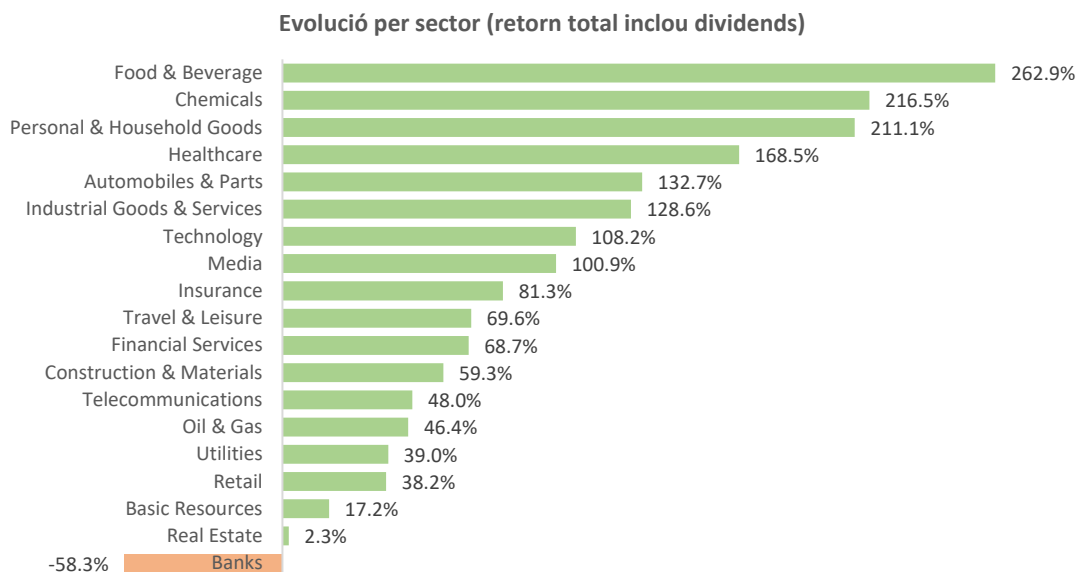


Bancs europeus: Què va sortir malament?

El 31 de gener de 2007, el sector bancari representava el 28,2% de l'índex europeu de referència, sent així el seu major component. Avui aquest pes s'ha reduït fins al 9,5%. A més, mentre tots els altres sectors han obtingut una rendibilitat positiva en aquests 12 anys, els bancs registren una caiguda que gairebé arriba al 60%.



A què es deu aquesta divergència? Recuperaran algun dia els bancs el terreny perdut, i si és així, en quina mesura? En aquest informe tractarem de donar resposta a aquestes preguntes i a algunes altres.

Per què els bancs són diferents

Un banc és l'única empresa que té la capacitat per crear i destruir diners. A causa d'això, són un mecanisme de transmissió de la política monetària dels països. Aquesta transmissió funciona de dues maneres:

1. **Percentatge de reserves.** Sobre tots els dipòsits que un banc rep dels seus clients, està obligat a dipositar un percentatge com reserves al banc central. Amb la resta dels diners, els bancs poden concedir préstecs a altres clients. Quan un banc central vol reactivar l'economia, pot tenir prou amb baixar el percentatge de reserves que requereix els bancs i aquests concediran més préstecs a l'economia real.
2. **Remuneració de les reserves.** Sobre aquestes reserves que un banc està obligat a tenir al banc central, rep uns interessos que marca aquest banc central (coneguda com a facilitat de dipòsit). Si aquest interès és alt, els bancs no prestaran molt a l'economia real perquè preferiran tenir-lo en aquest dipòsit sense cap risc. Per contra, si aquest interès és baix, els bancs concediran més crèdits i l'economia accelerarà.

Una altra característica única dels bancs és el seu caràcter sistèmic: la fallida d'un banc genera molts més problemes que el tancament d'una altra empresa. És per aquest motiu pel qual els governs històricament no deixaven fer fallida mai a un banc de manera desendregada.

