

Recuperación bursátil de la banca española y europea

Ángel Berges, Fernando Rojas y David Ruiz*

Tras las depresivas valoraciones alcanzadas a mediados de 2016, la banca europea en general, y de forma especialmente intensa la española, registraba importantes recuperaciones en la segunda mitad de 2016 y primeros meses de 2017, permitiendo a la ratio *price to book* acercarse a la unidad. Lo paradójico de dicha recuperación es que tenía lugar justo cuando los resultados publicados por los principales bancos españoles y europeos no eran especialmente brillantes. Esa aparente paradoja tiene, en nuestra opinión, dos claros factores explicativos: el repunte de la curva de tipos y las expectativas de un cierto respiro en la presión regulatoria. En el primer caso, si bien la retirada de estímulos monetarios todavía no parece cercana en el tiempo, los indicadores macroeconómicos anticipan un entorno de normalización de tipos de interés, que puede dar oxígeno a las cuentas de resultados bancarias. En el segundo, la relajación regulatoria descansaría inicialmente en Reino Unido y Estados Unidos, pero podría dar lugar también en Europa a actitudes similares.

Resultados heterogéneos

Una vez concluida la presentación de resultados de la banca europea correspondientes a 2016 (de hecho, ya se ha iniciado la publicación de los correspondientes al primer trimestre de 2017), cabe realizar algunas valoraciones de esos resultados, y sobre todo de su confluencia con una importante revalorización bursátil de prácticamente toda la banca europea, y muy especialmente la española.

Quizás el elemento más destacable de los resultados publicados es la evidente heterogenei-

dad y volatilidad entre sistemas bancarios (y entre bancos dentro de un mismo sistema), así como de la valoración que el mercado bursátil realiza de dicha volatilidad.

De entre los cuatro grandes países de la eurozona, únicamente Francia presenta una razonable homogeneidad entre sus grandes bancos cotizados, con una evolución muy plana de resultados, tanto en términos interanuales como en relación a las expectativas de mercado.

En el caso español, las intensas pérdidas publicadas por el Banco Popular ejercen un efecto arras-

* Afi - Analistas Financieros Internacionales, S.A..

Cuadro 1

Rentabilidad y valoración por entidades

	Price/Book		ROE (%)		Beneficios netos (mill. €)		Consenso de mercado Beneficios (mill. €)	
	2015	2016	2015	2016	2015	2016	2016E	Dif.
ESPAÑA								
Banco Santander	0,75	0,80	6,6	6,0	5.966	6.204	6.248	-44
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria	0,90	0,89	5,3	6,7	2.642	3.475	3.398	77
CaixaBank	0,74	0,80	3,5	4,4	814	1.047	1.061	-14
Banco de Sabadell	0,68	0,57	6,2	5,6	708	710	722	-12
Bankia	0,98	0,87	8,9	6,6	1.040	804	812	-8
Banco Popular Español	0,53	0,34	0,8	-28,9	105	-3.485	-3.185	-300
FRANCIA								
BNP Paribas	0,74	0,82	7,2	7,9	6.694	7.702	7.536	166
Crédit Agricole	0,57	0,63	6,8	6,4	3.516	3.541	3.509	32
Société Générale	0,67	0,71	7,2	6,8	4.001	3.874	3.645	229
Natixis	0,91	0,92	7,4	7,1	1.344	1.374	1.314	60
ALEMANIA								
Deutsche Bank	0,50	0,40	-9,2	-2,1	-6.794	-1.402	-1.451	49
Commerzbank	0,41	0,32	4,1	1,3	1.084	279	263	16
ITALIA								
UniCredit	0,64	0,46	3,8	-21,5	1.694	-11.790	-11.422	-368
Intesa Sanpaolo	1,11	0,87	6,0	6,5	2.739	3.111	3.170	-59
Banca Monte dei Paschi di Siena	0,38	0,07	4,7	-35,4	388	-3.241	-2.191	-1.050
Unione di Banche Italiane	0,56	0,28	1,4	-8,7	117	-830	-819	-11
Mediobanca	0,85	0,50	7,2	7,0	590	605	598	7
OTROS								
Raiffeisen	0,50	0,59	5,1	6,5	379	463	423	40
Erste Group	1,08	0,95	9,0	9,7	968	1.265	1.245	20
KBC	1,67	1,54	15,5	14,9	2.639	2.427	2.367	60
ING	1,01	1,04	8,2	9,5	4.010	4.651	4.624	27

