

Un coste del capital más bajo para la banca

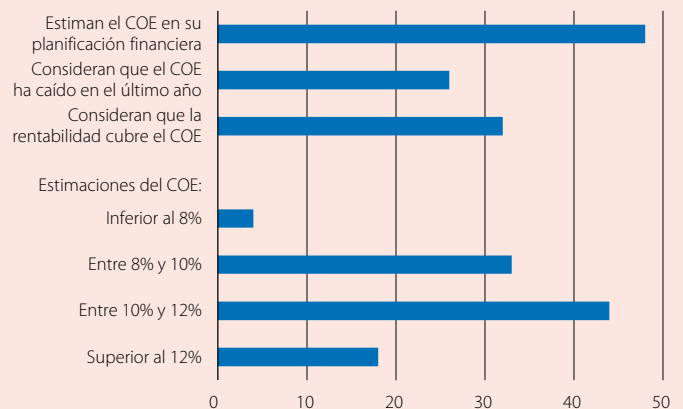
El coste del capital (COE por las siglas en inglés de *cost of equity*) es el retorno que un accionista espera obtener de los fondos invertidos en una empresa. Estas expectativas de rentabilidad influyen necesariamente en el coste de financiación de las compañías y los gestores deben tenerlas en cuenta a la hora de valorar las inversiones y asignar eficientemente los recursos. Para el caso de las instituciones financieras, un encarecimiento del capital tenderá a provocar una reducción de la oferta de crédito y un incremento de los tipos de interés. Además, un entorno de presiones regulatorias como el de los últimos años puede haber inducido a las entidades a reforzar su solvencia vía la disminución del tamaño de su balance.

A pesar de su importancia, el COE no es directamente observable y, por tanto, es difícil de cuantificar. Tan solo la mitad de las entidades financieras europeas estiman el coste del capital en sus planificaciones, tal y como recoge la última encuesta de junio elaborada por la Autoridad Bancaria Europea (EBA, por sus siglas en inglés). La mayoría de los bancos sitúan el coste del capital entre el 10% y el 12% y reconocen una cierta tendencia a la baja en los últimos trimestres. Aun así, únicamente el 30% de las entidades considera que la rentabilidad actualmente ofrecida es suficiente para cubrir el COE. No sorprende, por tanto, la evolución adversa de las cotizaciones bursátiles de muchos bancos.

Es razonable suponer que el retorno exigido por los accionistas dependerá del riesgo que asuman. Por ello, se puede inferir que el COE debe ser como mínimo igual a la rentabilidad ofrecida por los activos considerados seguros (como podría ser la deuda pública alemana) más una prima que compense por el riesgo asumido. El modelo CAPM, uno de los más utilizados para calcular el coste del capital, se basa en esta intuición. Este enfoque define el COE como la suma de la rentabilidad del activo considerado seguro más una prima por el riesgo de mercado, ponderada por el riesgo específico (o coeficiente beta) del sector o empresa analizados. El coeficiente beta se mide como la volatilidad del valor bursátil de la compañía en comparación con la variabilidad típica del mercado. Betas superiores a uno se deben interpretar como un riesgo específico superior al del mercado y, para compensarlo, el coste del capital de la empresa o banco también debe ser mayor. A pesar de las críticas por su excesiva simplicidad y otros factores, la Reserva Federal¹ utiliza el CAPM como una estimación aceptable del coste del capital de los bancos y no incorpora en el modelo otros aspectos que *a priori* podrían considerarse importantes, como el impacto fiscal, el apalancamiento de la entidad o el grado de concentración del sector, por su poca relevancia estadística.

