

Valoración bursátil de la banca en el marco del COVID-19

Ángel Berges, Marta Alberni y Diego Aires*

La valoración bursátil de los bancos se ha visto afectada de forma muy intensa por la elevada incertidumbre desatada en el marco de la crisis asociada al COVID-19. Así, en las semanas más duras de la crisis, la banca registraba un comportamiento mucho más adverso que el conjunto del mercado, en coherencia con su caracterización de sector altamente cíclico, que sufre mucho más que el conjunto en fases de fuertes caídas, pero que también recupera más rápido en fases de mejora, como ha ocurrido en las últimas semanas. Adicionalmente, la prudencia que los bancos han mostrado en la presentación de resultados del primer trimestre de 2020, con una muy elevada dotación extraordinaria de provisiones, que actúe como colchón de deterioros futuros en sus carteras crediticias, ha sido percibida por el mercado de forma positiva, valorando más a aquellas entidades que más dotación de provisiones han realizado.

Antecedentes

La perspectiva de severas consecuencias económicas derivadas del confinamiento decretado para frenar la pandemia generaba, ya en las primeras semanas de dicho confinamiento, importantes caídas en los mercados bursátiles, afectando especialmente a las valoraciones del sector bancario en todo el mundo, pero especialmente en Europa. Con ellas se aceleraba la pérdida de valor de un sector que llevaba tres años sufriendo en bolsa, en un contexto claramente marcado por un crecimiento prácticamente nulo del negocio y unos márgenes presionados a la baja por un escenario de tipos de interés cero o negativos que, en conjunto, dificultan cada

vez más la generación de rentabilidad por encima del coste de capital (Berges, Pelayo y Rojas, 2018).

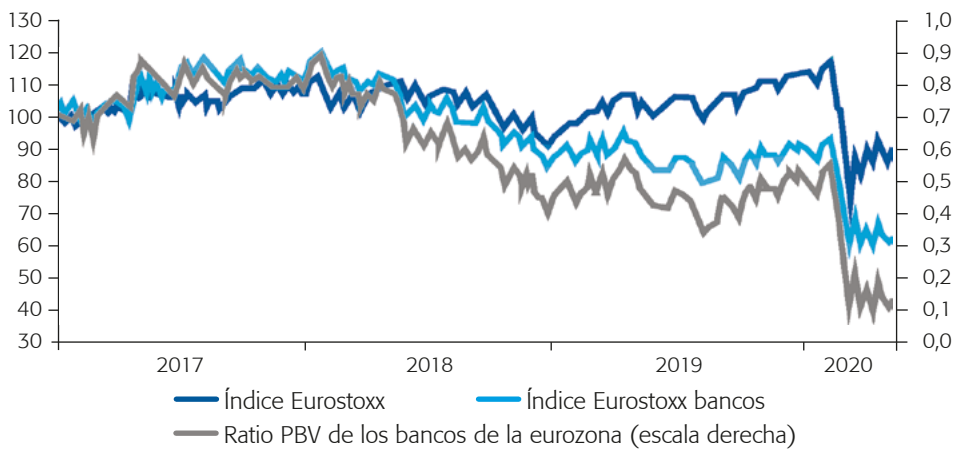
El gráfico 1 pone de manifiesto cómo, de forma ininterrumpida durante cerca de tres años, el índice Eurostoxx correspondiente a los bancos ha tenido un comportamiento diferencial muy desfavorable frente a ese mismo índice en su componente general. En concreto, tomando como base el inicio de 2017 y sin considerar todavía el efecto negativo producido por el COVID-19, el índice general mostraba un crecimiento de casi el 20% en los últimos tres años, mientras que el comportamiento del agregado de los bancos era prácticamente el opuesto, reflejando unas pérdidas de valor de casi el 20%.

* Afi - Analistas Financieros Internacionales, S.A.

Gráfico 1

Valoración relativa de los bancos europeos frente al conjunto del mercado (Eurostoxx, Eurostoxx bancos y ratio price to value de bancos)

(2 de enero 2017-19 mayo de 2020. Índice: 2 de enero de 2017=100; múltiplos)



Fuente: Financial Stability Review (BCE).

