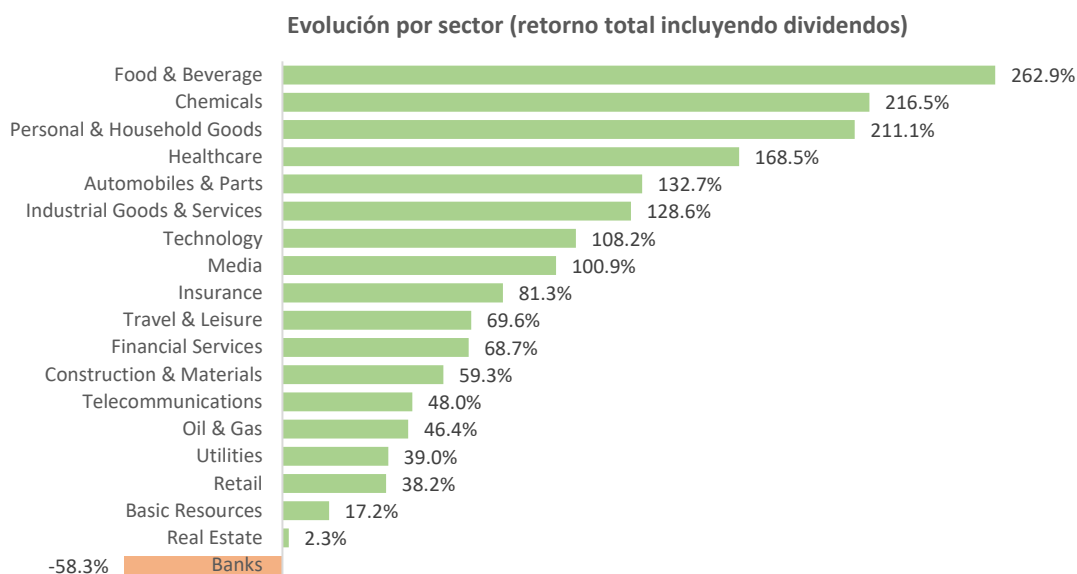


Bancos europeos: ¿Qué salió mal?

El 31 de enero de 2007, el sector bancario representaba el 28,2% del índice europeo de referencia, siendo así su mayor componente. Hoy este peso se ha reducido hasta el 9,5%. Además, mientras todos los demás sectores han obtenido una rentabilidad positiva en estos 12 años, los bancos registran una caída que casi alcanza el 60%.



¿A qué se debe esta divergencia? ¿Recuperarán algún día los bancos el terreno perdido, y si es así, en qué medida? En este informe trataremos de dar respuesta a estas preguntas y a algunas otras.

Por qué los bancos son diferentes

Un banco es la única empresa que tiene la capacidad para crear y destruir dinero. Debido a eso, son un mecanismo de transmisión de la política monetaria de los países. Esta transmisión funciona de dos maneras:

1. **Porcentaje de reservas.** Sobre todos los depósitos que un banco recibe de sus clientes, está obligado a depositar un porcentaje como reservas en el banco central. Con el resto del dinero, los bancos pueden conceder préstamos a otros clientes. Cuando un banco central quiere reactivar la economía, le puede bastar con bajar el porcentaje de reservas que requiere a los bancos y estos concederán más préstamos a la economía real.
2. **Remuneración de las reservas.** Sobre estas reservas que un banco está obligado a tener en el banco central, recibe unos intereses que marca dicho banco central (conocida como facilidad de depósito). Si este interés es alto, los bancos no prestarán mucho a la economía real puesto que preferirán tenerlo en este depósito sin riesgo alguno. Por el contrario, si este interés es bajo los bancos concederán más créditos y la economía acelerará.