Fuente: SNL Financial, Afí.

tre sobre el conjunto de bancos cotizados, cuyo beneficio agregado cae fuertemente, mientras

Aunque el agregado de bancos cotizados en España arroja una caída de resultados, la heterogeneidad entre bancos está presente en mayor medida en Italia y Alemania. La exclusión de solo uno de los bancos con pérdidas, daría lugar a un resultado positivo para el conjunto de la banca española.

que crecería ligeramente si se excluyese al mencionado banco.

La heterogeneidad está presente en mayor medida entre las entidades de Italia y Alemania (cuadro 1). En el país transalpino, mientras los bancos más saneados (Intesa San Paolo o Mediobanca) registran incrementos de beneficios, las intensas pérdidas de Unicredito o de Monte dei Paschi di Siena arrastran a números rojos al agregado de bancos cotizados y al conjunto del sistema. Y algo similar ocurre en Alemania, donde Deutsche Bank sigue registrando fuertes pérdidas (si bien menores que en 2015, cuando realizó dotaciones cercanas a 7.000 millones para afrontar la sanción del Tesoro estadounidense, que ha quedado finalmente establecida en una cuantía muy similar a la dotada), al tiempo que Commerzbank ha visto disminuir su beneficio en un 70%.

Paradójica recuperación bursátil

Esa gran heterogeneidad entre sistemas bancarios y entre los bancos que los componen, con importantes oscilaciones no solamente en el monto sino en el signo de los resultados netos, es lo que está detrás de la consideración de las acciones bancarias como un valor extraordinariamente volátil comparado con el conjunto del mercado. Los bancos en bolsa se revalorizan mucho más que el índice general cuando este sube, pero también sufre mucho más cuando el mercado está en fase bajista.

La evolución en bolsa durante el último año es especialmente ilustrativa de esa mayor volatilidad relativa de las acciones bancarias en Europa, como puede comprobarse en el gráfico 1. En él se representa la evolución del índice Eurostoxx general, comparada con el componente bancario de dicho índice. En la primera mitad del ejercicio 2016 los bancos europeos perdían casi el doble de lo que perdía el índice general, mientras en la segunda mitad del año llevaban a cabo una recuperación mucho más intensa que la del índice general, tendencia que se ha mantenido en el primer semestre del año 2017.

Ese comportamiento agregado de los bancos europeos encierra importantes diferencias entre países, tanto en las caídas iniciales, como especialmente en la recuperación (véase el gráfico 2). Las caídas fueron mucho más intensas en la banca italiana, que ha recuperado muy poco de lo perdido en la primera mitad del año, cuando comenzaron a aflorar con mayor intensidad las dudas sobre saneamientos pendientes en sus carteras crediticias; dudas que en absoluto se han resuelto, y que han dado lugar a las mencionadas dotaciones extraordinarias en varios de los bancos más significativos, colocando en pérdidas al conjunto del sistema.

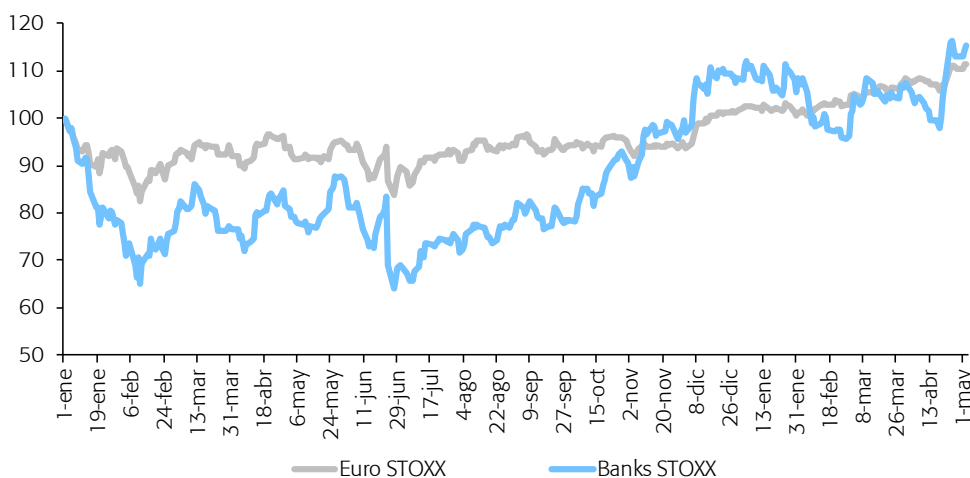
La volatilidad de las acciones bancarias ha sido especialmente elevada en el último año. En esta volatilidad, la banca española y la francesa destacan con una recuperación mayor en términos bursátiles.