Tanmateix, la crisi financera de 2008 va destapar que això plantejava un dilema moral. Si els bancs assumien molts riscos i els hi sortia bé, els beneficis es repartien entre els seus accionistes (en forma de dividends) i els seus treballadors (en forma de sous alts). En canvi, si les operacions sortien malament, els accionistes no perdrien més que la seva inversió inicial: la resta de les pèrdues les assumiria el conjunt de la societat en forma de rescats finançats amb impostos.

Per evitar que això pugui tornar a ocórrer, els reguladors bancaris han endurit molt les seves regles fins al punt que els resulta molt difícil assumir riscos excessius. S'ha dut a terme de quatre maneres:

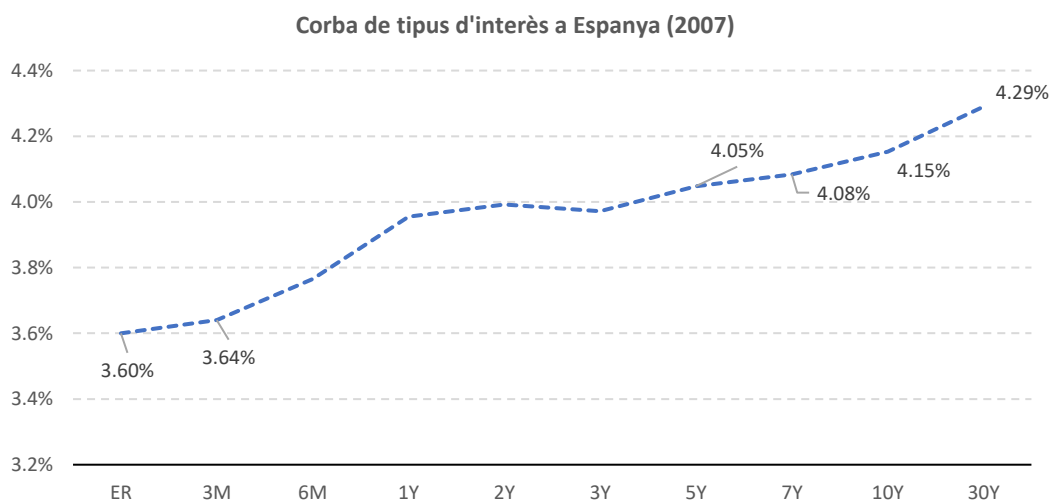
1. **Requeriments de capital.** Els bancs han de tenir més percentatge de capital respecte al seu nivell total d'actius ponderats per risc.
2. **Finançament a llarg termini.** Un banc ha de fer emissions de deute regularment, que li permetin no dependre de l'accés al crèdit a curt termini.
3. **Ràtios de liquiditat.** Un percentatge important dels actius d'un banc han d'estar en instruments molt líquids com bons estatals.
4. **Testaments.** Els bancs han de tenir plans de contingència que els hi permeti desaparèixer sense enfonsar al conjunt del sistema financer. Per això s'han creat també els instruments de rescat intern (CoCos) que, encara que són instruments de deute, perdran tot el seu valor en cas de fallida.

Com guanyen diners els bancs

De manera molt resumida, el benefici d'un banc es calcula com:

1. Interessos que cobra els clients pels préstecs, menys
2. Interessos que paga els seus dipositants i interessos del seu propi deute, menys
3. Pèrdues derivades d'impagaments de préstecs, més
4. Interessos que cobra al banc central per les seves reserves, menys
5. Costos de gestionar el dia a dia del banc.

Els punts 1 i 2 s'han d'analitzar sempre conjuntament, ja que són l'essència de l'activitat d'un banc: rebre diners en forma de dipòsits que els clients poden retirar en el curt termini i prestar-lo a llarg termini en forma de préstecs. La diferència entre les quantitats dels punts 1 i 2 vindrà marcada per la corba de tipus d'interès, ja que els bancs paguen els seus dipositants la part pròxima de la corba i reben dels seus prestataris la part llunyana de la corba. Així és com estava la corba de tipus espanyola el gener de 2007:



Els bancs espanyols pagaven els seus dipositants al voltant del 3,6% anual i prestaven cobrant al voltant del 4,1%. Aquest any, el Banc Sabadell va generar €3.703m en interessos i va pagar €2.372m als seus dipositants: va generar per tant €1.331m de beneficis amb aquesta activitat.