Otra característica única de los bancos es su carácter sistémico: la quiebra de un banco genera muchos más problemas que el cierre de otra empresa. Es por eso por lo que los gobiernos

históricamente no dejaban quebrar nunca a un banco de manera desordenada. Sin embargo, la crisis financiera de 2008 destapó que esto planteaba un dilema moral. Si los bancos asumían muchos riesgos y les salía bien, los beneficios se repartían entre sus accionistas (en forma de dividendos) y sus trabajadores (en forma de bonus). En cambio, si las operaciones salían mal, los accionistas no perderían más que su inversión inicial: el resto de las pérdidas las asumiría el conjunto de la sociedad en forma de rescates financiados con impuestos.

Para evitar que esto pueda volver a ocurrir, los reguladores bancarios han endurecido mucho sus reglas hasta el punto de que les resulta muy difícil asumir riesgos excesivos. Se ha hecho de 4 maneras:

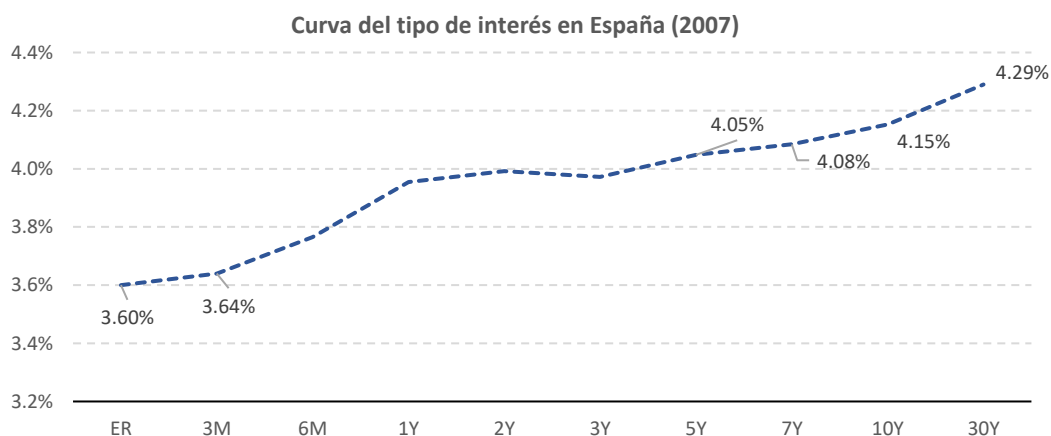
1. **Requerimientos de capital.** Los bancos deben tener más porcentaje de capital respecto a su nivel total de activos ponderados por riesgo.
2. **Financiación a largo plazo.** Un banco debe hacer emisiones de deuda regularmente que le permitan no depender del acceso al crédito a corto plazo.
3. **Ratios de liquidez.** Un porcentaje importante de los activos de un banco debe estar en instrumentos muy líquidos como bonos estatales.
4. **Testamentos.** Los bancos deben tener planes de contingencia para desaparecer sin dañar al conjunto del sistema financiero. Para ello se han creado también los instrumentos de rescate interno (CoCos) que, aunque son instrumentos de deuda, perderán todo su valor en caso de quiebra.

Cómo ganan dinero los bancos

De manera muy resumida, el beneficio de un banco se calcula como:

1. Intereses que cobra a los clientes por los préstamos, menos
2. Intereses que paga a sus depositantes y tenedores de deuda, menos
3. Pérdidas derivadas de impagos de préstamos, más
4. Intereses que cobra al banco central por sus reservas, menos
5. Costes de gestionar el día a día del banco.

Los puntos 1 y 2 se han de analizar siempre conjuntamente, puesto que son la esencia de la razón de ser de un banco: recibir dinero en forma de depósitos que los clientes pueden retirar en el corto plazo y prestarlo a largo plazo en forma de préstamos. La diferencia entre las cantidades de los puntos 1 y 2 vendrá marcada por la curva de tipos de interés, puesto que los bancos pagan a sus depositantes la parte cercana de la curva y reciben de sus prestatarios la parte lejana de la curva. Así es como estaba la curva de tipos española en enero de 2007:



Los bancos españoles pagaban a sus depositantes alrededor del 3,6% anual y prestaban cobrando alrededor del 4,1%. Ese año, Banco de Sabadell generó €3.703m en intereses y pagó €2.372m a sus depositantes: generó por tanto €1.331m de beneficios con esta actividad.

