

La única manera de mantener la rentabilidad del negocio es mediante la mejora de la eficiencia operativa del mismo: esto es, mediante la reducción de los costes.

SITUACIÓN ACTUAL Y TENDENCIAS DE LA INDUSTRIA BANCARIA MUNDIAL: APALANCAMIENTO Y RENTABILIDAD

La crisis financiera mundial que se inició en 2007, y todavía continúa, está marcando un antes y un después para la industria bancaria mundial. Hasta ese momento el apalancamiento fue el medio para aumentar la rentabilidad de los recursos propios de sus accionistas. El aumento de la regulación y de los costes de financiación, entre otros factores, están provocando una reducción estructural de los RoEs del sector financiero, obligando a sus equipos gestores a buscar la rentabilidad de sus accionistas mediante la mejora de la eficiencia del negocio en detrimento del apalancamiento de sus balances. El análisis realizado en este artículo de los datos agregados de 22 grandes bancos universales mundiales, entre los que figuran dos españoles, revela el profundo cambio que esta sufriendo la actividad bancaria y anticipa las tendencias de futuro en un sector cuyas principales entidades tienen un peso importante en las bolsas mundiales y especialmente en la Bolsa española.





UNAI ERASO
Master in Economics and Finance.
Universidad de Navarra.



IBAI URRA
Titulado CEMFI (Centro de Estudios
Monetarios y Financieros).

Nota: La opinión de los autores no representa la de las entidades para las que trabajan

“**C**ogemos un dólar, le inyectamos esteroides y a eso lo llamamos apalancamiento”. Esa frase utilizada por Gordon Gekko en la segunda parte de la película Wall Street podría ser una buena metáfora para definir las prácticas bancarias que precedieron a la crisis financiera. Y es que, si hay algún sector que se caracteriza por un elevado nivel de apalancamiento, ese es el sector financiero. Pero, ¿cuál es la causa del elevado apalancamiento de este sector?

CARACTERÍSTICAS GENERALES DEL SECTOR FINANCIERO

Baja rentabilidad sobre los activos

El negocio bancario es un negocio con una baja rentabilidad sobre los activos (en adelante RoA⁽¹⁾, del inglés Return on Assets). Mientras que grandes corporaciones multinacionales de sectores no financieros

como Apple, Iberdrola o Telefónica obtuvieron en el ejercicio 2010 un RoA del 19%, 3% y 8%, respectivamente, el RoA de grandes bancos globales como BNP Paribas, Santander, HSBC o Goldman Sachs no llegó ni siquiera a alcanzar el 1%, siendo estos del 0,4%, 0,7%, 0,5% y 0,8%, respectivamente (ver **gráfico 1**). Con una rentabilidad del activo tan baja, los equipos gestores de las entidades financieras se ven obligados a buscar distintos medios para poder ofrecer una rentabilidad a sus accionistas que supere al coste de los recursos propios, el cual se situó en torno al 12% el año pasado⁽²⁾.

En este sentido, uno de los recursos más utilizados por los equipos gestores de las entidades financieras en la última década para mejorar la rentabilidad de los accionistas ha sido la de apostar por el apalancamiento. Una estructura de balance con un elevado nivel de apalancamiento actúa como efecto multiplicador (efecto palanca) sobre la rentabilidad de los activos. Pero, ¿cómo se consigue este efecto? Podemos ver el efecto que tiene el apalancamiento sobre la rentabilidad de los recursos propios de los accionistas (en adelante RoE, del inglés Return on Equity) mediante una simple descomposición del RoE:

$$\text{RoE}^{(3)} = (\text{Beneficio Neto/Activo Total}) \times (\text{Activo Total/Fondos Propios}) = \text{RoA} \times \text{Apalancamiento}$$

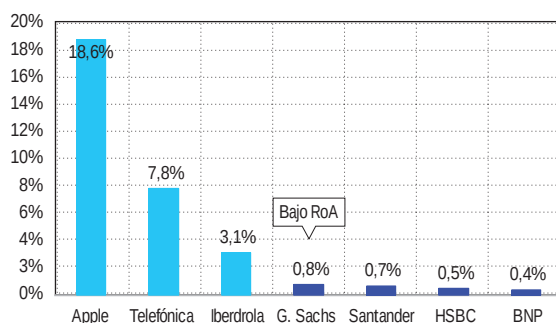
El primero de los términos de la ecuación (RoA) podría aproximarse como una medida

de la habilidad del management a la hora de obtener una elevada rentabilidad sobre los activos que están bajo su gestión. El segundo de los términos (apalancamiento) podría ser considerado, en alguna medida, una apuesta de los gestores que multiplica los beneficios si la coyuntura acompaña pero, en caso contrario, reduciría enormemente los mismos o llevaría incluso a grandes pérdidas.

Elevado apalancamiento como mecanismo par a aumentar el RoE

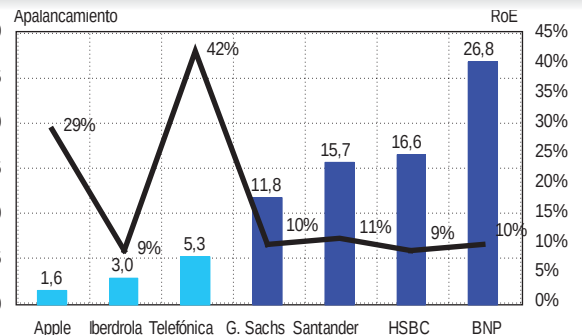
Anteriormente hemos visto cómo el sector financiero obtiene unos RoAs muy bajos en comparación con otros sectores. Pero, ¿cuál es la rentabilidad sobre los fondos propios que obtiene en relación con otros sectores? Retomando el ejemplo anterior, en 2010, Apple, Iberdrola y Telefónica obtuvieron unos RoEs⁽³⁾ del 29%, 9% y 42% respectivamente, mientras que BNP Paribas, Santander, HSBC y Goldman Sachs obtuvieron unos RoEs⁽³⁾ del 10%, 11%, 9% y 10%, respectivamente (ver **gráfico 2**). Esta reducción del gap entre el sector financiero frente al resto se debe en exclusiva al apalancamiento: mientras que en 2010 Apple, Iberdrola y Telefónica, por cada euro invertido por parte de sus accionistas tenían 1,6, 3 y 5,3 euros de Activo Total en sus Balances, BNP Paribas, Santander, HSBC y Goldman Sachs por cada euro invertido por parte de sus accionistas tenían 27, 16, 17 y 12 euros de Activo Total en su Balance, o lo que es lo mismo: el sector