Activitat 1 – Captació de dipòsits

Hi ha dos tipus de dipòsits on els clients dels bancs poden dipositar els seus estalvis:

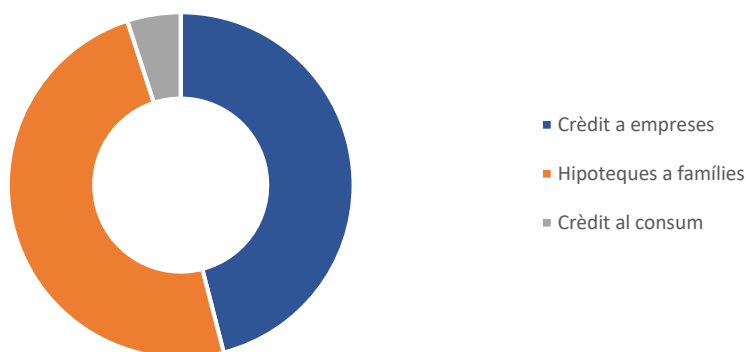
1. **Comptes corrents:** Els dipositants poden accedir als seus diners quan vulguin, però a canvi reben un 0% d'interès. A causa de les grans quantitats de liquiditat que el Banc Central Europeu ha injectat en el sistema amb les seves operacions en el mercat obert (QE), la quantitat de diners que els clients tenen en compte corrent s'ha disparat. El Banc Sabadell, per exemple, ha passat de tenir €12.434m en comptes corrents el 2007 a €107.665m avui. Fins i tot Bankinter, que és l'únic banc espanyol que no s'ha fusionat amb altres en els darrers anys, ha vist com els seus comptes corrents augmentaven des de €9.309m fins a €39.819m en el mateix període.
2. **Dipòsits a termini fix:** El client no té accés als diners durant el termini establert, però a canvi rep un interès. Avui dia no resulten molt atractius per la quasi nul·la rendibilitat que ofereixen. Per això gairebé no han crescut tant des de 2007: al Sabadell han passat de €15.635m el 2007, a €60.798m el 2013 a €26.705m avui.

Al voltant del 42% dels actius financers dels espanyols es troba avui en dipòsits bancaris. El Banc Sabadell té avui €134.370m en dipòsits; CaixaBank €204.980m.

Activitat 2 - Concessió de crèdits

El negoci d'un banc consisteix a prestar els diners que els seus clients han dipositat. Els diners restants després de concedir aquests préstecs els dipositen al banc central (encara que això ho cobrirem en l'activitat 3).

Distribució de préstecs a la zona euro per tipologia



Hi ha tres tipus de crèdits que els bancs concedeixen:

1. **Hipoteques:** Solen tenir un risc baix perquè tenen un immoble com a col·lateral. Des de l'inici de la crisi financera, el nombre d'hipoteques que tenen en balanç els bancs europeus amb prou feines ha augmentat. Bankinter tenia el 2009 hipoteques concedides per valor de €30.330m; avui té €33.643m. La rendibilitat de les hipoteques depèn del tipus d'interès al qual es concedeixin, que alhora depèn del tram llunyà de la corba de tipus d'interès.