Actividad 1 – Captación de depósitos

Existen dos tipos de depósitos donde los clientes de los bancos pueden depositar sus ahorros:

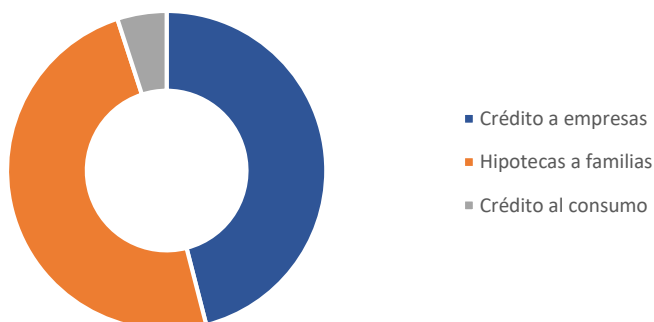
1. **Cuentas corrientes:** Los depositantes pueden acceder a su dinero cuando quieran, pero a cambio reciben un 0% de interés. Debido a las grandes cantidades de liquidez que el Banco Central Europeo ha inyectado en el sistema con sus operaciones en el mercado abierto (QE), la cantidad de dinero que los clientes tienen en cuenta corriente se ha disparado. El Banco de Sabadell, por ejemplo, ha pasado de tener €12.434m en cuentas corrientes en 2007 a €107.665m hoy. Incluso Bankinter, que es el único banco español que no se ha fusionado con otros en los últimos años, ha visto como sus cuentas corrientes aumentaban desde €9.309m hasta €39.819m en el mismo periodo.
2. **Depósitos a plazo fijo:** El cliente no tiene acceso al dinero durante el plazo establecido, pero a cambio recibe un interés. Hoy en día no resultan muy atractivos por la casi nula rentabilidad que ofrecen. Por eso casi no han crecido tanto desde 2007: en el Sabadell han pasado de €15.635m en 2007, a €60.798m en 2013 a €26.705m hoy.

Alrededor del 42% de los activos financieros de los españoles se encuentra hoy en día en depósitos bancarios. El Banco de Sabadell tiene hoy €134.370m en depósitos; CaixaBank €204.980m.

Actividad 2 – Concesión de créditos

El negocio de un banco consiste en prestar el dinero que sus clientes han depositado. El dinero que sobra después de conceder estos préstamos lo depositan en el banco central (aunque eso lo cubriremos en la actividad 3).

Distribución de préstamos en la zona euro por tipología



Existen tres tipos de créditos que los bancos conceden:

1. **Hipotecas:** Suelen tener un riesgo bajo porque tienen un inmueble como colateral. Desde el inicio de la crisis financiera, el número de hipotecas que tienen en balance los bancos europeos apenas ha aumentado. Bankinter tenía en 2009 hipotecas concedidas por valor de €30.330m; hoy tiene €33.643m. La rentabilidad de las hipotecas depende del tipo de interés al que se concedan, que a su vez depende del tramo largo de la curva de tipos de interés.

2. **Créditos al consumo:** Los tipos más corrientes son tarjetas de crédito y créditos para la compra de un vehículo. Como que no se conceden contra un colateral, tienen más riesgo y por lo tanto demandan un interés más alto. Representan un porcentaje de los créditos pequeño en el balance de los bancos. El Banco de Sabadell tiene €7.807m de préstamos de este tipo; CaixaBank €35.404m.
 - a. Estos créditos tienen una rentabilidad para el banco más atractiva que las hipotecas, ya que el tipo de interés no depende tanto de la curva de tipos, sino que es más estable (suele exigir alrededor del 5% de interés anual).
3. **Créditos a empresas:** A diferencia de los EE.UU., donde la mayoría de las empresas se financian en el mercado de capitales (bonos corporativos), en Europa las empresas dependen mucho más de los bancos para financiarse. CaixaBank tiene por ejemplo €85.785m créditos concedidos a las empresas. Aunque los créditos a las empresas suelen tener una duración más corta que las hipotecas, la rentabilidad de estos créditos también está muy relacionada con la parte lejana de la curva de tipos de interés.