► **Gráfico 1.**
RETURN ON ASSETS (% , 2010)



FUENTE: INFORMES ANUALES DE LAS COMPAÑÍAS

► **Gráfico 2.**
APALANCAMIENTO (# VECES) Y ROE (%) EN 2010

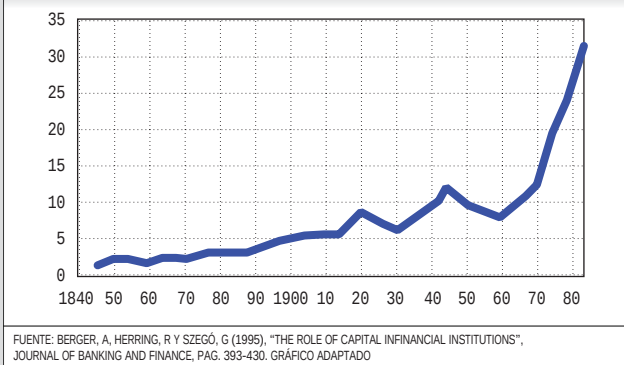


FUENTE: INFORMES ANUALES DE LAS COMPAÑÍAS

NOTAS

- (1) Estimación del RoA como Beneficio Neto / Activo Total
- (2) The state of global banking – in search of a sustainable model. McKinsey&Company. Septiembre de 2011
- (3) Estimación del RoE según metodología DuPont

► **Gráfico 3. APALANCAMIENTO DE LOS BANKOS COMERCIALES EN EEUU (ACTIVO TOTAL/FONDOS PROPIOS, %)**



financiero apalanca mucho más que el resto de sectores su estructura de Balance.

Creciente apalancamiento hasta el estallido de la crisis

Los niveles de apalancamiento que mostraban en el ejercicio 2010 los bancos anteriormente señalados parecen elevados. Sin embargo, ¿ha sido así siempre? La respuesta es no.

A mediados del siglo XIX el apalancamiento del sector financiero en EEUU era similar al que tiene Apple en la actualidad: cada euro invertido por parte de los accionistas soportaba alrededor de 2 euros de Activo Total del Balance de los bancos comerciales de EEUU. Ese ratio fue aumentándose progresivamente alcanzando niveles superiores a 30 (ver **gráfico 3**) hasta principios de los años '90 del siglo XX, cuando se comenzaron a implementar los requerimientos de capital de Basilea (basados en tipología de riesgos asociados a los distintos tipos de activos).

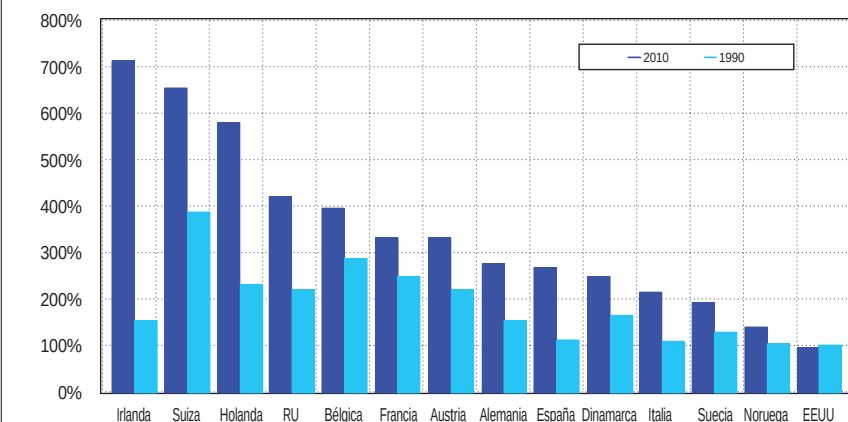
A partir de esa época, los distintos procesos de apertura y liberalización económica que tuvieron lugar de manera simultánea a escala global (i.e., el fenómeno de la Globalización), entre otros factores, condujeron a un entorno en el que la competencia en el sector financiero aumentó de manera significativa al mismo tiempo que aumentaba la rentabilidad que exigían los accionistas sobre el capital que invertían. Este hecho, unido a la drástica y prolongada reducción de los tipos de interés a escala global como consecuencia de los atentados del 11-S y posterior crisis económica y financiera, provocó una reducción de la rentabilidad sobre los activos del sector financiero.

En este entorno, los equipos gestores de las entidades financieras que se veían incapaces de alcanzar unos niveles de rentabilidad sobre los activos necesarios para cubrir los niveles de RoE que les exigían sus accionistas, comenzaron a apostar por el aumento del tamaño de sus entidades de cara a ganar cuota de mercado, lo que provocó un fuerte crecimiento del peso de los activos bancarios sobre el PIB en las principales economías desarrolladas (ver **gráfico 4**).