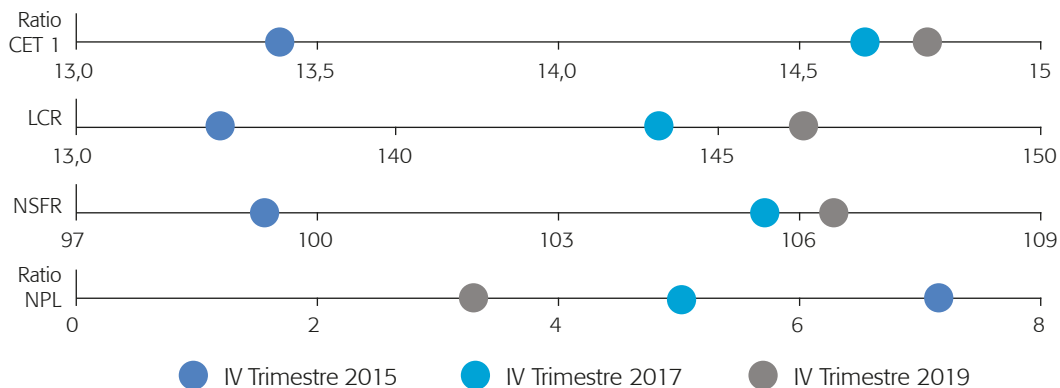
Ese adverso comportamiento en bolsa contrasta con la clara mejoría observada en los principales parámetros del sector, tal y como resalta el Banco Central Europeo (BCE, 2020) en su reciente *Informe de Estabilidad Financiera*. Los bancos de la eurozona han mostrado durante dicho periodo una clara tendencia al alza tanto de los niveles de solvencia

como de liquidez. Al mismo tiempo, se ha producido un notable saneamiento de los balances bancarios, mejorando así la calidad de los activos, lo cual dota al sector de un importante colchón que le permitirá afrontar en mejores condiciones que en crisis anteriores el parón de la actividad económica propiciado por la pandemia.

Gráfico 2

Solvencia, liquidez y calidad de activos en la banca europea

(En porcentaje)

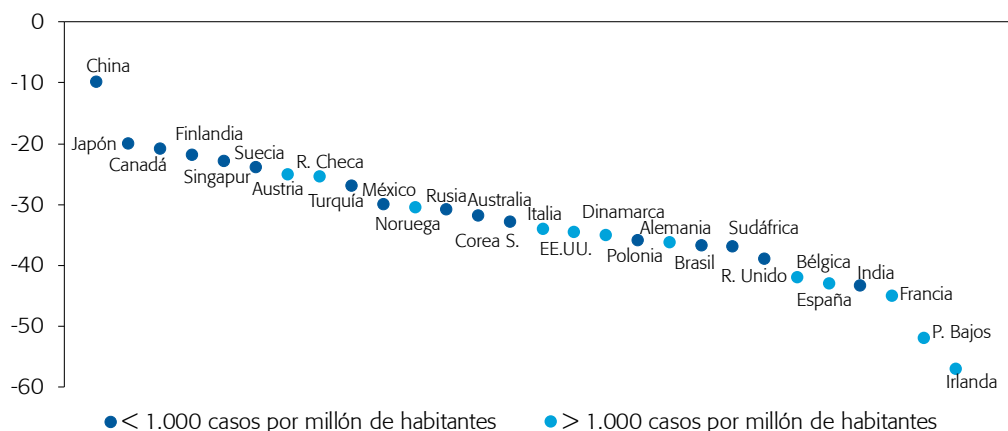


Fuente: Financial Stability Review (BCE).

Gráfico 3

Caídas de valor de los bancos, en función del ritmo de contagio (COVID-19)

(En porcentaje)



Fuente: Global Financial Stability Report (FMI) y Afi.

