alteró la composición de los ingresos bancarios al favorecer la revalorización de activos financieros y abaratar la financiación, lo que pudo sostener temporalmente los resultados, pero de una forma menos recurrente que el ingreso tradicional por intermediación. En segundo lugar, contribuyó a reducir el coste de riesgo,

⁴³ Kok, C., Mirza, H., Móre, C., & Pancaro, C. (2016). *Adapting bank business models: Financial stability implications of greater reliance on fee and commission income*. En *Financial Stability Review* (pp. 147-157). European Central Bank.

al mejorar las condiciones macro financieras y aliviar la carga financiera de hogares y empresas; esto benefició a los bancos en términos de morosidad y saneamientos, aunque de nuevo se trataba de un apoyo que no sustituía una capacidad sólida de generación de margen. En tercer lugar, intensificó la necesidad de competir en un entorno donde resultaba difícil trasladar tipos negativos al pequeño depositante, de modo que muchas entidades quedaron atrapadas entre unos activos con menor rentabilidad y unos pasivos cuyo coste no podía seguir bajando al mismo ritmo. Desde esta perspectiva, el verdadero problema no fue solo que los tipos fueran bajos, sino que la transmisión de esa caída afectó de manera asimétrica a los distintos componentes del balance bancario.⁴⁴

También considero relevante que el QE no impactó por igual sobre todos los modelos de negocio, como he expuesto anteriormente. Por ello, las entidades más dependientes del margen de intereses quedaron más expuestas a una erosión persistente de la rentabilidad. Es decir, puso de manifiesto qué modelos podían adaptarse mejor a un entorno monetario extraordinario y cuáles tenían más dificultades para hacerlo.⁴⁵

Por consiguiente, el QE no solo debe analizarse por su impacto sobre los indicadores de rentabilidad, sino también por haber actuado como catalizador de una transformación estratégica que afectó a la estructura misma del negocio bancario. Más que producir una mejora o un deterioro uniforme, lo que hizo fue cambiar las condiciones en las que la rentabilidad debía obtenerse. Esa es, a mi juicio, la principal lectura que deja la evidencia: el QE alivió tensiones, sostuvo el valor de los activos y apoyó la estabilidad del sistema, pero al mismo tiempo aceleró la transición hacia modelos bancarios menos apoyados en el margen de intereses y más dependientes de la diversificación, la eficiencia y la tecnología. En este sentido, su efecto más profundo no fue tanto elevar o reducir de forma lineal la rentabilidad bancaria, como obligar a redefinir las bases sobre las que esa rentabilidad podía seguir siendo viable en el largo plazo.⁴³

⁴⁴ Madaschi, C., & Pablos Nuevo, I. (2017). *The profitability of banks in a context of negative monetary policy rates: The cases of Sweden and Denmark* (Occasional Paper Series No. 195). European Central Bank.

⁴⁵ Lucas, A., Schaumburg, J., & Schwaab, B. (2017). *Bank business models at zero interest rates* (Working Paper Series No. 2084). European Central Bank.

5 EVIDENCIA DEL MERCADO BURSÁTIL SOBRE EL IMPACTO DEL QUANTITATIVE EASING EN LA BANCA

Con motivo de entender con mayor profundidad la evolución bursátil tras el impacto del QE, he decidido mirar las cotizaciones de BNP Paribas, BBVA y Santander durante los años de APP y tipos muy reducidos. Durante la fase central de APP, entre marzo de 2015 y diciembre de 2018, y en su reanudación desde noviembre de 2019, el BCE sostuvo el precio de muchos activos y rebajó el riesgo sistemático; pero, al mismo tiempo, cuando los tipos estaban en niveles muy bajos o negativos, nuevas bajadas del tramo corto dejaban de ser necesariamente buenas noticias para la banca cotizada (para el resto de las compañías era una decisión bastante favorable). De hecho, la propia evidencia del BCE muestra que, en ese entorno, los recortes adicionales del tipo corto podían perjudicar la valoración bursátil de los bancos, mientras que las medidas que actuaban más sobre tipos largos y primas financieras- como las compras de activos y la *forward guidance*- tendían a ser mejor recibidas.¹⁰



Gráfico 7. Evolución de la cotización de BNP Paribas

Fuente: BNP Paribas, “Share price”, s. f. Recuperado el 18 de marzo de 2026.