2. **Crèdits al consum:** Els tipus més corrents són targetes de crèdit i crèdits per a la compra d'un vehicle. Com que no es concedeixen contra un col·lateral, tenen més risc i per tant demanen un interès més alt. Representen un percentatge dels crèdits petit en el balanç dels bancs. El Banc Sabadell té €7.807m de préstecs d'aquest tipus; CaixaBank €35.404m. Aquests crèdits tenen una rendibilitat per al banc més atractiva que les hipoteques, ja que el tipus d'interès no depèn tant de la corba de tipus, sinó que és més estable (sol exigir al voltant del 5% d'interès anual).
3. **Crèdits a empreses:** A diferència dels EUA, on la majoria de les empreses es financen al mercat de capitals (bons corporatius), a Europa les empreses depenen molt més dels bancs per finançar-se. CaixaBank té per exemple €85.785m crèdits concedits a les empreses. Tot i que els crèdits a les empreses solen tenir una durada més curta que les hipoteques, la rendibilitat d'aquests crèdits també està molt relacionada amb la part llunyana de la corba de tipus d'interès.

Activitat 3 - Pèrdues per impagaments de préstecs

No tots els préstecs que concedeix un banc es tornen. Intuïtivament, el percentatge d'impagaments que pateix un banc està molt relacionat amb el cicle econòmic. Els bancs han de fer provisions quan un client deixa de pagar, depenent de quant creuen que aconseguiran cobrar. Normalment aquestes perdudes per impagaments solen representar al voltant de l'1% anual de la quantitat prestada; però, durant la crisi i especialment a Espanya, aquesta xifra va augmentar substancialment.

Activitat 4 - Invertir l'excés de liquiditat

Normalment, un banc mai presta tant com dipòsits té. Amb aquest excés de liquiditat, pot fer diferents coses:

1. **Invertir-la en bons estatals:** Sol ser l'opció preferida pel baix risc que suposen, si bé durant l'any 2012 aquesta pràctica és precisament la que va generar una espiral destructiva entre el sector bancari i els governs. El Banc Sabadell té €23.732m en bons sobirans (majoritàriament d'estats europeus); CaixaBank €31.155m.
2. **Dipositar-la al banc central:** És una opció sense cap risc, i el banc rep uns interessos marcats pel banc central. El Banc Sabadell té ara mateix €22.065m en aquest dipòsit; CaixaBank té €27.848m.

Què ha canviat des de 2007?

En arribar la crisi financera, el primer que va passar va ser que els bancs van veure com es disparava la seva **activitat 3** – aprovisionar per impagaments. Comparem aquí tot el capital del qual disposaven els bancs el 2007, i quant han hagut d'aprovisionar cada any per aquesta partida:

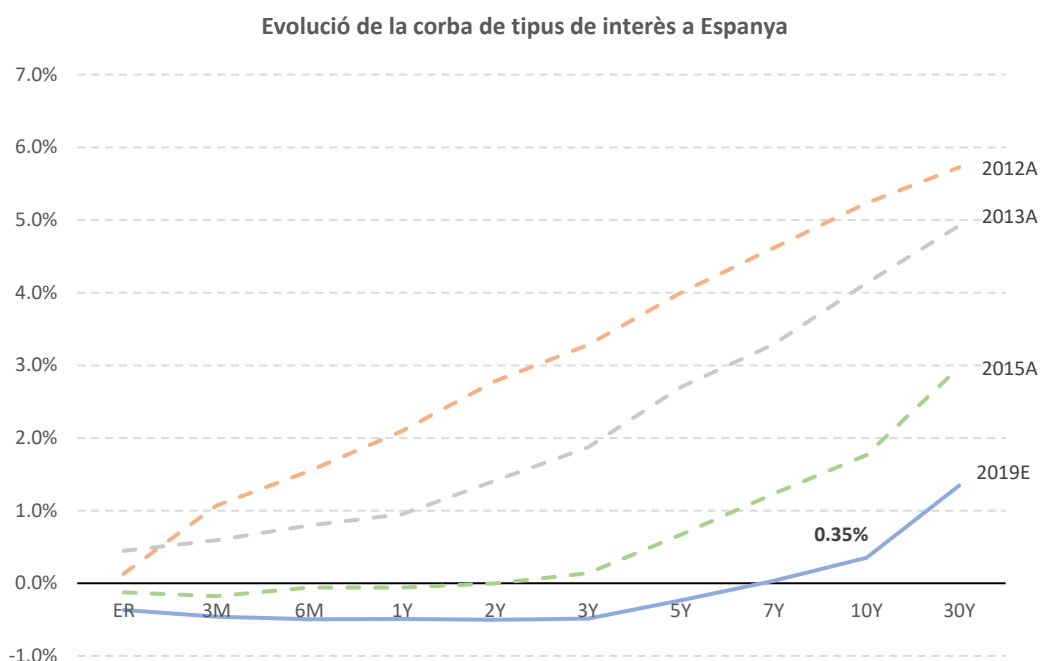
	Sabadell	CaixaBank	Bankinter	Bankia
Capital Inicial	€4.583m	€19.597m	€1.745m	€13.260m
Aprovisionament 2007	€190m	-	€75m	-
2008	€571m	-	€186m	-
2009	€225m	-	€219m	-
2010	€396m	€2.112m	€216m	€2.034m
2011	€513m	€2.230m	€156m	€3.114m
2012	€1.330m	€3.835m	€410m	€18.181m
2013	€1.039m	€3.974m	€281m	€1.236m
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 altres paraules, gairebé tots els principals bancs espanyols han perdut més diners per culpa d'impagaments des de 2007 que capital tenien abans que comencés la crisi. Si han sobreviscut, ha estat gràcies a les constants ampliacions de capital que s'han anat duent a terme. Només així s'explica com el Banc Sabadell, que el 2007 tenia 1.774m d'accions entre el públic avui té 5.537m.