Las medidas para frenar la pandemia aceleran las caídas en los mercados

Es en este escenario de caídas de valoración en el sector, al mismo tiempo que se producían mejoras en materia de solvencia y liquidez, en el que tiene lugar el estallido de la crisis del COVID-19. Sin duda, una crisis inédita y sobrevenida con un elevado nivel de incertidumbre en cuanto a su intensidad y duración que, unida a la proclividad propia del negocio bancario, sitúa a la banca como un sector especialmente expuesto al impacto negativo de la crisis económica, a pesar de los colchones construidos en los últimos años

Esta peculiaridad de la crisis se ve reflejada en datos como los proporcionados en el gráfico 3, extraído del *Global Financial Stability Report* (FMI, 2020), donde se puede ver cómo la intensidad del daño causado en el sistema bancario de cada país guarda cierta proporcionalidad con la rapidez en la propagación de la pandemia. Sin embargo, más allá de abordar la discriminación entre países, que debe ser considerada de manera preliminar —pues algunos de los que en dicho gráfico aparecían como menos afectados por la pandemia han visto posteriormente acelerar su tasa de contagio—, lo cierto es

que las caídas de valor han sido generalizadas en los sistemas bancarios de todo el mundo.

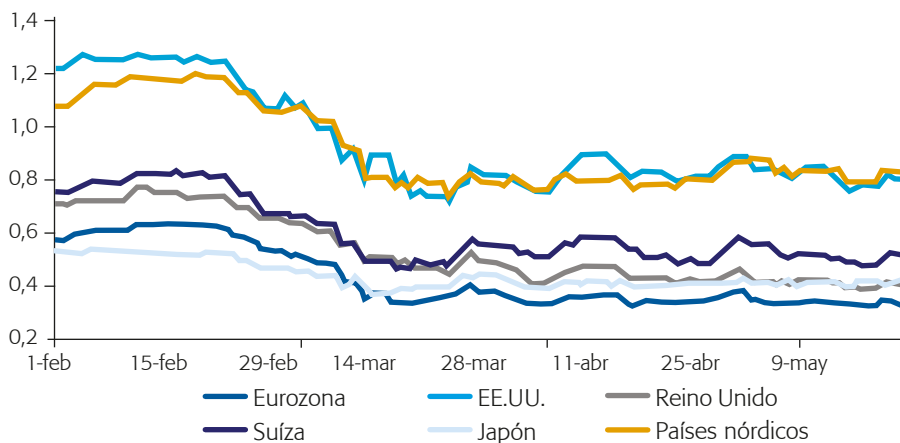
La crisis asociada al COVID-19 ha desencadenado caídas significativas en la valoración del sistema bancario. En el caso de la eurozona, esta caída ha sido mayor que en el agregado de sectores a pesar del fortalecimiento en términos de solvencia, liquidez y calidad de activos de los últimos años.

Dichas caídas de valor han presionado fuertemente a la baja las ratios de valoración, en concreto, la ratio que relaciona el valor de mercado de la entidad con su valor contable (*Price-to-book*, o *PBV*). Como pone de manifiesto el gráfico 4, la crisis desencadenada a raíz de la pandemia ha castigado aún más a la banca europea, la cual ya presentaba unas ratios de valoración muy reducidas y de manera generalizada por debajo de 1. Sin embargo, dicho gráfico nos permite extraer una observación adicional que, aunque pueda parecer una mera curiosidad, reviste una importante carga simbólica. Desde mediados de marzo, coincidiendo con el

Gráfico 4

Valoración relativa (*price to book*) en diferentes sistemas bancarios

(1 de febrero al 20 de mayo de 2020. Ratio)



Fuente: *Financial Stability Review* (BCE).

claro reconocimiento de pandemia global, los sistemas bancarios de Estados Unidos y de los países nórdicos (Dinamarca, Noruega y Suecia), que eran los únicos en el mundo que hasta entonces cotizaban con una ratio PBV por encima de la unidad, cruzaban dicha línea a la baja, de tal manera que, desde ese momento, coincidente con la declaración de la pandemia, todos los sistemas bancarios del mundo son valorados por debajo de su valor en libros.

Recuperación diferencial del sector bancario frente al resto de sectores

Los casi tres meses transcurridos desde la percepción de que la crisis sanitaria iba a desembocar en una crisis económica sin precedentes –por la respuesta centrada en confinamientos generalizados– han dado lugar a varias fases alternativas en cuanto a la actitud de los mercados bursátiles (las denominadas *risk-on* y *risk-off*), con evidentes implicaciones para la valoración del sector bancario, cuyo comportamiento siempre es más volátil que el del mercado en su conjunto (los “betas” bancarios oscilan entre 1,4 y 1,6). En concreto, las fuertes caídas presenciadas en el mes de marzo se han alternado con una importante recuperación en el mes de abril,

a la que ha seguido una recaída en la primera mitad de mayo, que precedió a una fuerte recuperación desde entonces.