El gráfico de BNP Paribas me parece el que mejor recoge la parte menos negativa de ese periodo. La acción sube con bastante fuerza entre 2017 y comienzos de 2018, corrige después, se hunde con el shock de 2020 y vuelve a recuperar terreno con bastante más solidez que los otros dos bancos. A mi juicio, no es casualidad. BNP Paribas llegaba a esos años con una estructura de negocio más equilibrada que la de un banco puramente

minorista: contaba con varios mercados domésticos en Europa y, además, con negocios de seguros, gestión patrimonial y banca corporativa e institucional. Ese perfil no la hacía inmune al problema de los tipos bajos, pero sí la hacía menos dependiente de una sola fuente de ingresos. De hecho, su propio informe anual señalaba que entre finales de 2016 y finales de 2019 la acción cayó un 12,7%, aunque menos que el Euro Stoxx Banks y el Stoxx Banks, y que solo en 2019 repuntó un 33,8%. Mi impresión es que el mercado sí premió en BNP la estabilización del entorno, pero lo hizo porque veía una franquicia relativamente más adaptable, no porque creyera que el problema de la rentabilidad de la banca europea estuviera ya resuelto.⁴⁶



Gráfico 8. Evolución de la cotización histórica de BBVA.

Fuente: BBVA, “Cotización histórica”, s. f. Recuperado el 18 de marzo de 2026.

BBVA deja una lectura algo más incómoda. En su gráfico se aprecia que el valor no logra reconstruir de forma clara los niveles previos al gran deterioro de 2020, y la recuperación posterior, aun siendo visible, parece más frágil. Aquí tampoco me convencería una explicación basada solo en el QE. BBVA soportó la presión del entorno monetario europeo, pero además arrastraba una exposición internacional mucho más marcada, con franquicias relevantes en México, Turquía y buena parte de América del Sur. Eso hacía que su cotización dependiera también de las divisas, riesgo del país y expectativas

⁴⁶ BNP Paribas. (2020). *Universal Registration Document and Annual Financial Report 2019*. BNP Paribas.

macroeconómicas fuera del núcleo europeo. Lo más revelador, en todo caso, es que al cierre de 2022 la acción estaba en 5,63 euros, mientras que el valor en libros por la acción era de 7,80 y el valor tangible de 7,44 (por lo que estaba muy infravalorada). Incluso después del rebote de 2021 y 2022, el mercado seguía aplicando un descuento importante. Por eso, en BBVA la bolsa no parece haber interpretado los años del QE como una solución, sino más bien como un contexto que evitó un ajuste peor, pero que no disipó del todo las dudas sobre la rentabilidad futura.⁴⁷ No fue hasta años recientes que BBVA decidió apostar en mayor nivel por atraer a las grandes rentas con una fuerte banca privada, así como con una mayor presencia en banca de inversión.



Gráfico 9. Evolución de la cotización de Banco Santander.

Fuente: Banco Santander, “Acción Santander”, s. f. Recuperado el 18 de marzo de 2026.

El caso de Santander es, probablemente, el que mejor muestra hasta qué punto la cotización bancaria respondió a muchas cosas a la vez. Su gráfico refleja una subida apreciable antes del deterioro de 2020, una caída muy intensa después y una recuperación posterior que existe, pero que no devuelve la acción a los niveles anteriores ni transmite una sensación de normalización completa. En este caso, además, el propio banco reconocía abiertamente que el comportamiento bursátil de 2021 y 2022 no podía entenderse solo desde la política monetaria. En 2021, la mejora del sector vino apoyada

⁴⁷ BBVA. (2022). *BBVA in 2021*. BBVA. BBVA. (2023). *Report 4Q 2022*. BBVA.

también por el levantamiento de las restricciones al dividendo y por unas mejores perspectivas para la banca europea. Y en el primer semestre de 2022, Santander explicaba que su caída del 8,6% respecto a diciembre de 2021 había sido menor que la de los comparables, sobre todo por su escasa exposición a Rusia y Ucrania, su diversificación geográfica, unos buenos resultados iniciales y el comportamiento de las divisas latinoamericanas; aun así, a junio de 2022 cotizaba a solo 0,63 veces su valor tangible. Eso, en mi opinión, dice bastante: el mercado no estaba valorando a Santander como un banco cuyo problema estructural hubiese desaparecido, sino como una entidad que seguía muy condicionada por el ciclo, por los tipos y por factores externos.⁴⁸