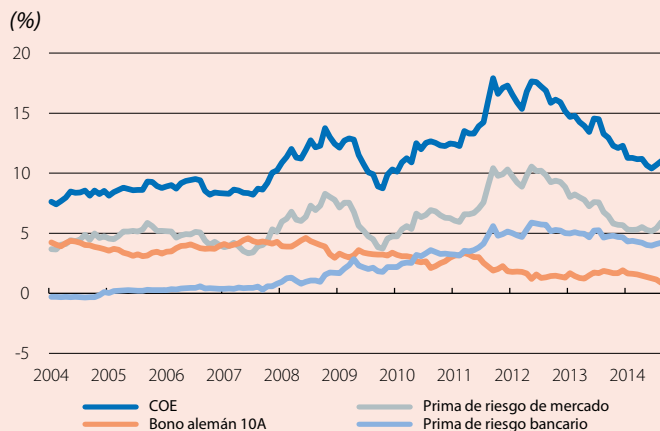
Encuesta EBA a entidades europeas sobre el coste del capital

Junio de 2014, entidades (% sobre el total)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de EBA, «Risk assessment of the European banking system» (junio 2014).

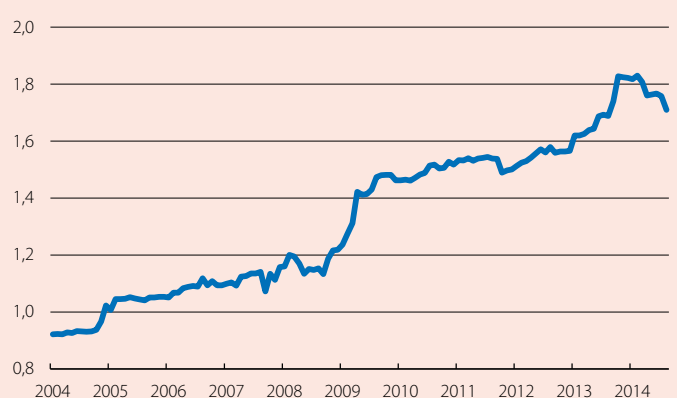
Descomposición del COE de los bancos de la eurozona



Nota: Utilizamos el bono soberano alemán a diez años como activo libre de riesgo y calculamos la prima de riesgo de mercado a partir de la inversa de la ratio PER ajustada al ciclo del índice Eurostoxx de la zona del euro. La beta se obtiene aplicando una ventana temporal de cinco años. La prima de riesgo bancario es $(\beta - 1) \times$ prima de riesgo de mercado.

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg y Thomson Reuters Datastream.

Coefficiente beta de los bancos de la eurozona



1. Véase Barnes, M. L. y Lopez, J. A., (2005), «Alternative measures of the Federal Reserve Banks' cost of equity capital», Public policy Discussion Papers, Federal Reserve Bank of Boston, núm. 05,2.

Nuestras estimaciones, siguiendo esta metodología,² sitúan el coste de capital promedio de las entidades financieras europeas alrededor del 11% a mediados de 2014, en línea con lo manifestado por el sector en la encuesta de la EBA. No obstante, la rentabilidad exigida ha sufrido oscilaciones importantes en los últimos años. Antes de la crisis financiera, el coste del capital se mantenía muy estable en la cota del 8%-9% mientras que la rentabilidad sobre fondos propios de los bancos europeos era de más del 15%, superando así las expectativas de los inversores. Este escenario se truncó a partir de 2008, momento en el cual el coste del capital inició una escalada, interrumpida brevemente por la incipiente recuperación de 2010, hasta alcanzar niveles superiores al 16% en 2012, año marcado por fuertes tensiones en el sector y por la crisis de deuda soberana.

Las variaciones del COE tienen consecuencias significativas sobre los tipos de interés que las entidades deben exigir a la hora de prestar. Un ejemplo que nos puede ayudar a comprenderlo consiste en analizar cuánto capital se requiere a las entidades financieras en la concesión del crédito a las empresas. Considerando un capital mínimo regulatorio del 8% y que la ponderación del riesgo de este tipo de activo es del 75%, los requerimientos de capital ascienden al 6%, es decir, los bancos deben destinar un mínimo de 6 millones de euros de fondos propios para otorgar un crédito de 100 millones de euros. Por lo tanto, un incremento del COE de 7,6 p. p., tal y como sucedió para las entidades europeas entre 2007 y 2012, se traduciría en un coste del crédito 0,46 p. p. superior. Por otro lado, el descenso de 5,5 p. p. que se ha producido en estos últimos dos años en el COE repercutiría en unos costes de financiación 0,33 p. p. más baratos.