La coordinación entre la política monetaria y la política fiscal, ambas diseñadas con el propósito de estimular la economía, unida a la mejora en las expectativas sobre la obtención de una vacuna y a la percepción de que la pandemia se está controlando, están detrás de las distintas fases de recuperación que han tenido lugar en los mercados bursátiles desde marzo.

La intensa tendencia al alza que se ha vivido desde los momentos más críticos de marzo y hasta inicios del mes de junio se debe, fundamentalmente, a tres factores:

- El primer factor es el arsenal de políticas económicas implementadas para combatir el *shock* macroeconómico negativo introducido por la pandemia. En términos de política monetaria, los principales bancos centrales del mundo no han dudado, desde el primer momento

Cuadro 1

Comportamiento diferencial de los bancos en caídas y en recuperación

(En porcentaje)

	<i>Europa (Eurostoxx)</i>		<i>España (IBEX)</i>	
	<i>General</i>	<i>Bancos</i>	<i>General</i>	<i>Bancos</i>
Máxima caída	-38	-56	-39	-52
Recuperación reciente	9	26	6	13

Fuente: Factset, Afi.

y de una forma muy ágil (al contrario de lo ocurrido en otras crisis), en poner en marcha políticas monetarias expansivas tanto convencionales (bajada de tipos en Estados Unidos) como no convencionales, evitando así la aparición de crisis de liquidez que dificulten la financiación de la economía real. En términos de política fiscal, la gran mayoría de economías han aprobado medidas de estímulo (de distinta naturaleza e intensidad en cada país), con el objetivo de amortiguar los efectos negativos de la crisis, mientras que, en el caso de Europa, ha habido un claro avance en la conformación de un Plan de Recuperación paneuropeo, que incorpore por primera vez subvenciones y no solo préstamos.

- El segundo factor tiene que ver con los avances en la investigación conducente a una vacuna frente al virus, lo que reduce la probabilidad que descuenta el mercado de que se den nuevos rebrotes que vuelvan a paralizar la economía.
- Finalmente, existe un tercer factor relacionado con el efecto positivo que han manifestado las medidas de confinamiento, pasando a una situación de mayor control de la pandemia en gran parte del mundo. Esto está permitiendo la aceleración de la desescalada hacia la “nueva normalidad” en las principales economías, lo cual es un mensaje claramente positivo para los mercados, aun a riesgo de que surjan nuevos rebrotes.

Sea cual fuere la importancia relativa de cada uno de esos factores, lo cierto es que en la recuperación bursátil generalizada que se registró hasta el mes de junio, los bancos lo han hecho sustancialmente mejor que el agregado sectorial, tanto en España como en Europa, de forma simétrica a su peor comportamiento relativo en las fases de caída (cuadro 1).