Actividad 3 – Pérdidas por impagos de préstamos

No todos los préstamos que concede un banco se repagan. Intuitivamente, el porcentaje de impagos que sufre un banco está muy relacionado con el ciclo económico. Los bancos deben hacer provisiones cuando un cliente deja de pagar, dependiendo de cuanto estiman que lograrán cobrar de esa cuenta. Normalmente estas pérdidas por impagos suelen representar alrededor del 1% anual de la cantidad prestada; sin embargo, durante la crisis y especialmente en España, este número ha aumentado sustancialmente.

Actividad 4 – Invertir el exceso de liquidez

Normalmente, un banco nunca presta tanto como depósitos tiene. Con ese exceso de liquidez, puede hacer diferentes cosas:

1. **Invertirlo en bonos estatales:** Suele ser la opción preferida por el bajo riesgo que suponen, si bien durante el año 2012 esta práctica es precisamente la que generó una espiral destructiva entre el sector bancario y los gobiernos. El Banco de Sabadell tiene €23.732m en bonos soberanos (en su mayoría de estados europeos); CaixaBank €31.155m.
2. **Depositarlo en el Banco Central:** Es una opción sin ningún riesgo, y el banco recibe unos intereses marcados por el banco central. Banco Sabadell tiene ahora mismo €22.065m en este depósito; CaixaBank tiene €27.848m.

¿Qué ha cambiado desde 2007?

Al llegar la crisis financiera, lo primero que ocurrió fue que los bancos vieron como se disparaba su **actividad 3** – provisionar por impagos. Comparamos aquí de cuanto capital disponían los bancos en 2007, y cuánto han tenido que provisionar cada año por esta partida:

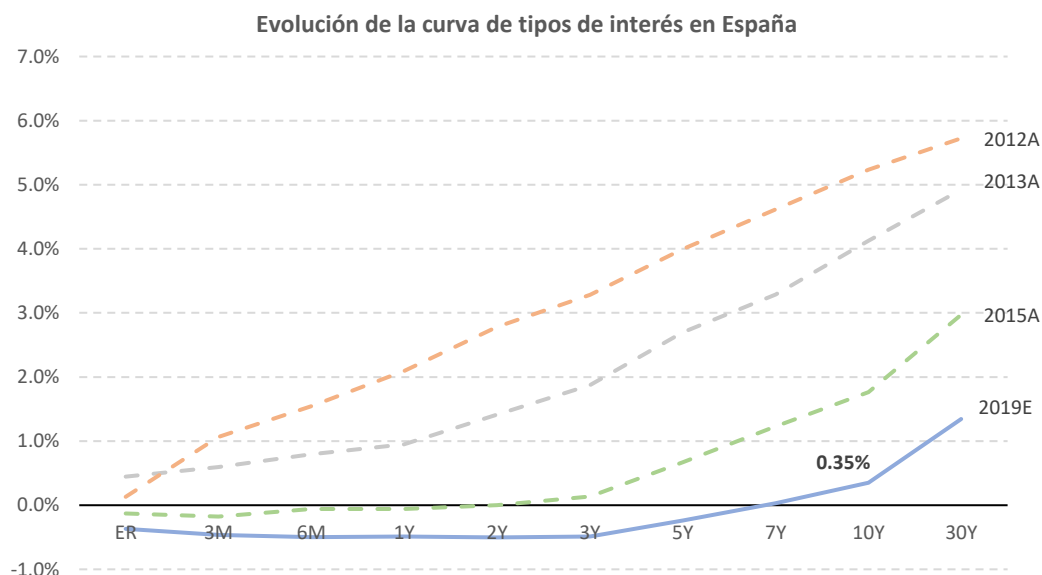
	Sabadell	CaixaBank	Bankinter	Bankia
Capital Inicial	€4.583m	€19.597m	€1.745m	€13.260m
Provisión 2007	€190m	-	€75m	-
2008	€571m	-	€186m	-
2009	€225m	-	€219m	-
2010	€396m	€2.112m	€216m	€2.034m
2011	€513m	€2.230m	€156m	€3.114m
2012	€1.330m	€3.835m	€410m	€18.181m
2013	€1.039m	€3.974m	€281m	€1.236m