Aquestes ampliacions han permès als bancs tirar endavant, però a costa de diluir els accionistes originals. Aquesta dada serà rellevant a l'hora de mesurar quin és el potencial de revalorització del sector, ja que qualsevol benefici s'hi haurà ara de repartir entre moltes més accions. Si el Banc Sabadell genera en 2019 els mateixos beneficis que el 2007, aquests hauran de ser repartits entre 3,1x més accionistes.

El segon problema al qual han fet front els bancs té a veure amb **l'activitat 2** - concessió de préstecs. El març de 2015, i veient que la inflació de la zona euro estava molt per sota del seu objectiu del 2%, el Banc Central Europeu va llançar un programa d'expansió quantitativa que va consistir a comprar bons de països i empreses en el mercat secundari per reduir el seu cost de finançament i reactivar així l'economia. Desgraciadament per al sector bancari europeu, això va fer que la part llunyana de la corba de tipus d'interès es desplomés. Això ha tingut un impacte devastador en la rendibilitat que obtenen concedint crèdits - sobretot pel que fa a hipoteques i crèdits a empreses. La corba de tipus d'interès es veu així avui:



On en 2007 dèiem que els bancs espanyols cobraven al voltant del 4,1% per concedir un préstec a 10 anys, avui cobren un 0,35%. Evidentment a aquest número cal sumar-li comissions i un

interès addicional per risc d'impagament, però és habitual avui dia veure hipoteques concedides a Espanya amb interessos del voltant de l'1% per venciments superiors a 10 anys.

L'últim problema que ha patit el sector té a veure amb l'**activitat 4** – invertir l'excés de liquiditat. Per començar, el Banc Central Europeu el 2007 remunerava amb un 3% els dipòsits en les seves reserves. Avui en dia, i per estimular la concessió de préstecs, aquesta remuneració està en el -0,4%. És a dir, el banc central cobra els bancs per aparcar-hi les seves reserves.

A més, les rendibilitats dels bons estatals (el gran actiu que compren els bancs amb la resta del seu excés de liquiditat) també han baixat molt. Només cal veure que l'estat espanyol cobra interessos per les seves emissions de deute de fins a 6 anys; i per terminis més llargs pràcticament no paga interessos. Aquest descens ha generat unes plusvàlues importants pels bancs, ja que aquells bons que tenien abans que comencés la baixada han pujat molt de valor, però en canvi fa que avui aquesta activitat no generi cap rendibilitat.