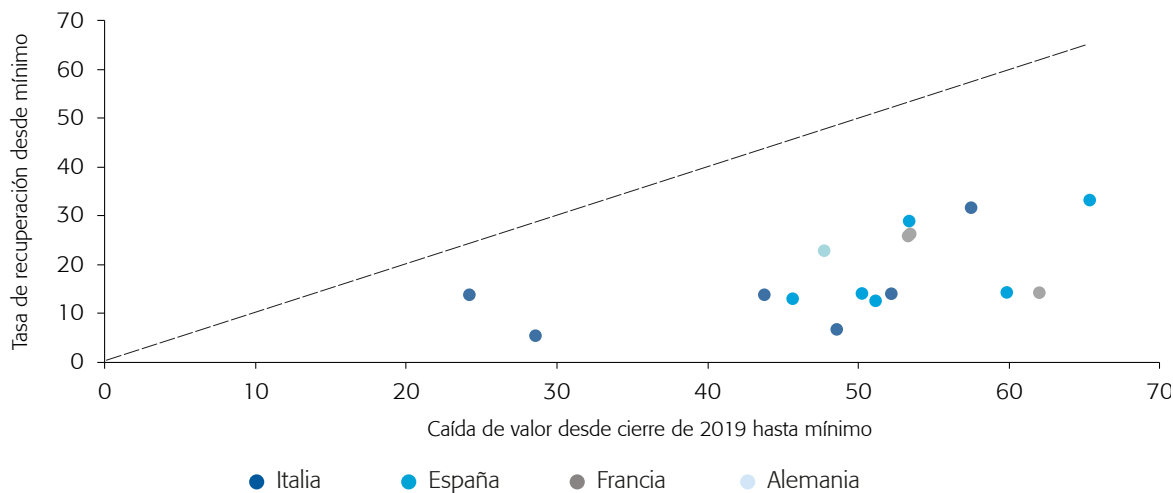
Ese mismo ejercicio, realizado de forma desagregada, para una muestra de bancos europeos (españoles entre ellos), permite analizar la dispersión existente en las caídas bursátiles y en las tasas de recuperación. En el gráfico 5 se compara la caída máxima en la capitalización bursátil entre el cierre del año 2019 y los peores momentos de la crisis pandémica, que osciló entre 30% y 70% (eje horizontal), con la recuperación desde mínimos, medida en porcentaje, no sobre el valor mínimo sino sobre el máximo previo a la caída (eje vertical).

El gráfico 5 permite comprobar que aquellos bancos que fueron castigados con unas mayores caídas en su valoración, son los que han registrado también mayores tasas de recuperación. En otras palabras, se puede establecer que el porcentaje de recuperación guarda una cierta relación con el de caída previa, en una especie de “corrección de excesos”. Sin embargo, el gráfico deja entrever un hecho de mayor relevancia: todos los puntos del gráfico de dispersión están por debajo de la diagonal, lo que indica que las entidades analizadas aún no se han recuperado por completo de los estragos ocasionados por la pandemia en términos de valoración bursátil.

Gráfico 5

Caída y recuperación en la capitalización bursátil de la banca europea

(En porcentaje sobre el máximo previo a la caída)



Fuentes: SNL, Factset, Afi.

Recuperación bursátil y provisiones en el primer trimestre

Con el propósito de complementar el análisis sobre la recuperación registrada en los bancos europeos y españoles, se presenta a continuación un ejercicio adicional en el que se estudia la relación existente entre dichas tasas de recuperación y el grado de prudencia con el que las distintas entidades han encarado la eclosión del COVID-19, a través del nivel de saneamiento dotado en las cuentas de resultados del primer trimestre de 2020.

El análisis de las presentaciones de resultados de las entidades bancarias en el primer trimestre del año pone de manifiesto que la banca (incluida la española) ha seguido una estrategia claramente de prudencia. Recurriendo a la expresión coloquial de “ponerse la venda antes que la herida”, se podría decir que las entidades la han llevado a la práctica realizando un importante esfuerzo de anticipación en términos de dotaciones de pérdidas por deterioro en el primer trimestre de 2020. En el caso concreto de la banca española, dichas dotaciones comparadas con el nivel medio dotado en los cuatro trimestres de 2019, permiten concluir que el importe

dotado se ha duplicado en el primer trimestre del año ante el contexto de elevada incertidumbre que nos rodea, en el cual los modelos tradicionales de riesgo de crédito pueden quedarse incompletos.