2014	€1.763m	€2.054m	€234m	€973m
2015	€1.396m	€1.655m	€179m	€583m
2016	€441m	€468m	€153m	€221m
2017	€1.211m	€805m	€147m	€329m
2018	€756m	€124m	€63m	€426m
TOTAL	€9.831m	€17.257m	€2.319m	€27.097m

En otras palabras, casi todos los principales bancos españoles han perdido más dinero por culpa de impagos desde 2007 que capital tenían antes de que empezara la crisis. Si han sobrevivido ha sido gracias a las constantes ampliaciones de capital que han ido llevando a cabo. Solo así se explica como el Banco de Sabadell, que en 2007 tenía 1.774m de acciones entre el público hoy tiene 5.537m.

Estas ampliaciones han permitido a los bancos salir adelante, pero a costa de diluir a los accionistas originales. Este dato será relevante a la hora de medir cual es el potencial de revalorización del sector, puesto que cualquier beneficio deberá ahora repartirse entre muchas más acciones. Si el Banco de Sabadell genera en 2019 los mismos beneficios que en 2007, estos deberán ser repartidos entre 3,1x más accionistas.

El segundo problema al que han hecho frente los bancos tiene que ver con la **actividad 2** – concesión de préstamos. En marzo de 2015, y viendo que la inflación de la zona euro estaba muy por debajo de su objetivo del 2%, el Banco Central Europeo lanzó un programa de expansión cuantitativa que consistió en comprar bonos de países y empresas en el mercado secundario para reducir su coste de financiación y reactivar así la economía. Desgraciadamente para el sector bancario europeo, eso hizo que la parte lejana de la curva de tipos de interés se desplomara. Esto ha tenido un impacto devastador en la rentabilidad que obtienen concediendo créditos – sobre todo en lo que se refiere a hipotecas y créditos a empresas. La curva de tipos de interés se ve así hoy:



Donde en 2007 decíamos que los bancos españoles cobraban alrededor del 4,1% por conceder un préstamo a 10 años, hoy cobran un 0,35%. Evidentemente a este número hay que sumarle comisiones y un interés adicional por riesgo de impago, pero es habitual hoy día ver hipotecas

concedidas en España con intereses de alrededor del 1% para vencimientos superiores a 10 años.

El último problema que ha sufrido el sector tiene que ver con la actividad 4 – invertir el exceso de liquidez. Para empezar, el Banco Central Europeo en 2007 remuneraba con un 3% los depósitos en sus reservas. Hoy en día, y para estimular la concesión de préstamos, esta remuneración está en el -0,4%. Es decir, el banco central cobra a los bancos por aparcarse en él sus reservas.

Además, las rentabilidades de los bonos estatales (el gran activo que compran los bancos con el resto de su exceso de liquidez) también han bajado mucho. Basta ver que el estado español cobra intereses por sus emisiones de deuda de hasta 6 años; y por plazos más largos apenas paga intereses. Este descenso ha generado unas plusvalías importantes para los bancos puesto que aquellos bonos que tenían antes de que empezara la bajada han subido mucho de valor, pero por contra hace que hoy esta actividad no genere ninguna rentabilidad.