Ajuntant totes les peces

Així és com s'ajuntaven els engranatges del Banc Sabadell el 2007:

Activitat	Quantitat	Rendibilitat	Benefici aportat
Concessió de crèdits	€61.945m	5,9%	+ €3.651m
Remuneració de dipòsits	€30.986m	-2,7%	- €837m
Inversió en bons estatals	€5.421m	1,8%	+ €151m
Reserves al Banc Central	€1.221m	3,0%	+ €37m
Finançament extern	€35.698m	-4,3%	- €1.535m
Comissions			+ €666m
Provisions per impagaments			- €190m
Despeses fixes de banc			- €1.250m
Benefici abans d'impostos			€693m
Nombre d'accions			1.774m
Benefici per acció			€0,39
Preu per acció			€5,02
Múltiple preu/benefici			12,8x

I així és com es veu utilitzant els números dels comptes de 2018:

Activitat	Quantitat	Rendibilitat	Benefici aportat
Concessió de crèdits	€142.987m	3,3%	+ €4.763m
Remuneració de dipòsits	€139.079m	-0,4%	- €523m
Inversió en bons estatals	€23.732m	0,9%	+ €225m
Reserves al Banc Central	€22.065m	-0,4%	- €88m
Finançament extern	€67.045m	-0,7%	- €469m
Comissions			+ €1.559m
Provisions per impagaments			- €756m
Despeses fixes de banc			- €3.366m
Benefici abans d'impostos			€1.345m
Nombre d'accions			5.537m
Benefici per acció			€0,24
Preu per acció			€0,96
Múltiple preu/benefici			4,0x

L'activitat principal d'un banc, prestar diners, és avui la meitat de rendible que fa 12 anys. Tanmateix, les alternatives (dipositar-lo al banc central, comprar bons de l'estat) són fins i tot pitjors. D'altra banda, els costos de finançament dels bancs també han baixat molt. El Banc Sabadell es finança en els mercats de capitals a un cost molt baix, i pràcticament no remunera amb interessos els seus dipositants. Per tant el dubte que ens queda és: quin és el potencial de revaloració dels bancs europeus si la situació dels tipus d'interès es normalitza?

Potencial de revalorització (ex. Banc Sabadell)

Activitat	Quantitat	Rendibilitat	Benefici aportat
Concessió de crèdits	€142.987m	5,0%	+ €7.149m
Remuneració de dipòsits	€139.079m	-1,0%	- €1.391m
Inversió en bons estatals	€23.732m	-2,0%	- €475m
Reserves al Banc Central	€22.065m	2,0%	+ €441m
Finançament extern	€67.045m	-1,5%	- €1.006m
Comissions			+ €1.559m
Provisions per impagaments			- €756m
Despeses fixes de banc			- €3.366m
Benefici abans d'impostos			€2.155m
Nombre d'accions			5.537m
Benefici per acció			€0,39
Preu per acció			€3,90
Múltiple preu/benefici			10,0x

En aquest model estem assumint:

1. Una millora de les perspectives econòmiques i d'inflació permet al banc central europeu pujar el tipus de la facilitat de dipòsit fins al 2%.
2. La concessió de crèdits no es veu afectada per la pujada de tipus d'interès. Potser podria haver alguns repagaments per aquesta pujada, però no ho esperem.
3. Els bancs són capaços de mantenir la majoria dels dipòsits sense remuneració. Això sembla factible, atès que els dipositants no solen moure els diners des del compte corrent cap al dipòsit fix fins que els tipus d'interès del banc central arriben al 3%.
4. Els costos de finançament dels bancs només pugen moderadament. Això ens sembla raonable, ja que els bancs han aprofitat el context actual per cobrir les seves necessitats de finançament dels propers anys, i l'efecte de les pujades seria molt gradual en el seu cost de finançament.
5. La inversió en bons estatals generarà perdudes per les baixades en preu d'aquests actius.
6. Les provisions per impagaments, les comissions de gestió i les despeses fixes del banc es mantenen estables.