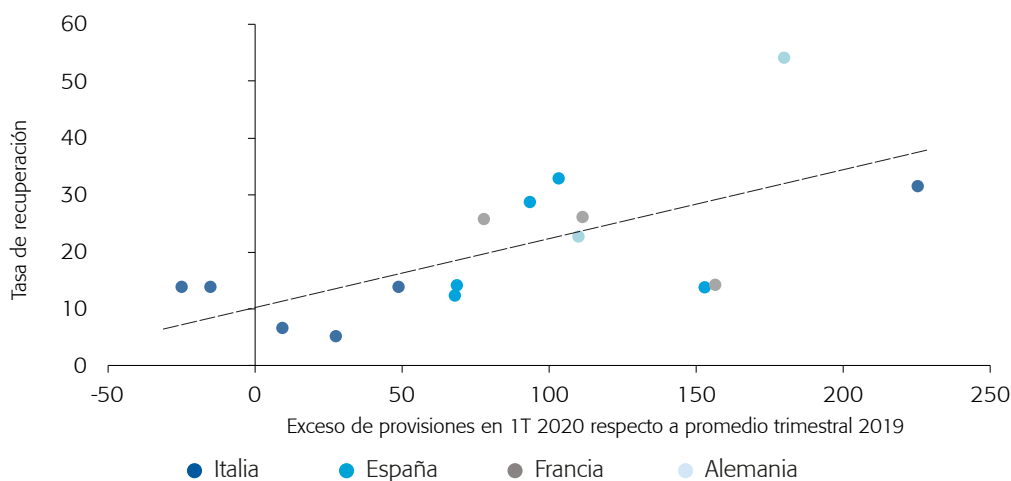
Pues bien, en dicho contexto cabe plantearse en qué medida el mercado bursátil ha “premiado” a aquellas entidades que han realizado mayores esfuerzos relativos de saneamiento. Para ello, el gráfico 6 presenta, para una amplia muestra de bancos europeos y españoles: en el eje vertical, su porcentaje de recuperación tras los mínimos; y en el eje horizontal, el exceso de sus provisiones realizadas en el primer trimestre de 2020 (en porcentaje) sobre las realizadas en media trimestral durante 2019.

En el gráfico 6 se observa que existe una relación claramente positiva entre el nivel de saneamiento dotado por los bancos y su recuperación en el mercado bursátil: el mercado ha premiado la prudencia, de modo que aquellos bancos que han reconocido un mayor nivel de provisiones en sus cuentas de resultados han experimentado también un comportamiento más favorable en el mercado. Si esa relación fuese generalizable, tanto entre entidades como en los próximos periodos (trimestres) de publicación de estados financieros, estaríamos justo

Gráfico 6

Recuperación bursátil: relación con esfuerzo de provisiones

(En porcentaje)



Fuentes: SNL, Factset, Afi.

en la antítesis de lo ocurrido en la crisis financiera de 2008-2012, cuando la percepción fue que el sistema bancario era mucho más lento que otros a la hora de reconocer el deterioro de sus activos.

Conclusiones

Como se ha puesto de manifiesto en el presente artículo, la crisis del COVID-19 ha provocado caídas en los mercados bursátiles especialmente significativas en el caso de la banca, hasta el punto de que ya ningún sistema bancario en el mundo cotiza por encima de su valor contable. Las extremadamente bajas ratios de valoración de la banca europea han forzado a las autoridades supervisoras a prohibir el pago de dividendos, facilitando la generación de capital ante la imposibilidad de recurrir a ampliaciones de capital en caso de requerirlo.

No obstante, la coordinación entre las medidas de política monetaria y fiscal y su foco puesto en el estímulo de la economía, las expectativas acerca de la obtención de una vacuna y la percepción de que la pandemia se está controlando, han propiciado el inicio de una fase de recuperación desde los peores

momentos de marzo. Esta recuperación ha sido mayor en la banca que en el conjunto agregado de los sectores, tal y como cabe esperar de un sector cíclico. Adicionalmente, como elemento diferencial, debe mencionarse que dicha recuperación ha sido mayor en los bancos que habían experimentado una caída superior ante el estallido de la crisis sanitaria y en aquellas entidades que, en un ejercicio de prudencia, reconocieron un mayor nivel de provisiones en su cuenta de resultados del primer trimestre de 2020.

Referencias

- BCE (2020). *Financial Stability Review*, may. Disponible en: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/fsr/ecb.fsr202005~1b75555f66.en.pdf>
- BERGES, A., PELAYO, A., ROJAS, F. (2018). Valoración bursátil y rentabilidad de los bancos: España, eurozona, Estados Unidos, *Cuadernos de Información Económica*, 264, mayo-junio, pp. 83-91. Disponible en: http://www.funcas.es/publicaciones_new/publicaciones.aspx
- FMI (2020). *Global Financial Stability Report: Markets in the Time of COVID-19*, abril. Disponible en: <https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2020/04/14/global-financial-stability-report-april-2020>