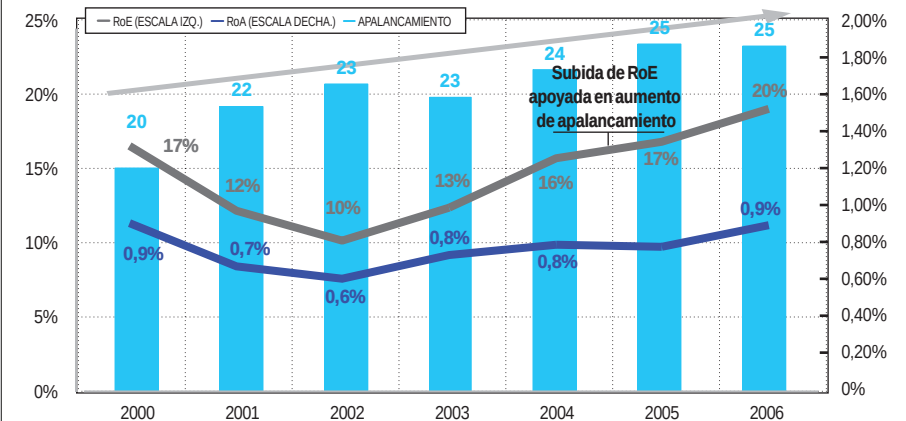
Al aumento del tamaño de las entidades se le unió el aumento del apalancamiento como medio para aumentar la rentabilidad sobre los recursos propios (ver **gráfico 5**).

Estas prácticas fueron, poco a poco, siendo replicadas por el resto de gestores de las

► **Gráfico 4. PESO DE LOS ACTIVOS BANCARIOS SOBRE EL PIB (%)**



► **Gráfico 5. APALANCAMIENTO (NÚM. VECES) , ROA (%) Y ROE (%) DE LOS PRINCIPALES BANKOS UNIVERSALES***



entidades bancarias con el beneplácito de sus Consejos de Administración. Adicionalmente, la postura de los reguladores y dirigentes de los principales Bancos Centrales mundiales contribuyeron a este hecho otorgando muchas facilidades para la consecución de liquidez, a la vez que sometían a una escasa supervisión y presión regulatoria al sector durante uno de los ciclos más expansivos de las últimas décadas. Algunas prácticas bancarias fueron incluso aplaudidas desde las más elevadas instancias de las principales instituciones gubernamentales: Alan Greenspan, antiguo dirigente de la Reserva Federal de EEUU, llegó a calificar como “creatividad financiera” la creación de estructuras como los CDO² (i.e., CDO al cuadrado; Collateralized Debt Obligation), productos estructurados que hoy, unos años después de ser calificados como activos creativos, son popularmente conocidos como activos tóxicos.

Elevada exposición a los ciclos económicos

En un entorno de bonanza económica, un elevado apalancamiento puede compensar en cierta medida un bajo nivel de rentabilidad de los activos: se puede obtener el mismo nivel de RoE mediante un elevado RoA y un bajo Apalancamiento (efecto “gestión”) que mediante un bajo RoA y un elevado Apalancamiento (efecto “apuesta”).

En 2002, a pesar de que HSBC, Santander y UBS obtuvieron unos niveles de RoE⁽³⁾ similares (cerca del 12%), la forma en la que lograron obtener estos niveles de rentabilidad fue muy distinta: mientras que HSBC y Santander consiguieron obtener unos niveles de RoA del 0,9% y del 0,7%, respectivamente, UBS tan sólo consiguió obtener unos niveles de RoA del 0,4%. Sin embargo, la estructura de Balance de UBS, mucho más apalancada que la de HSBC o Santander, le permitió conseguir unos niveles de RoE superiores (14% vs. 11% HSBC y 12% Santander) (ver **gráfico 6**).

Un mayor nivel de apalancamiento permite, además de amplificar el retorno sobre los fondos propios de los accionistas, reducir los costes de financiación, debido a los menores costes de financiación de la Deuda en rela-

ción a los Fondos Propios (menor WACC⁽⁴⁾). Sin embargo, no todo son ventajas.

El efecto multiplicador que produce el apalancamiento sobre el RoA para aumentar el RoE en época de bonanza tiene su réplica en los ciclos adversos. Así, el elevado apalancamiento que fue un buen aliado de UBS a la hora de obtener unos niveles de RoE similares a HSBC y Santander en 2002 (a pesar de tener unos niveles de RoA muy inferiores), resultó

ser un duro contratiempo cuando estábamos ya inmersos en la crisis financiera. UBS sufrió en 2009 pérdidas de ~17 Bn €, el equivalente a un -1,3% de RoA y un -41% de RoE, y el Banco Central suizo tuvo que intervenir para evitar que UBS sufriese un mal mayor. Como si de un Casino se tratase, habiendo apostado fuertemente al negro mediante el apalancamiento, algunas entidades financieras terminaron en números rojos (ver **gráfico 7**).

Gráfico 6. APALANCAMIENTO (NÚM. VECES), ROA (%) Y ROE (%) DE LOS PRINCIPALES BANCOS UNIVERSALES* (AÑO 2002)

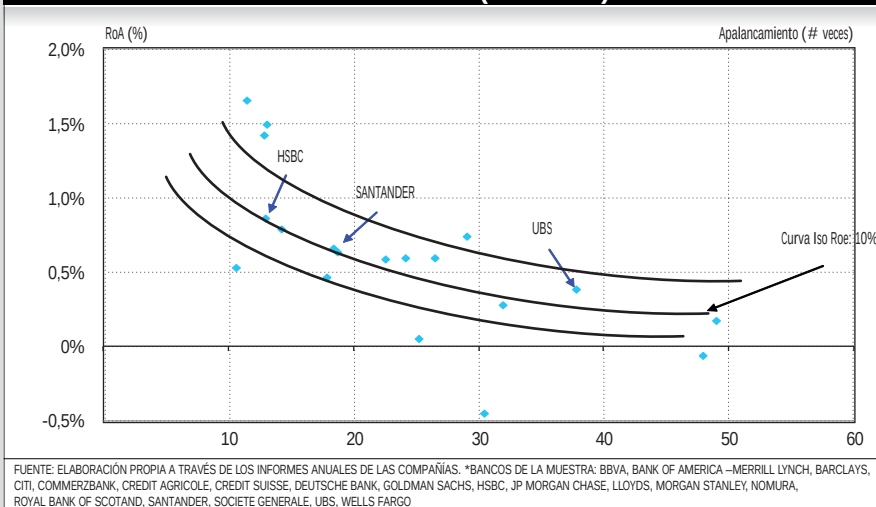
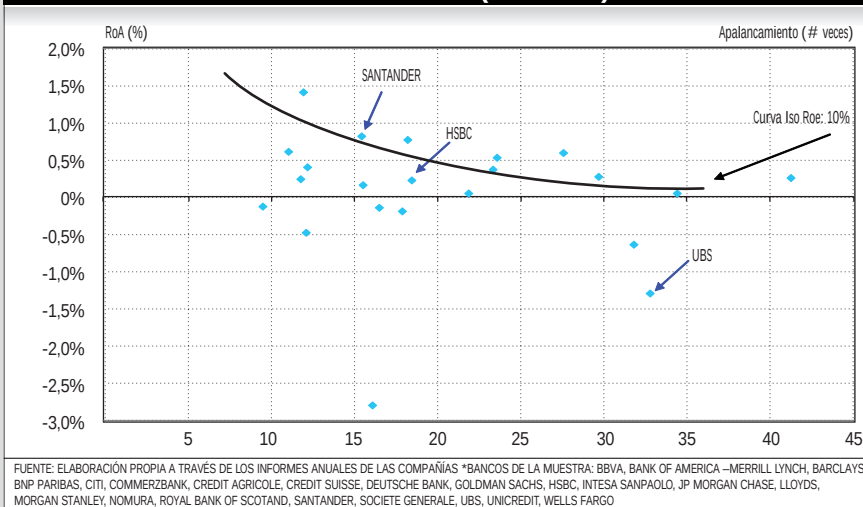