Juntando todas las piezas

Así es como se juntaban los engranajes del Banco de Sabadell en 2007:

Actividad	Cantidad	Rentabilidad	Beneficio aportado
Concesión de créditos	€61.945m	5,9%	+ €3.651m
Remuneración de depósitos	€30.986m	-2,7%	- €837m
Inversión en bonos estatales	€5.421m	1,8%	+ €151m
Reservas en el Banco Central	€1.221m	3,0%	+ €37m
Financiación externa	€35.698m	-4,3%	- €1.535m
Comisiones			+ €666m
Provisiones por impagos			- €190m
Gastos Fijos del banco			- €1.250m
Beneficios antes impuestos			€693m
Número de acciones			1.774m
Beneficio por acción			€0,39
Precio por acción			€5,02
Múltiplo precio/beneficio			12,8x

Y así es como se ve usando los números de las cuentas de 2018:

Actividad	Cantidad	Rentabilidad	Beneficio aportado
Concesión de créditos	€142.987m	3,3%	+ €4.763m
Remuneración de depósitos	€139.079m	-0,4%	- €523m
Inversión en bonos estatales	€23.732m	0,9%	+ €225m
Reservas en el Banco Central	€22.065m	-0,4%	- €88m
Financiación externa	€67.045m	-0,7%	- €469m
Comisiones			+ €1.559m
Provisiones por impagos			- €756m
Gastos Fijos del banco			- €3.366m
Beneficios antes impuestos			€1.345m
Número de acciones			5.537m
Beneficio por acción			€0,24
Precio por acción			€0,96
Múltiplo precio/beneficio			4,0x

La actividad principal de un banco, prestar dinero, es hoy la mitad de rentable que hace 12 años. Sin embargo, las alternativas (depositarlo en el banco central, comprar bonos del estado) son incluso peores. Por otra parte, los costes de financiación de los bancos también han bajado mucho. El Banco de Sabadell se financia en los mercados de capitales a un coste muy bajo, y prácticamente no remunera con intereses a sus depositantes. Así que la pregunta que nos queda es: ¿cuál es el potencial de revalorización de los bancos europeos si la situación de los tipos de interés se normaliza?

Potencial de revalorización (ej. Banco de Sabadell)

Actividad	Cantidad	Rentabilidad	Beneficio aportado
Concesión de créditos	€142.987m	5,0%	+ €7.149m
Remuneración de depósitos	€139.079m	-1,0%	- €1.391m
Inversión en bonos estatales	€23.732m	-2,0%	- €475m
Reservas en el Banco Central	€22.065m	2,0%	+ €441m
Financiación externa	€67.045m	-1,5%	- €1.006m
Comisiones			+ €1.559m
Provisiones por impagos			- €756m
Gastos Fijos del banco			- €3.366m
Beneficios antes impuestos			€2.155m
Número de acciones			5.537m
Beneficio por acción			€0,39
Precio por acción			€3,90
Múltiplo precio/beneficio			10,0x

En este modelo estamos asumiendo:

1. Una mejora de las perspectivas económicas y de inflación permite al banco central europeo subir el tipo de la facilidad de depósitos hasta el 2%.
2. La concesión de créditos no se ve afectada por la subida de tipos de interés. Tal vez podría haber algunos repagos por dicha subida, pero no lo esperamos.
3. Los bancos son capaces de mantener la mayoría de los depósitos sin remuneración. Esto parece factible, dado que los depositantes no suelen mover el dinero desde la cuenta corriente hacia el plazo fijo hasta que los tipos de interés del banco central alcanzan el 3%.
4. Los costes de financiación de los bancos solo suben moderadamente. Esto nos parece razonable, puesto que los bancos han aprovechado el contexto actual para cubrir sus necesidades de financiación de los próximos años, y el efecto de las subidas sería muy paulatino en su coste de financiación.
5. La inversión en bonos estatales generará pérdidas por las bajadas en precio de dichos activos.
6. Las provisiones por impagos, las comisiones de gestión y los gastos fijos del banco se mantienen estables.