El resultat és molt semblant pels altres 3 bancs espanyols que amb prou feines tenen exposició internacional (CaixaBank, Bankinter i Bankia):

CaixaBank

Activitat	Quantitat	Rendibilitat	Benefici aportat
Concessió de crèdits	€217.967m	5,0%	+ €10.898m
Remuneració de dipòsits	€208.140m	-1,0%	- €2.081m
Inversió en bons estatals	€27.848m	-2,0%	- €557m
Reserves al Banc Central	€19.158m	2,0%	+ €383m
Finançament extern	€74.718m	-1,5%	- €1.120m
Comissions			+ €2.898m

Provisions per impagaments			- €804m
Despeses fixes de banc			- €6.545m
Benefici abans d'impostos			€3.072m
Nombre d'accions			5.981m
Benefici per acció			€0,51
Preu per acció			€5,10
Múltiple preu/benefici			10,0x

Bankinter

Activitat	Quantitat	Rendibilitat	Benefici aportat
Concessió de crèdits	€55.262m	5,0%	+ €2.763m
Remuneració de dipòsits	€48.468m	-1,0%	- €485m
Inversió en bons estatals	€5.968m	-2,0%	- €119m
Reserves al Banc Central	€4.756m	2,0%	+ €95m
Finançament extern	€21.691m	-1,5%	- €352m
Comissions			+ €556m
Provisions per impagaments			- €63m
Despeses fixes de banc			- €1.254m
Benefici abans d'impostos			€1.141m
Nombre d'accions			899m
Benefici per acció			€1,27
Preu per acció			€12,70
Múltiple preu/benefici			10,0x

Bankia

Activitat	Quantitat	Rendibilitat	Benefici aportat
Concessió de crèdits	€118.285m	5,0%	+ €5.914m
Remuneració de dipòsits	€126.275m	-1,0%	- €1.263m
Inversió en bons estatals	€29.418m	-2,0%	- €588m
Reserves al Banc Central	€3.170m	2,0%	+ €63m
Finançament extern	€55.715m	-1,5%	- €836m
Comissions			+ €1.149m
Provisions per impagaments			- €426m
Despeses fixes de banc			- €1.965m
Benefici abans d'impostos			€2.048m
Nombre d'accions			3.070m
Benefici per acció			€0,67
Preu per acció			€6,70
Múltiple preu/benefici			10,0x

Conclusions

1. Els bancs europeus van patir en el període 2007 – 2015 per pèrdues derivades d'impagaments, que els van obligar a recapitalitzar per no fer fallida. Això ha provocat que hi hagi moltes més accions seves en circulació i per tant que els beneficis s'han de repartir entre una base major. Això ha rebaixat el seu potencial de revaloració.
2. Des de 2015 fins avui, els bancs han hagut de fer front els efectes negatius que han tingut en el seu negoci el llançament del *Quantitative Easing* per part del Banc Central Europeu.
3. L'efecte més obvi d'aquestes mesures ha estat fer menys rendible el seu negoci de prestar diners. A més, penalitza les reserves que dipositin al banc central i fa menys rendible la seva inversió en instruments de deute estatals.
4. D'altra banda, ha reduït molt els costos de finançament dels bancs. Avui són capaços de no pagar res als seus dipositants i d'emetre deute a un cost mínim.
5. Quan es normalitzi la situació de tipus d'interès, creiem que l'efecte net serà positiu pels bancs, ja que l'augment de la rendibilitat dels seus préstecs tindrà molt més impacte que l'escalada dels seus costos de finançament.
6. Com hem vist amb els bancs americans des de 2016, això serà especialment rellevant durant els primers increments de tipus d'interès, quan els bancs seran capaços de quedar-se aquest benefici sense traspasar gairebé res als dipositants.
7. En canvi, si Europa es dirigeix cap a un escenari semblant al que porta patint el Japó des de 1991, on durant els propers 10 anys veurem creixements de PIB d'entre el 0% i l'1%, inflació negativa i tipus d'interès ancorats al 0%, els bancs seguiran patint enormement en borsa.
8. L'altra amenaça pels bancs europeus prové del sector tecnològic, on han aparegut empreses que ofereixen els mateixos serveis que un banc tradicional a través d'internet. Gràcies a no tenir ni oficines físiques ni a tants treballadors en plantilla són capaços de ser molt competitius pel que fa a costos i comissions. No obstant això, encara han de superar el gran repte de la desconfiança que genera la seva recent creació.