Gráfico 7. APALANCAMIENTO (NÚM. VECES), ROA (%) Y ROE (%) DE LOS PRINCIPALES BANCOS UNIVERSALES* (AÑO 2009)



NOTAS

(4) WACC: Weighted Average Cost of Capital (Coste Medio Ponderado Capital). La incorporación de Deuda en el Balance reduce el coste del capital apoyado en dos factores:

1. El menor coste asociado a los instrumentos de

Deuda.

2. La posibilidad de desgravar el coste financiero en los impuestos (Tax Shield).

El WACC se podría aproximar mediante la siguiente expresión:

$$WACC = K_e \times \frac{E}{E+D} + K_d \times (1-t) \times \frac{D}{E+D}$$

K_e : coste de los fondos propios. K_d : coste de la deuda. E : fondos propios. D : deuda. t : tipo impositivo.

LA CRISIS FINANCIERA: PRINCIPALES CAMBIOS PROVOCADOS EN EL SECTOR FINANCIERO

Modelo de Banca de Inversión: el fin de una era

A partir de 2003, una vez asimilado el pinchazo de la burbuja tecnológica de 2000 y los atentados del 11-S, las principales economías mundiales comenzaron a experimentar un fuerte ciclo expansivo apoyado en un entorno de facilidades de liquidez que contribuían al aumento del endeudamiento, el consumo y la inversión con fines especulativos. Desde múltiples instancias a escala global se pregonaba una nueva etapa en la economía mundial, en la que los ciclos económicos habían desaparecido dejando paso a una era de crecimiento económico y bienestar creciente y constante junto con unos niveles de inflación controlada. Entonces llegó el año 2007 y comenzaron a vislumbrarse los primeros efectos de la crisis económico-financiera en la que todavía hoy nos vemos inmersos.

Todo comenzó en EEUU. A principios de 2007 los impagos de hipotecas comenzaron a aumentar mientras que los precios de la vivienda sufrieron la primera caída interanual desde 1996. Tras varios meses de volatilidad e incertidumbre en los mercados, la Reserva Federal

inició el ciclo de bajadas de tipos de interés a mediados de agosto.

Pero si ha habido un año que será recordado especialmente por sus acontecimientos y condiciones extremas de mercado, ese ha sido 2008. El año empezó mal y terminó peor: si en enero de 2008 salió a la luz el fraude cercano a los 5.000 mll. € que causó el trader Jerome Kerviel en las cuentas de Societe Generale, en diciembre de 2008 se descubrió el macrofraude que creó "Bernie" Madoff a través de un esquema Ponzi (sistema piramidal), el cual ascendió a unos 50.000 mll. \$.

En primavera de ese mismo año se dieron las primeras nacionalizaciones y absorciones de bancos, donde Northern Rock fue nacionalizado en Inglaterra y Bear Sterns fue absorbido por JP Morgan.

Hacia otoño de 2008 las malas noticias del sector financiero se multiplicaron, donde los acontecimientos de septiembre de 2008 marcaron un antes y un después en la historia del sector financiero. Freddie Mac y Fannie Mae, dos de las principales garantizadas de hipotecas de EEUU que estaban sponsorizadas por el gobierno estadounidense, fueron rescatadas por el gobierno estadounidense el 7 de septiembre. AIG, la mayor aseguradora de bonos del momento, sufrió el mismo destino al ser nacionalizada por el gobierno estadounidense el 17 de septiembre. Merrill Lynch, uno de los