El resultado es muy parecido para los otros 3 bancos españoles que apenas tienen exposición internacional (CaixaBank, Bankinter y Bankia):

CaixaBank

Actividad	Cantidad	Rentabilidad	Beneficio aportado
Concesión de créditos	€217.967m	5,0%	+ €10.898m
Remuneración de depósitos	€208.140m	-1,0%	- €2.081m
Inversión en bonos estatales	€27.848m	-2,0%	- €557m
Reservas en el Banco Central	€19.158m	2,0%	+ €383m

Financiación externa	€74.718m	-1,5%	- €1.120m
Comisiones			+ €2.898m
Provisiones por impagos			- €804m
Gastos Fijos del banco			- €6.545m
Beneficios antes impuestos			€3.072m
Número de acciones			5.981m
Beneficio por acción			€0,51
Precio por acción			€5,10
Múltiplo precio/beneficio			10,0x

Bankinter

Actividad	Cantidad	Rentabilidad	Beneficio aportado
Concesión de créditos	€55.262m	5,0%	+ €2.763m
Remuneración de depósitos	€48.468m	-1,0%	- €485m
Inversión en bonos estatales	€5.968m	-2,0%	- €119m
Reservas en el Banco Central	€4.756m	2,0%	+ €95m
Financiación externa	€21.691m	-1,5%	- €352m
Comisiones			+ €556m
Provisiones por impagos			- €63m
Gastos Fijos del banco			- €1.254m
Beneficios antes impuestos			€1.141m
Número de acciones			899m
Beneficio por acción			€1,27
Precio por acción			€12,70
Múltiplo precio/beneficio			10,0x

Bankia

Actividad	Cantidad	Rentabilidad	Beneficio aportado
Concesión de créditos	€118.285m	5,0%	+ €5.914m
Remuneración de depósitos	€126.275m	-1,0%	- €1.263m
Inversión en bonos estatales	€29.418m	-2,0%	- €588m
Reservas en el Banco Central	€3.170m	2,0%	+ €63m
Financiación externa	€55.715m	-1,5%	- €836m
Comisiones			+ €1.149m
Provisiones por impagos			- €426m
Gastos Fijos del banco			- €1.965m
Beneficios antes impuestos			€2.048m
Número de acciones			3.070m
Beneficio por acción			€0,67
Precio por acción			€6,70
Múltiplo precio/beneficio			10,0x

Conclusiones

1. Los bancos europeos sufrieron en el periodo 2007 – 2015 por pérdidas derivadas de impagos, que les obligaron a recapitalizarse para no quebrar. Esto ha provocado que haya muchas más acciones suyas en circulación y por lo tanto que los beneficios se han de repartir entre una base mayor. Esto ha rebajado su potencial de revalorización.
2. Desde 2015 hasta hoy, los bancos han tenido que hacer frente a los efectos que ha tenido en su negocio el lanzamiento del Quantitative Easing por parte del Banco Central Europeo.
3. El efecto más obvio de estas medidas ha sido hacer menos rentable su negocio de prestar dinero. Además, penaliza las reservas que depositen en el banco central y hace menos rentable su inversión en instrumentos de deuda estatales.
4. Por otra parte, ha reducido mucho los costes de financiación de los bancos. Hoy son capaces de no pagar nada a sus depositantes y de emitir deuda a un coste mínimo.
5. Cuando se normalice la situación de tipos de interés, creemos que el efecto neto será positivo para los bancos, puesto que el aumento de la rentabilidad de sus préstamos tendrá mucho más impacto que la escalada de sus costes de financiación.
6. Como hemos visto con los bancos americanos desde 2016, esto será especialmente relevante durante los primeros incrementos de tipos de interés, cuando los bancos serán capaces de quedarse ese beneficio sin traspasar casi nada a los depositantes.
7. En cambio, si Europa se dirige hacia un escenario parecido al que lleva sufriendo Japón desde 1991, donde durante los próximos 10 años veremos crecimientos de PIB de entre el 0% y el 1%, inflación negativa y tipos de interés anclados en el 0%, los bancos seguirán sufriendo enormemente en bolsa.
8. La otra amenaza para los bancos europeos viene desde el sector tecnológico, donde han aparecido empresas que ofrecen los mismos servicios que un banco tradicional a través de internet. Gracias a no tener ni oficinas físicas ni a tantos trabajadores en plantilla son capaces de ser muy competitivos en cuanto a costes y comisiones. Sin embargo, aún han de superar el gran reto de la desconfianza que genera su reciente creación.