Si algo muestran estas cotizaciones es que la bolsa no juzgó a los bancos europeos solo por sus resultados inmediatos, sino por la credibilidad de su modelo de beneficios en un entorno monetario anómalo. El mercado pareció distinguir entre entidades capaces de absorber un periodo largo de rentabilidad comprimida y entidades cuya evolución dependía demasiado del contexto externo. En este sentido, los gráficos no hablan únicamente de política monetaria, sino también de confianza, de capacidad de adaptación y de la solidez con la que cada banco podía sostener su valor más allá del alivio temporal que ofrecía el entorno financiero. La diferencia principal no estuvo tanto en quién resistió mejor una fase concreta, sino en qué bancos transmitieron al mercado una sensación más convincente de estabilidad futura. Siendo este motivo el principal propulsor de los cambios en el modelo de negocio de la banca europea.

6 CONCLUSIONES

Después de analizar el periodo 2015-2023, la idea principal que deja este trabajo es que el Quantitative Easing del BCE tuvo un efecto importante sobre la banca europea, pero no uno simple. No se puede decir de forma convincente que fuera claramente positivo o claramente negativo para el sector, porque en realidad ambas dimensiones convivieron durante buena parte del periodo. Por un lado, ayudó a estabilizar el entorno financiero, aliviar tensiones y sostener la financiación y el crédito en una etapa especialmente delicada para la eurozona. Por otro, también consolidó un escenario de tipos muy bajos que hizo más difícil mantener una rentabilidad elevada de forma sostenida, sobre todo en los bancos más dependientes del negocio tradicional de intermediación.

⁴⁸ Banco Santander. (2022). *Annual report 2021 on corporate governance*. Banco Santander. Banco Santander. (2022). *First half 2022 results: Financial report*. Banco Santander.

A mi juicio, esa es seguramente la conclusión más importante del trabajo: el QE sirvió más como mecanismo de contención que como solución estructural. La evidencia analizada apunta a que la banca europea mejoró con respecto a los peores años de la crisis, pero esa mejora fue incompleta, desigual y durante bastante tiempo insuficiente para hablar de una rentabilidad plenamente saneada. Dicho de otra forma, el BCE consiguió evitar un escenario peor y eso no es un resultado menor, pero no logró resolver por sí solo las debilidades de fondo que arrastraba una parte del sector bancario europeo.

También resulta claro que el margen de intereses fue una pieza central en esta historia, aunque no la única. El entorno de tipos reducidos presionó la rentabilidad del negocio bancario más clásico, especialmente porque la caída de rentabilidad de los activos no siempre podía trasladarse con la misma intensidad al coste de los depósitos. Sin embargo, reducir todo el análisis a esa comprensión del margen sería quedarse corto. Durante esos años también pesaron otros elementos, como la mejora de la calidad crediticia, la reducción de provisiones, el abaratamiento de la financiación y la revalorización de determinados activos. Precisamente por eso, la relación entre QE y rentabilidad no fue lineal, sino desigual y cambiante según momento y según la entidad analizada.

Otro aspecto que me parece especialmente relevante es que la banca europea no respondió como un bloque homogéneo. Las diferencias entre países y entre modelos de negocio fueron visibles en los datos y también en los casos analizados. Hubo entidades con más capacidad para absorber la presión del entorno monetario gracias a una mayor diversificación geográfica o funcional, mientras que otras quedaron más expuestas por depender en mayor medida del margen de intereses o por arrastrar debilidades previas. En este sentido, el QE no afectó a todos por igual: actuó sobre un sector común, sí, pero sus consecuencias concretas dependieron mucho de la estructura de cada banco.

De ahí que una parte esencial de este periodo no deba buscarse solo en la evolución de la rentabilidad, sino en la transformación del propio modelo de negocio bancario. Muchas entidades se vieron empujadas a reforzar ingresos por comisiones, recortar costes, acelerar procesos de digitalización y apoyarse en estructuras más diversificadas. Esa adaptación no fue una reacción secundaria, sino una de las respuestas más importantes al nuevo entorno monetario. En mi opinión, ahí es donde el QE dejó una huella más profunda: no tanto en haber elevado o hundido de forma directa la rentabilidad bancaria, sino en haber cambiado las condiciones bajo las que esa rentabilidad podía seguir siendo viable.