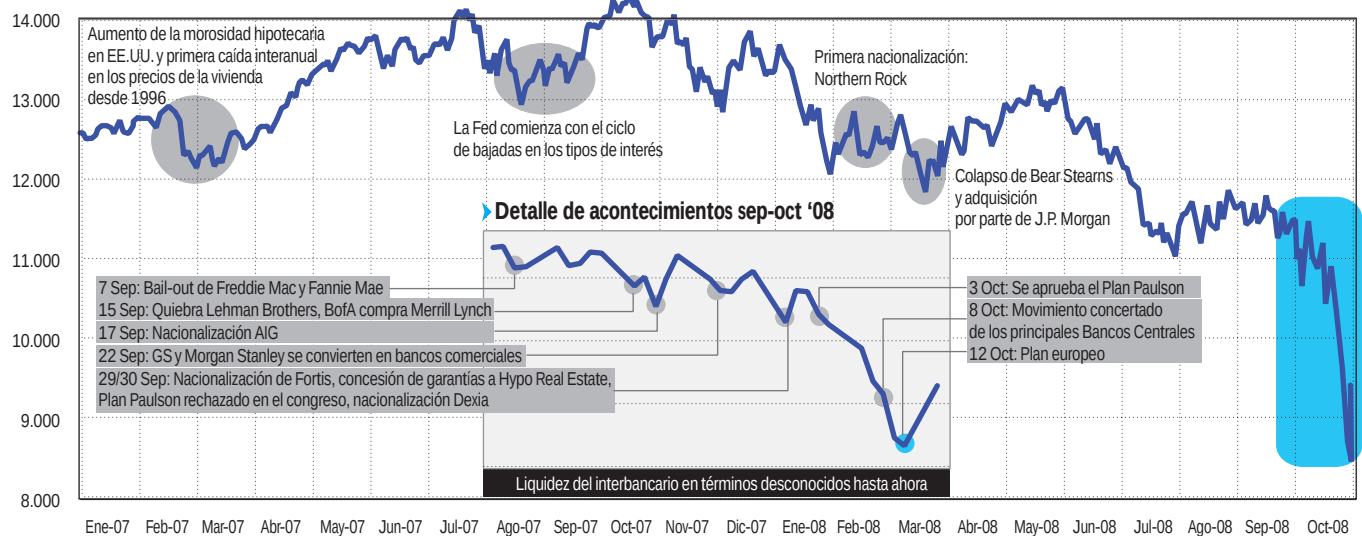
mayores brokers del mundo, fue absorbido por Bank of America a mediados de mes. Pero, si tuviésemos que destacar uno de los acontecimientos no sólo de septiembre de 2008, sino de los últimos años, ese fue la caída de Lehman Brothers.

Lehman Brothers, uno de los mayores bancos de inversión del mundo, tras sufrir fuertes pérdidas en activos inmobiliarios sub-prime y sin capacidad de acudir a los mercados mayoristas en busca de liquidez por los rumores acerca de su situación financiera, se declaró en bancarrota el fin de semana del 15 de septiembre de 2008, provocando la mayor bancarrota de la historia de EEUU y una de las mayores convulsiones que se recuerdan en los mercados financieros. La liquidez del mercado, tan abundante tan sólo unos meses atrás, brillaba por su ausencia. Los distintos indicadores de aversión al riesgo explotaron. El mercado interbancario se secó (ver **gráfico 9**). Nadie se fiaba de nadie.

En este entorno, Morgan Stanley y Goldman Sachs, los dos últimos grandes bancos de inversión globales, tuvieron que reestructurarse y convertirse en bancos comerciales para poder conseguir financiación a través de la ventana de descuento de la Reserva Federal de EEUU ante su incapacidad para conseguir liquidez en los mercados mayoristas. Este hecho es muy significativo, ya que, con la conversión de Goldman Sachs y Morgan Stanley

Gráfico 8.
PRINCIPALES ACONTECIMIENTOS DE LOS PRIMEROS MESES DE LA CRISIS

► EVOLUCIÓN DEL DOW JONES INDUSTRIAL AVERAGE (ENE/07 – OCT/08)



FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA

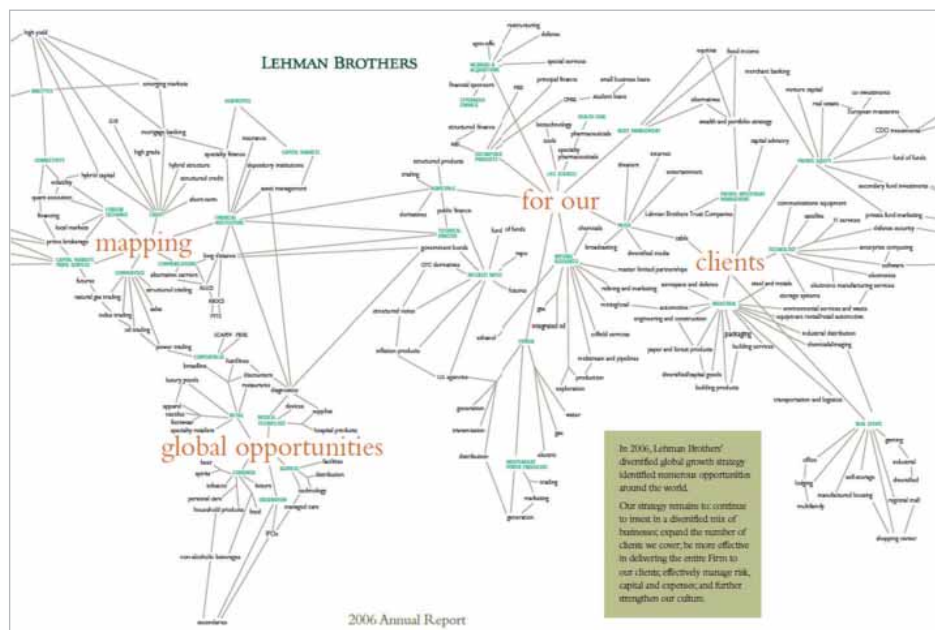
El elevado apalancamiento que fue un buen aliado de UBS a la hora de obtener unos niveles de RoE similares a HSBC y Santander en 2002, resultó ser un duro contratiempo cuando estábamos ya inmersos en la crisis financiera. UBS sufrió en 2009 pérdidas de ~17 Bn €, el equivalente a un -1,3% de RoA y un -41% de RoE y el Banco Central suizo tuvo que intervenir.

en bancos comerciales, finalizó el modelo de negocio de banca de inversión puro, el cual se desarrolla actualmente bajo la estructura de banca universal.

Bancos sistémicos

Un simple vistazo a la portada del informe anual del ejercicio 2006 de Lehman Brothers podría servir para entender por qué su caída provocó semejante shock en los mercados financieros a escala global.

La globalización trajo consigo un mundo más pequeño. Un mundo en el que las oportunidades de negocio que surgían en cualquier punto del planeta podían ser aprovechadas.