Aquests materials han estat proporcionats per Hanway Capital S.L. (Hanway Capital) i no constitueixen, en cap cas, cap assessorament d'inversions ni comercialització i promoció de cap fons. El propòsit d'aquests materials és únicament proporcionar una visió i actualització macroeconòmica general dels mercats financers. A més, aquests materials no es poden divulgar, en la seva totalitat o en part, o resumits o esmentats de qualsevol manera, excepte si és acordat amb Hanway Capital per escrit. Cap part d'aquests materials pot ser utilitzada o reproduïda ni citada de cap manera per la premsa. La informació utilitzada en la preparació d'aquests materials es va obtenir de fonts públiques. Hanway Capital no es fa responsable que la verificació independent d'aquesta informació sigui completa i precisa en tots els materials. En la mesura que aquesta informació inclogui estimacions i previsions del rendiment financer futur, hem assumit que representen estimacions raonables. Cap contingut del document hauria de ser considerat com a assessorament fiscal, comptable o legal.

S'aconsella als lectors d'aquests materials que qualsevol debat, recomanació o altre esment de qualsevol actiu no és una sol·licitud o oferta per operar amb aquests actius. Aquest document només proporciona informació general, i ni la informació ni cap opinió expressada constitueixen una oferta o invitació per fer una oferta, per comprar o vendre cap tipus d'actius o altres instruments financers o derivats relacionats amb aquests valors o instruments (per exemple, opcions, futurs, warrants i contractes per diferències). Aquest document no pretén proporcionar assessorament d'inversió personal i no té en compte els objectius específics d'inversió, la situació financera i les necessitats particulars de, ni es dirigeix a, cap persona o persones específiques. Els inversors han de buscar assessorament financer sobre la conveniència d'invertir en instruments financers i implementar estratègies d'inversió que es tracten en aquest document i comprendre que les perspectives de futur no tenen per què materialitzar-se. Les inversions en general i, en particular, els derivats impliquen nombrosos riscos, entre d'altres, el risc de mercat, el risc per defecte de contrapartida i el risc de liquiditat. Cap garantia, instrument financer o derivat és adequat per a tots els inversors. En alguns casos, els títols i altres instruments financers poden ser difícils de valorar o vendre i és difícil obtenir informació fiable sobre el valor o els riscos relacionats amb l'actiu o l'instrument financer. Els inversors haurien de tenir en compte que els ingressos d'aquests valors i altres instruments financers, si escau, poden fluctuar i el preu o valor d'aquests valors i instruments pot augmentar o baixar i, en alguns casos, els inversors poden perdre la totalitat de la inversió principal. El rendiment anterior no és necessàriament una referència per al rendiment futur.

Aquesta informació pot contenir referències o enllaços a llocs web de tercers. Hanway Capital no es fa responsable del contingut d'un lloc web de tercers o de qualsevol contingut enllaçat en un lloc web de tercers. El contingut en aquests llocs web de tercers no forma part d'aquesta informació i no està incorporat com a referència. La inclusió d'un enllaç no implica cap aval per part de Hanway Capital. L'accés a qualsevol lloc web de tercers correrà sota el seu propi risc i sempre ha de revisar les condicions i les polítiques de privacitat als llocs web de tercers abans d'enviar-los informació personal. Hanway Capital no es fa responsable de les condicions i polítiques de privacitat de tercers i renuncia expressament a qualsevol responsabilitat per ells.



Carrer Balmes 188
08006 Barcelona
+34 93 152 10 28