La evidencia bursátil refuerza bastante esa lectura. Las cotizaciones de bancos como BNP Paribas, BBVA o Santander no muestran que el mercado interpretase el QE como una solución definitiva a los problemas del sector. Más bien reflejan una lectura mucho más exigente: los inversores valoraron positivamente la estabilización del entorno y la reducción del riesgo sistemático, pero siguieron dudando de la capacidad de parte de la banca para sostener beneficios sólidos en un contexto prolongado de tipos anormalmente bajos. En este sentido, la bolsa pareció premiar menos el alivio coyuntural y más la credibilidad del modelo de negocio de cada entidad.

En definitiva, la principal conclusión de este trabajo es que el Quantitative Easing del BCE fue una medida eficaz y temporal, sirviendo como instrumento de estabilización, pero insuficiente como respuesta estructural a la baja rentabilidad de una parte relevante de la banca europea. Su aportación más duradera no fue haber resuelto los problemas del sector, sino haber acelerado una adaptación que probablemente ya era necesaria. Por eso, más que entender el QE como una política que benefició o perjudicó de manera uniforme a los bancos, creo que debe interpretarse como una política que cambió de forma profunda el marco en el que la banca europea tenía que operar, competir y obtener beneficios. Y esa transformación, más que cualquier efecto puntual sobre un indicador concreto, es probablemente lo que mejor resume su verdadero impacto.

7 DECLARACIÓN DE USO DE HERRAMIENTAS DE INTELIGENCIA ARTIFICIAL

Por la presente, yo, Jaime Gallegos Dago, estudiante de Derecho y Administración y Dirección de Empresas de la Universidad Pontificia Comillas al presentar mi Trabajo Fin de Grado titulado "El impacto del Quantitative Easing del BCE en la banca europea: rentabilidad y transformación del modelo de negocio (2015-2023)", declaro que he utilizado la herramienta de Inteligencia Artificial Generativa ChatGPT u otras similares de IAG de código sólo en el contexto de las actividades descritas a continuación:

1. **Brainstorming de ideas de investigación:** Utilizado para idear y esbozar posibles áreas de investigación.
2. **Referencias:** Usado conjuntamente con otras herramientas, como Science, para identificar referencias preliminares que luego he contrastado y validado.
3. **Interpretador de código:** Para realizar análisis de datos preliminares.
4. **Corrector de estilo literario y de lenguaje:** Para mejorar la calidad lingüística y estilística del texto.
5. **Sintetizador y divulgador de libros complicados:** Para resumir y comprender literatura compleja.
6. **Generador de datos sintéticos de prueba:** Para la creación de conjuntos de datos ficticios.
7. **Traductor:** Para traducir textos de un lenguaje a otro.

Afirmo que toda la información y contenido presentados en este trabajo son producto de mi investigación y esfuerzo individual, excepto donde se ha indicado lo contrario y se han dado los créditos correspondientes (he incluido las referencias adecuadas en el TFG y he explicitado para que se ha usado ChatGPT u otras herramientas similares). Soy consciente de las implicaciones académicas y éticas de presentar un trabajo no original y acepto las consecuencias de cualquier violación a esta declaración.

Fecha: 26/03/2026

Firma: _____



8 BIBLIOGRAFÍA

ACPR – Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (2024). *Annual Report 2023*.

Disponible en:

https://acpr.banque-france.fr/sites/default/files/medias/documents/20240723_acpr_ra_2023_en.pdf

Albertazzi, U.; Andreeva, D.; Belloni, M.; Grassi, A.; Gross, C.; Mosthaf, J.; y Shakir, T. (2020). *Prospects for euro area bank lending margins in an extended low-for-longer interest rate environment*. *Financial Stability Review*, noviembre. European Central Bank. Disponible en:

https://www.ecb.europa.eu/press/financial-stability-publications/fsr/special/html/ecb.fsrart202011_02~c984477181.en.html

Altavilla, C.; Boucinha, M.; y Peydró, J.-L. (2017). *Monetary policy and bank profitability in a low interest rate environment*. Working Paper Series, n.º 2105. European Central Bank. Disponible en:

<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2105.en.pdf>

Andersson, M.; Kok, C.; Mirza, H.; Móre, C.; y Mosthaf, J. (2018). *How can euro area banks reach sustainable profitability in the future?* *Financial Stability Review*, noviembre. European Central Bank. Disponible en:

https://www.ecb.europa.eu/press/financial-stability-publications/fsr/special/html/ecb.fsrart201811_1.en.html