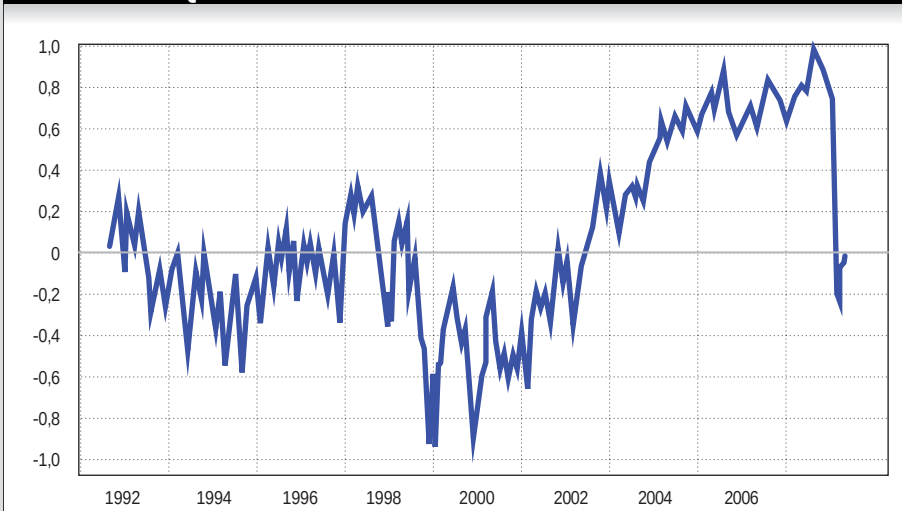
Pero, análogamente, trajo un mundo más interconectado; un mundo en el que cualquier suceso acontecido en cualquier parte del mundo podía tener consecuencias en el extremo opuesto del planeta; un mundo en el que la caída de una ficha de dominó llamada Lehman podría provocar una reacción en cadena que se llevase por delante el resto de las fichas de dominó que completaban el sector financiero global, cuya caída provocaría el colapso del

resto de sectores y del mundo tal y como lo conocemos en la actualidad.

Adicionalmente, si Lehman, que en el momento de su colapso tenía unos activos totales de ~440.000 Millones de EUR (~5% del PIB de EEUU⁽⁵⁾ en 2008) provocó una tormenta prácticamente sin precedentes en la historia de los mercados financieros, ¿qué hubiera ocurrido en el caso de que hubiesen quebrado Citi o JP Morgan, con activos totales de 1,3 Billones de EUR (~15% del PIB de EEUU en 2008) y 1,5 Billones de EUR respectivamente (~17% del PIB de EEUU en 2008)? Cualquier banco de estas características, cuya caída podría provocar consecuencias catastróficas para el sistema financiero, entra dentro de la categoría de banco sistémico.

JP Morgan, Citi y Bank of America-Merrill Lynch, los tres bancos más grandes de EEUU, son claros ejemplos de bancos sistémicos. Según datos del FDIC⁽⁶⁾, los activos totales de estos tres bancos ascendían en 2010, en agregado, a 6,3 Billones de USD: el equivalente al 48% del PIB de EEUU de 2010. Nueve años atrás, los activos totales de estos tres bancos ascendían, en agregado, a 2,4 Billones de USD: el equivalente al 21% del PIB de EEUU de 2001. En el periodo 2001-2010, mientras que el PIB de EEUU creció a una tasa anual del 1,6%, los activos totales de los tres principales bancos de

Gráfico 9. ÍNDICE DE LIQUIDEZ DEL MERCADO DEL BANCO DE INGLATERRA



NOTAS

(5) Fuente: FMI. (6) Federal Deposit Insurance Corporation



La conclusión general que se puede extraer de esta oleada de reformas regulatorias es que el negocio bancario va a verse impactado negativamente, siendo este impacto más severo en negocios tradicionalmente asociados a la banca de inversión (*proprietary trading*, titulizaciones exóticas, crédito estructurado, etc) y en negocios que conlleven un compromiso de balance a largo plazo por parte de las entidades financieras.

EEUU crecieron a una tasa anual del 11,5%. ¿A qué se debe ese fuerte crecimiento del tamaño de los bancos en EEUU? Algunas voces apuntan hacia los bajos niveles de los tipos de interés como causa del fuerte crecimiento del activo del sector bancario en EEUU. Otras, al fuerte crecimiento del negocio de las hipotecas sub-prime, que pasaron de representar un 5% de los préstamos hipotecarios de EEUU en 1999 a más de un 20% en el año 2006 (ver gráfico 10).

Pero entre las causas que podrían asociarse al fuerte proceso de concentración bancaria y al aumento del tamaño de las entidades financieras en EEUU en el s. XXI, destaca la derogación de la ley Glass-Steagall (Banking Act of 1933).

Ley Glass-Steagall: consecuencias de su derogación

En enero de 1933, el sector bancario estadounidense sufrió un profundo *run* (retirada masiva de depósitos de los bancos por parte de los clientes a consecuencia de su desconfianza sobre la solvencia de los bancos; exactamente la misma causa que provocó la nacionaliza-

ción de Northern Rock por parte del Gobierno de Inglaterra a principios de 2008), llevando a muchos bancos a la quiebra.

En este entorno se creó la ley Glass-Steagall, cuyos objetivos principales eran restaurar la confianza de los clientes sobre la seguridad del dinero que tenían depositado en los bancos y evitar que los bancos pudiesen especular con el capital de sus clientes. Los mecanismos que introdujo la ley para tal efecto fueron la creación del FDIC⁽⁷⁾, el equivalente al Fondo de Garantía de Depósitos español, y la separación de los bancos por tipología de negocio: esto es, la separa-

ción de los bancos comerciales de los bancos de inversión. Esta última medida contribuyó, entre otros factores, a la limitación del tamaño de las entidades financieras estadounidenses.