El abaratamiento del capital desde 2012 se debe exclusivamente a la relajación de la prima de riesgo bursátil y a los menores tipos de interés del activo libre de riesgo, este último factor muy favorecido por las políticas expansivas del BCE. Sin embargo, el riesgo específico del sector financiero (el coeficiente beta) casi no ha parado de crecer en esta última década. Así, una beta inferior a uno en 2004 se ha prácticamente doblado, situándose actualmente en un valor próximo a 1,8. Esta creciente volatilidad de la banca europea respecto al mercado, entendida como un mayor riesgo específico, es congruente con el hecho de que el sector ha sido uno de los más afectados por la crisis financiera y la recesión económica. Sin embargo, aparte de los problemas de la banca en el ciclo adverso, la incertidumbre regulatoria ha acrecentado aún más las dudas sobre la evolución del negocio. Además, las reformas regulatorias para reducir las garantías públicas implícitas también pueden haber contribuido a unos mayores riesgos percibidos por parte de los accionistas.

En este sentido, también es interesante señalar que el incremento de la beta se ha producido a pesar de la caída del apalancamiento de las entidades cuando, de hecho, el marco regulatorio aspiraba justamente a lo contrario. Desde 2010, las presiones regulatorias (a destacar Basilea III) han tenido como consecuencia una reducción de la ratio de apalancamiento en un 26%. Sería razonable pensar que cuando aumenta el peso del capital en el balance de un banco, el riesgo que soporta un inversor es menor y, en consecuencia, el retorno que exigirá también debería ser inferior. En cambio, no es hasta finales de 2013 cuando se ha visto atenuado el crecimiento de la beta, y solo lo ha hecho muy ligeramente. Una posible explicación es que si bien es cierto que se ha incrementado el colchón de capital para hacer frente a posibles pérdidas, también los incentivos a asumir riesgos pueden haber cambiado.³ Existen argumentos teóricos que apuntan a que las entidades pueden incurrir en mayores riesgos no verificables por el supervisor con el fin de mantener la rentabilidad sobre capital y compensar los mayores requisitos regulatorios. En este sentido, los estudios empíricos no demuestran de forma concluyente que un aumento de los requisitos de solvencia conlleva un menor riesgo real soportado por los bancos. Por lo tanto, no está claro el impacto de un menor apalancamiento sobre el coste del capital.

En cualquier caso, es previsible que el riesgo bancario se consolide e incluso se reduzca a medio plazo gracias a la publicación de los resultados de los exámenes del BCE en octubre y a la estabilización del marco regulatorio. En un entorno como el actual de tipos históricamente bajos, el coste del capital podría recuperar los niveles de 2007-2008 y situarse en torno al 9%. En definitiva, el abaratamiento que se ha producido del coste del capital, y que se puede intensificar a medio plazo, debería facilitar la concesión de crédito y frenar el desapalancamiento de las entidades vía una reducción de sus balances. Buenas noticias para la economía real.

Pau Labró Vila

Departamento de Análisis Económico, Área de Estudios y Análisis Económico, "la Caixa"

2. Para el detalle de los cálculos, véase Gual, J., Jódar-Rosell, S. «Prudential regulation in the cost of bank funding», Documento de trabajo presentado en SUERF-the European Money & Finance Forum, Milan, 5 June 2014.

3. Véase Gual, J. (2011), «Los requisitos de capital de Basilea III y su impacto en el sector bancario», Documentos de Economía, "la Caixa" Research.