Andreeva, D.; Bochmann, P.; y Pavlova, I. (2019). *Euro area bank profitability: where can consolidation help?* *Financial Stability Review*, noviembre. European Central Bank. Disponible en:

https://www.ecb.europa.eu/press/financial-stability-publications/fsr/special/html/ecb.fsrart201911_01~81377050be.en.html

Banco de España (2024). *The effect of the European Central Bank's asset purchase programmes on Spain's public finances*. Documentos Ocasionales, n.º 2409. Disponible en:

<https://www.bde.es/f/webbe/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesSeriadas/DocumentosOcasionales/24/Files/do2409e.pdf>

Banco Santander (2020). *Presentación de resultados 4T 2019*. Disponible en:

<https://www.santander.com/content/dam/santander-com/es/documentos/resultados-trimestrales/2019/4t/rt-4t-2019-presentacion-resultados-es.pdf>

BBVA (2020). *Informe anual 2019*. Disponible en:

https://shareholdersandinvestors.bbva.com/wp-content/uploads/2020/03/AnnualReport2019BBVAGroup_Eng-1.pdf

BBVA (2022). *BBVA in 2021*. Disponible en:

<https://www.bbva.com/en/economy-and-finance/results-4q21/>

BBVA (2023). *Report 4Q 2022*. Disponible en:

<https://shareholdersandinvestors.bbva.com/microsites/resultados2022/Q4/en/index.html>

Bindseil, U.; Corsi, F.; Sahel, B.; y Visser, A. (2013). *The ECB's non-standard monetary policy measures: the role of institutional factors and financial structure*. ECB Working Paper, n.º 1528. European Central Bank. Disponible en:

<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1528.pdf>

Board of Governors of the Federal Reserve System (2016). *Agency Mortgage-Backed Securities (MBS) Purchase Program*. Disponible en:

<https://www.federalreserve.gov/regreform/reform-mbs.htm>

Board of Governors of the Federal Reserve System (2016). *Monetary policy tools: Balance Sheet Developments, August 2013*. Disponible en:

<https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bsd-monetary-policy-tools-201308.htm>

Boucinha, M.; y Burlon, L. (2020). *Negative rates and the transmission of monetary policy*. *Economic Bulletin*, Issue 3. European Central Bank. Disponible en:

https://www.ecb.europa.eu/press/economic-bulletin/articles/2020/html/ecb.ebart202003_02~4768be84e7.en.html

De Guindos, L. (2019a). *Challenges for bank profitability*. Speech at the OMFIF City Lecture, London, 1 May 2019. European Central Bank. Disponible en:

<https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2019/html/ecb.sp190501~7733ecc1a9.en.html>

De Guindos, L. (2019b). *Euro area banks: the profitability challenge*. Keynote speech at the ABI Annual Conference “Banking Union and Basel III – risk and supervision 2019”, Rome, 25 June 2019. European Central Bank. Disponible en:

<https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2019/html/ecb.sp190625~6d33411cff.en.html>

European Central Bank (2015a). *Asset Purchase Programme*. Disponible en:

<https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/app/html/index.en.html>

European Central Bank (2015b). *Increase in PSPP issue share limit enlarges purchasable universe*. Press release, 9 November 2015. Disponible en:

<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr151109.en.html>

European Central Bank (2015c). *Euro area banks' net interest margins and the low interest rate environment*. *Financial Stability Review*, noviembre. Disponible en:

https://www.ecb.europa.eu/press/financial-stability-publications/fsr/focus/2015/pdf/ecb~0a06f14a5a.fsrbox201511_05.pdf

European Central Bank (2016). *Financial Stability Review, November 2016*. Disponible en:

<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/financialstabilityreview201611.en.pdf>

European Central Bank (2018). *SSM thematic review on profitability and business models: Report on the outcome of the assessment*. ECB Banking Supervision.

Disponible en:

https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.thematicreviewprofitabilitybusinessmodels_201809.en.pdf

European Central Bank (2020a). *Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP)*.

Disponible en:

<https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/pepp/html/index.en.html>

European Central Bank (2021). *Forward guidance*. ECB Monetary Policy Glossary.

