



A las dudas sobre la propia actividad de los bancos se suman unas exigencias de capital que empiezan a revelarse como excesivas.

Y ahora, la banca (de nuevo)

Persiste la volatilidad en los mercados financieros asociada a la persistencia de diversos factores de riesgo sistémico como China y el precio del petróleo a los que se les ha sumado uno nuevo: las dudas sobre la rentabilidad / solvencia de las entidades financieras, más concretamente las europeas. Y es que en un contexto en el que todo apunta a que la curva de tipos de interés del euro va a profundizar en terreno negativo en su tramo corto y en cotas mínimas en el largo, será especialmente complejo para las entidades financieras ganar dinero. Y, desde luego, rentabilizar a una tasa razonable el capital invertido por los accionistas (el denominado ROE). Porque a las dudas sobre la propia actividad de los bancos se suman unas exigencias de capital que empiezan a revelarse como excesivas. En definitiva, entendemos que las incertidumbres que se han generado en tornos a los bancos no están tan vinculadas a que puedan tener activos tóxicos en sus balances y/o alguna pérdida asociada a apuestas fallidas, sino a aspectos más estructurales.

El temor es que la rentabilidad futura de un pilar básico de la economía europea sea insuficiente como para mantener su actual dimensión y que, por

lo tanto, sea necesaria una reestructuración a nivel europeo. Su diseño y puesta en práctica se dilataría meses, en un periodo en el que la actividad económica se vería deteriorada ante el todavía insuficiente desarrollo de canales de financiación alternativo al bancario.

Son múltiples las formas para medir las expectativas del mercado sobre la futura rentabilidad del accionista. Una de las que más me gusta es el *price to book* - P/B, esto es, la relación entre la capitalización de una compañía (*price*) y su valor neto contable (o valor en libros: *book*). La evidencia nos dice que con tasas de ROE del 15% (que son la media histórica de las compañías cotizadas) los inversores están dispuestos a pagar un P/B de 2 veces (también aquí, esta cifra es una media histórica). Si las compañías consiguen un ROE del 20%, entonces el multiplicador que se aplica llega hasta las 4 veces. En sentido contrario, el mercado solo paga los fondos propios ($P/B = 1$) por empresas cotizadas cuyo ROE sea del 10%. Por último, si la rentabilidad para el accionista es inferior a esta cota, entonces el valor en Bolsa es inferior al de su valor neto contable. Esto es lo que le sucede en la actualidad a la banca: su ROE es del orden del 7% y de ahí que el P/B sea de

DAVID CANO es socio de Afi y asesor principal de Españaeto Gestión Global.
E-mail: dcano@afi.es

TESORERÍA EMPRESAS



SI SU EMPRESA FUNCIONA COMO UN RELOJ, OBTENGA MÁS RENDIMIENTO

RENTABILIDAD PARA SUS PUNTAS DE TESORERÍA CON DISPONIBILIDAD INMEDIATA

No pague ni un céntimo cuando se trata de estarle pagando a sus proveedores. Descuentos en facturas de inversión a corto plazo de 1, 30 días y apertura para nuevos de financiación con total seguridad y disponibilidad

DEPÓSITO ÁGIL

- Desde solo 6.000,00 €
- Usted elige y dispone de plazos de inversión entre 1 y 30 días
- 100% del capital invertido garantizado
- Sin comisión de cancelación
- Con tipos de interés muy atractivos, variables en función del plazo

UNIFOND DINERO, FI

- Inversión mínima: 170,00 €, con aportaciones posteriores sin límite
- Sin comisiones de ningún tipo por suscripción o reembolso
- Disponibilidad inmediata



apenas 0,6x. Quien considere que la rentabilidad sobre los fondos propios volverá a cotas normales, apostará a que el margen de revalorización de la banca es enorme (se podría triplicar su valor). Yo no apuesto por ello: el contexto de tipos bajos, de alta presión regulatoria y de nuevos competidores se va a mantener durante mucho tiempo. Por ello, también un ROE por debajo del 10% y, por lo tanto, un P/B inferior a 1. Esta es mi línea argumental para que considere que las dudas sobre rentabilidad del sistema bancario europeo sea un factor de riesgo.

Demasiado riesgo para un segmento importen de inversores que, de forma adicional, sufren las implicaciones en el VaR de sus carteras de un aumento de la volatilidad de los mercados financieros. ¿Qué podemos esperar a partir de ahora? El diagnóstico económico sigue generando señales muy parecidas a las de semanas atrás. Es cierto que la caída de las cotizaciones bursátiles y la sensación de miedo pueden im-

pactar negativamente sobre el crecimiento, pero las previsiones siguen contemplando un claro avance. El último organismo en publicar las suyas ha sido la OCDE y si bien las revisa a la baja respecto a noviembre (en 3 décimas) aún contempla un avance del 3,0%, que sería la misma cota que la observada en 2015. Y, como sucedía con el FMI en su revisión de enero, los cambios no se deben a China (se mantiene una previsión del 6,5%) sino a Brasil, que intensificaría su recesión (caída del PIB del 4,0%). En cuanto a las economías desarrolladas, destaca la revisión a la baja en 5 décimas de EEUU, cuyo PIB crecería apenas al 2,0% en 2016 (frente al 2,4% en 2015). Este último caso sí sería más relevante, toda vez que apuntaría a una clara pérdida de dinamismo de la primera economía del mundo asociada a varios factores: menor actividad de *fracking*, fortaleza del dólar y cierto agotamiento en la capacidad de creación de empleo ::

TESORERÍA EMPRESAS



**SI SU EMPRESA
FUNCIONA
COMO UN RELOJ,
OBTenga MÁS
RENDIMIENTO**

RENTABILIDAD PARA
SUS PUNTAS DE TESORERÍA CON
DISPONIBILIDAD INMEDIATA

No pierda ni un segundo cuando se mate
de cada fe por día a sus condiciones.
Disfrute de los beneficios de inversión a corto
plazo de la banca y garantiza el retorno
de rentabilidad con total seguridad y
disponibilidad

DEPÓSITO ÁGIL

- Desde solo 6.000,00 €
- Usted elige y dispone de plazos de inversión entre 1 y 30 días
- 100% del capital invertido garantizado
- Sin comisión de cancelación
- Con tipos de interés muy atractivos, variables en función del plazo

UNIFOND DINERO, FI

- Inversión mínima: 170,00 €, con aportaciones posteriores sin límite
- Sin comisiones de ningún tipo por suscripción o reembolso
- Disponibilidad inmediata