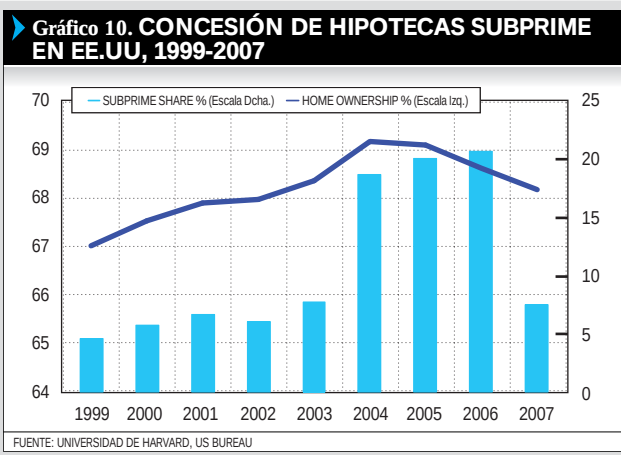
La ley Glass-Steagall fue derogada el 12 de noviembre de 1999. A partir de ese momento, gigantes del sector bancario como Citi, el mayor banco comercial por activos de EEUU de la época, pudieron, entre otras cosas, adquirir entidades financieras que desarrollasen negocios de banca de inversión; desarrollar orgánicamente el negocio de banca de inversión; desarrollar el negocio de originación y trading de instrumentos financieros estructurados como MBSs (Mortgage Backed Securities) y CDOs (Collateralized Debt Obligation) y crear sociedades SIVs (Structured Investment Vehicle) que comprasen dichos instrumentos.

A partir de la derogación de la Ley Glass-Steagall, EEUU vivió un fuerte proceso de reestructuración y transformación en el sector financiero. Desde 1999 hasta 2010, el PIB de EEUU creció a una tasa anual del 1,8%, mientras que los activos totales del sector financiero de EEUU crecieron a tasas del 6% y el número de entidades financieras se redujo un 3% anualmente. Asimismo, en ese mismo periodo, las posiciones en derivados en manos de las entidades financieras estadounidenses crecieron a un ritmo anual del 19%, haciendo que pasasen de representar 3 veces el PIB de EEUU en 1999 a representar 18 veces el PIB de EEUU en 2010⁽⁹⁾.

Elizabeth Warren, una de los cinco expertos independientes que supervisaron el programa TARP⁽⁸⁾ en EEUU, identificó la derogación de la ley Glass-Steagall como uno de los principales factores que contribuyeron a la crisis financiera global en la que estamos inmersos en la actualidad⁽⁹⁾.

El aumento de la regulación y su impacto en el negocio bancario

Al igual que Elizabeth Warren, ha habido muchas voces que se han alzado en contra de la escasa regulación del sector financiero exigiendo que se aumente la presión regulatoria sobre un sector que ha recibido desde el inicio de la crisis cuantiosas sumas de dinero de los contribuyentes. En



NOTAS

(7) Fuente: FMI y FDIC. (8) Troubled Asset Relieve Program. (9) Fuente: <http://www.thedailyshow.com/watch/wed-april-15-2009/elizabeth-warren-pt-2>

este sentido, los principales órganos reguladores nacionales y mundiales están trabajando en la definición de las nuevas reglas de juego que tendrán que asumir las entidades financieras, donde los esfuerzos de los reguladores se centrarán en la mejora de la solvencia y la liquidez de las entidades financieras y en la reducción del riesgo sistémico, principalmente.

En materia de solvencia y liquidez se están desarrollando multitud de reformas regulatorias, cuyo denominador común es Basilea III. Sin entrar en demasiado grado de detalle, Basilea III, mediante la reducción del tamaño de las entidades bancarias y de su apalancamiento, la implantación de un sistema de provisiones anticíclicas (similares a las provisiones genéricas del sistema bancario español), cargos adicionales de capital impuestos a las entidades sistémicas, el establecimiento de ratios de financiación estables y la mejora de la calidad de los instrumentos aceptados como capital (fondos propios y reservas, principalmente), tratará de mejorar la solvencia y liquidez de las entidades financieras de tal forma que éstas estén en mejor disposición de absorber potenciales pérdidas y así minimizar el riesgo de futuras crisis financieras.

En cuanto a la reducción del riesgo sistémico, podríamos destacar, entre otras iniciativas regulatorias, la penalización en consumos de capital de determinados negocios, la separación de los negocios de banca de inversión y *proprietary trading* (i.e., negociación por cuenta propia en mercados de valores) por parte de entidades que tomen depósitos (retorno de la ley Glass-Steagall), y la utilización de Cámaras de Compensación para los derivados OTC emitidos y negociados fuera de los mercados organizados para reducir el riesgo de contrapartida.

En un entorno como el actual en el que se espera que los ingresos de la industria se vean reducidos y que los costes de financiación aumenten, la única manera de mantener la rentabilidad del negocio es mediante la mejora de la eficiencia operativa del mismo: esto es, mediante la reducción de los costes. Este objetivo se ha conseguido históricamente mediante dos palancas: reducción de plantilla y operaciones de fusiones y adquisiciones.

Independientemente de la naturaleza de la regulación, la conclusión general que se puede extraer de esta oleada de reformas regulatorias es que el negocio bancario va a verse impactado negativamente, siendo este impacto más severo en negocios tradicionalmente asociados a la banca de inversión (*proprietary trading*, titulizaciones exóticas, crédito estructurado, etc) y en negocios que conlleven un compromiso de balance a largo plazo por parte de las entidades financieras (Project Finance, LBOs, etc).

Adicionalmente, los costes de financiación aumentarán como consecuencia de la implantación de ratios de financiación estable, la competencia por la captación de recursos de clientes (guerras de depósitos) y el aumento de los CDS de los bancos, entre otros factores (ver gráfico 11).

Por último, la rentabilidad del negocio

bancario se reducirá significativamente como consecuencia del aumento del capital de máxima calidad requerido por los reguladores, el cual consistirá principalmente de fondos propios y reservas, lo que aumentará, tal y como hemos visto antes, la base del cálculo del RoE vía aumento de Recursos Propios o *Equity* (ver fórmula del RoE expresada anteriormente).