Disponibile en:

<https://www.ecb.europa.eu/services/glossary/html/glossn.en.html>

European Central Bank (s. f.). *How does the ECB's asset purchase programme work?* Disponibile en:

<https://www.ecb.europa.eu/ecb-and-you/explainers/tell-me-more/html/app.en.html>

ECB Banking Supervision (2020). *Supervisory Banking Statistics – Fourth quarter 2019*. Disponibile en:

https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.supervisorybankingstatistics_fourth_quarter_2019_202004~4848fcfef2.en.pdf

ECB Banking Supervision (2021). *ECB publishes supervisory banking statistics for the fourth quarter of 2020*. Press release, 12 April 2021. Disponibile en:

<https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/pr/date/2021/html/ssm.pr210412~487158bae9.en.html>

ECB Banking Supervision (2022a). *Supervisory Banking Statistics – Fourth quarter 2021*. Disponibile en:

https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.supervisorybankingstatistics_fourth_quarter_2021_202204~3a089f178f.en.pdf

ECB Banking Supervision (2022b). *ECB publishes supervisory banking statistics for the fourth quarter of 2021*. Press release, 8 April 2022. Disponibile en:

<https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/pr/date/2022/html/ssm.pr220408~92e53db138.en.html>

ECB Banking Supervision (2023a). *Supervisory Banking Statistics – Fourth quarter 2022*. Disponibile en:

https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.supervisorybankingstatistics_fourth_quarter_2022_202304~c85056a89b.en.pdf

ECB Banking Supervision (2023b). *ECB publishes supervisory banking statistics for the fourth quarter of 2022*. Press release, 12 April 2023. Disponibile en:

<https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/pr/date/2023/html/ssm.pr230412~43e29866e8.en.html>

ECB Banking Supervision (2024a). *Supervisory Banking Statistics for significant institutions – Fourth quarter 2023*. Disponible en:

https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.supervisorybankingstatistics_fourth_quarter_2023_202404~71683cabe2.en.pdf

ECB Banking Supervision (2024b). *ECB publishes supervisory banking statistics on significant institutions for the fourth quarter of 2023*. Press release, 10 April 2024.

Disponible en:

<https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/pr/date/2024/html/ssm.pr240410~893f0389e1.en.html>

Hammermann, F.; Leonard, K.; Nardelli, S.; y von Landesberger, J. (2019). *Taking stock of the Eurosystem's asset purchase programme after the end of net asset purchases*. *Economic Bulletin*, Issue 2. European Central Bank. Disponible en:

https://www.ecb.europa.eu/press/economic-bulletin/articles/2019/html/ecb.ebart201902_01~3049319b8d.en.html

Heider, F.; Saidi, F.; y Schepens, G. (2021). *Banks and negative interest rates*. Working Paper Series, n.º 2549. European Central Bank. Disponible en:

<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2549~bc0dc3b89f.en.pdf>

Kok, C.; Mirza, H.; Móre, C.; y Pancaro, C. (2016). *Adapting bank business models: Financial stability implications of greater reliance on fee and commission income*. *Financial Stability Review*, noviembre, pp. 147-157. European Central Bank.

Disponible en:

https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/fsr/art/ecb.fsrart201611_03.en.pdf

Lucas, A.; Schaumburg, J.; y Schwaab, B. (2017). *Bank business models at zero interest rates*. Working Paper Series, n.º 2084. European Central Bank. Disponible en:

<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2084.en.pdf>

Madaschi, C.; y Pablos Nuevo, I. (2017). *The profitability of banks in a context of negative monetary policy rates: The cases of Sweden and Denmark*. Occasional Paper Series, n.º 195. European Central Bank. Disponible en:

<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecb.op195.en.pdf>

UBS (2020). *Annual Review 2019*. Disponible en:

https://www.ubs.com/global/en/investor-relations/financial-information/annual-reporting/archive/_jcr_content/root/contentarea/mainpar/toplevelgrid/col_1/accordionbox/accordionsplit_1766217344/innergrid_778459529_/col_3/linklist/link_77068608_copy.2003177758.file/PS9jb250ZW50L2RhS9hc3NldHMvY2MvaW52ZXN0b3IcmVsYXRpb25zL2FubnVhbC1yZXZpZXcvMjAxOS9kb2NzL2FubnVhbC1yZXZpZXctMjAxOS1lbi5wZGY%3D/annual-review-2019-en.pdf

BNP Paribas (s. f.). *Share price*. Disponible en:

<https://invest.bnpparibas/en/share-price>