Estos materiales han sido proporcionados por Hanway Capital S.L. (Hanway Capital) y no constituyen, en ningún caso, ningún asesoramiento de inversiones ni comercialización y promoción de ningún fondo. El propósito de estos materiales es únicamente proporcionar una visión y actualización macroeconómica general de los mercados financieros. Además, estos materiales no se pueden divulgar, en su totalidad o en parte, o resumidos o mencionados de cualquier manera, excepto si es acordado con Hanway Capital por escrito. Ninguna parte de estos materiales puede ser utilizada o reproducida ni citada de ninguna forma por la prensa. La información utilizada en la preparación de estos materiales se obtuvo de fuentes públicas. Hanway Capital no se hace responsable que la verificación independiente de esta información sea completa y precisa en todos los materiales. En la medida que esta información incluya estimaciones y previsiones del rendimiento financiero futuro, hemos asumido que representan estimaciones razonables. Ningún contenido del documento tendría que ser considerado como asesoramiento fiscal, contable o legal.

Se aconseja a los lectores de estos materiales que cualquier debate, recomendación u otra mención de cualquier activo no es una solicitud u oferta para operar con estos activos. Este documento sólo proporciona información general, y ni la información ni ninguna opinión expresada constituyen una oferta o invitación para hacer una oferta, para comprar o vender ningún tipo de activo u otros instrumentos financieros o derivados relacionados con estos valores o instrumentos (por ejemplo, opciones, futuros, warrants y contratos por diferencias). Este documento no pretende proporcionar asesoramiento de inversión personal y no tiene en cuenta los objetivos específicos de inversión, la situación financiera y las necesidades particulares de, ni se dirige a, ninguna persona o personas específicas. Los inversores tienen que buscar asesoramiento financiero sobre la conveniencia de invertir en instrumentos financieros e implementar estrategias de inversión que se tratan en este documento y comprender que las perspectivas de futuro no tienen por qué materializarse. Las inversiones en general y, en particular, los derivados implican numerosos riesgos, entre otros, el riesgo de mercado, el riesgo por defecto de contrapartida y el riesgo de liquidez. Ninguna garantía, instrumento financiero o derivado es adecuado para todos los inversores. En algunos casos, los títulos y otros instrumentos financieros pueden ser difíciles de valorar o vender y es difícil obtener información fiable sobre el valor o los riesgos relacionados con el activo o el instrumento financiero. Los inversores deberían tener en cuenta que los ingresos de estos valores y otros instrumentos financieros, si procede, pueden fluctuar y el precio o valor de estos valores e instrumentos puede aumentar o bajar y, en algunos casos, los inversores pueden perder la totalidad de la inversión principal. El rendimiento anterior no es necesariamente una referencia para el rendimiento futuro.

Esta información puede contener referencias o enlaces a sitios web de terceros. Hanway Capital no se hace responsable del contenido de un sitio web de terceros o de cualquier contenido enlazado en un sitio web de terceros. El contenido en estos sitios web de terceros no forma parte de esta información y no está incorporado como referencia. La inclusión de un enlace no implica ningún aval por parte de Hanway Capital. El acceso a cualquier sitio web de terceros correrá bajo su propio riesgo y siempre tiene que revisar las condiciones y las políticas de privacidad de los sitios web de terceros antes de enviarles información personal. Hanway Capital no se hace responsable de las condiciones y políticas de privacidad de terceros y renuncia expresamente a cualquier responsabilidad por ellos.



Carrer Balmes 188
08006 Barcelona
+34 93 152 10 28