UN FUTURO COMPLEJO

En un entorno de aumento de los costes de financiación y de la presión regulatoria, los equipos gestores de las entidades financieras se enfrentan a un futuro complejo en el que van a tener que reducir el apalancamiento de las entidades que dirigen a la vez que buscan vías de mejorar la eficiencia de sus estructuras operativas como medio de aumentar la rentabilidad de su negocio.

Reducción del apalancamiento

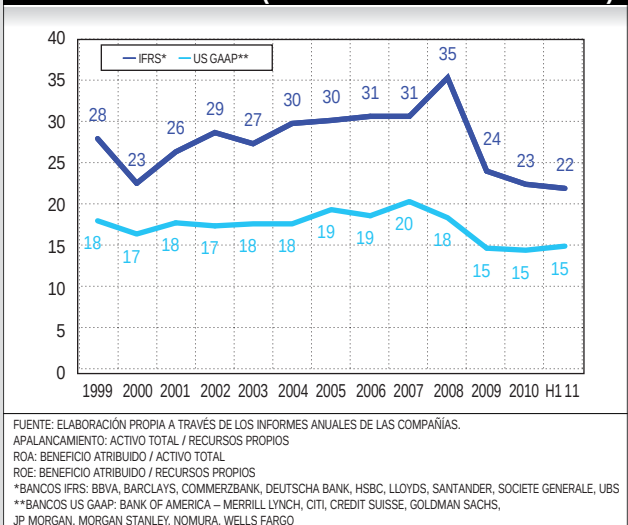
Tal y como hemos comentado con anterioridad, el aumento de la presión regulatoria afectará especialmente a los negocios de toma de riesgo de mercado y a los negocios donde los bancos tengan que comprometer recursos de balance a largo plazo. En este entorno, los equipos gestores de las entidades financieras se están centrando en hacer que sus negocios sean más eficientes en términos de capital, donde la desintermediación y la desinversión de los negocios con un mayor consumo de capital asociado están a la orden del día.

El proceso de desapalancamiento genera-

► Gráfico 11. CDS A 5 AÑOS DEL SECTOR FINANCIERO (PB.) ÍNDICE SNRFIN CDSI S14 5Y CORP



► Gráfico 12. APALANCAMIENTO DE LOS PRINCIPALES BANCOS UNIVERSALES (ACTIVO TOTAL / FONDOS PROPIOS)



lizado del sector financiero es ya una realidad a día de hoy. En EEUU comenzó en el primer año de la crisis, 2007, mientras que en Europa el proceso se demoró hasta el año siguiente. No obstante, la tendencia es clara a los dos lados del Atlántico: el apalancamiento del sector se está reduciendo considerablemente desde el inicio de la crisis, y los comunicados realizados por los equipos gestores de las principales entidades financieras a escala global indican que este proceso va a continuar en los próximos años (ver **gráfico 12**).

Retomando la descomposición del RoE podemos comprobar las consecuencias que el proceso de desapalancamiento tendrá en la rentabilidad del sector:

$$\text{RoE} = \text{RoA} \times \text{Apalancamiento}$$

Manteniendo la rentabilidad de los activos estable, una reducción del apalancamiento tiene una implicación directa en la reducción del RoE. En este entorno, ¿qué pueden hacer los equipos gestores de las entidades financieras para conseguir aumentar la rentabilidad de los recursos propios de sus accionistas? La respuesta radica en la mejora de la rentabilidad del activo de sus entidades.

Mejora de la eficiencia como palanca de la mejora de la rentabilidad

Tras el fuerte batacazo de 2008 y la leve recuperación de 2009, la industria financiera bancaria sufrió un fuerte aumento en sus niveles de beneficios en 2010. No obstante, esta recuperación de la rentabilidad estuvo basada en factores no operativos, donde el principal driver de la recuperación fue la fuerte reducción de las provisiones (ver **gráfico 13**).

La recuperación de la rentabilidad del sec-



tor financiero en 2010 tuvo un origen no recurrente. Así, el management de las entidades financieras va a tener que buscar otras vías para proporcionar unos niveles de rentabilidad aceptables y recurrentes a sus accionistas. En un entorno como el actual en el que se espera que los ingresos de la industria se vean reducidos y que los costes de financiación aumenten, la única manera de mantener la rentabilidad del negocio es mediante la mejora de la eficiencia operativa del mismo: esto es, mediante la reducción de los costes. Este objetivo se ha conseguido históricamente mediante dos palancas: reducción de plantilla y operaciones de fusiones y adquisiciones.

En cuanto a la reducción de plantilla se refiere, varios han sido ya los bancos que han anunciado algún tipo de recorte para adaptar su estructura operativa al nuevo entorno de mercado, donde destacan los recortes anun-

ciados por HSBC, Lloyds y Bank of America-Merrill Lynch, los cuales, en agregado, van a provocar recortes cercanos a 50.000 puestos de trabajo (ver **gráfico 14**).

Por lo que a las operaciones de fusiones y adquisiciones respecta, ésta puede ser una palanca muy potente a la hora de reducir costes, especialmente en los casos en los que la entidad adquirente ya esté en unos niveles de eficiencia operativa elevados.

En este marco mundial de reestructuración de la actividad bancaria, España está viviendo en la actualidad un

fuerte proceso de cambio del sector que está sirviendo tanto para la reestructuración de las entidades como para la recapitalización de las mismas. Las entidades pequeñas y medianas están siendo protagonistas en esta fase.

No es descartable que estemos a las puertas de un proceso mayor de reestructuración del sector no sólo a nivel regional y en entidades medianas, sino a escala global y entre entidades relevantes. España no quedaría al margen de este proceso.

En suma, en un entorno de desapalancamiento generalizado del sector, aumento de los costes de financiación y aumento de la presión regulatoria, el éxito que tengan los equipos gestores de las entidades financieras a la hora de sacar el máximo rendimiento de sus franquicias determinará en gran medida la rentabilidad de los fondos propios que los accionistas inviertan en el sector. 📌