Por su parte, los bancos alemanes cotizados han recuperado prácticamente la mitad de lo que habían perdido en la primera mitad de 2016, donde estuvieron lastrados sobre todos por las dudas en torno a Deutsche Bank.

Gráfico 1

Evolución del índice Eurostoxx comparada con el componente bancario

(Base = 100: 1 de enero de 2016)

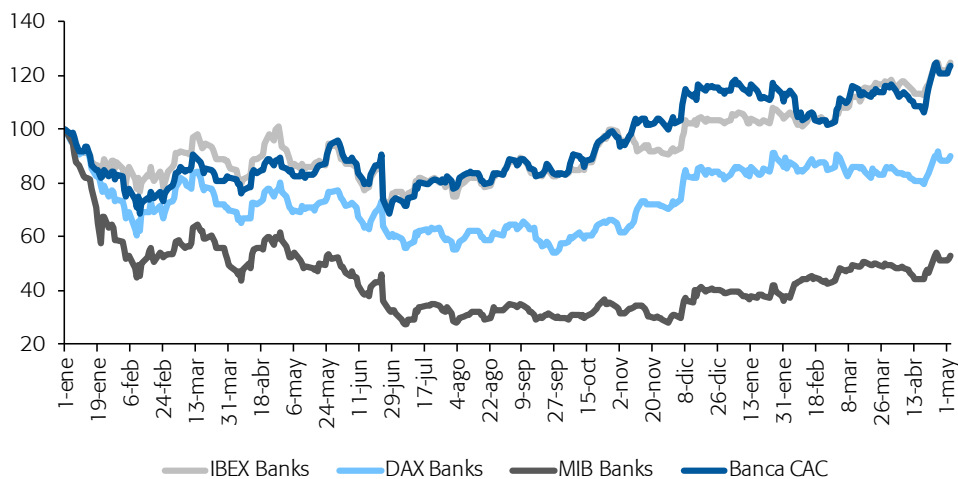


Fuente: Factset, Afi.

Gráfico 2

Evolución de los principales índices bancarios de Europa

(Base = 100: 1 de enero de 2016)



Fuente: Factset, Afi.

Son, por el contrario, los bancos españoles y franceses los que han registrado una recuperación más intensa desde los mínimos de junio pasado. Tras dicha recuperación, la valoración relativa (ratio *price/book*) de los bancos españoles se sitúa ya en la unidad en el caso de los cuatro mayores y algo menos en Sabadell (0,75), mientras que Banco Popular continúa con la valoración más deprimida, en torno a 0,25 veces su valor en libros.

El caso español es el que ha registrado un mayor incremento en la valoración bursátil de sus bancos, que ya cotizaban por encima del resto de sus comparables europeos en el peor momento de la crisis. Detrás de este mejor comportamiento relativo pueden descansar diferentes factores. En primer lugar, la banca española presenta ratios de rentabilidad superiores al resto de países de la comparativa, y con la excepción de Banco Popular, el mayor esfuerzo en términos de saneamiento ya se produjo en el pasado (algo que no ocurre por ejemplo en Italia).

Asimismo, el esfuerzo en recapitalizar las entidades ha sido grande, pese a que se encuentre algo por debajo de la media de la UE, y la sensibilidad de los balances bancarios españoles a repuntes en los tipos de interés es mayor que en otros

países, al tener la mayor parte de su cartera de préstamos referenciada a tipo de interés variable (en Alemania, por el contrario, predomina más el tipo fijo), con lo que en el momento en que la normalización de tipos se traslade al interbancario, las entidades españolas se encuentran en una buena posición para incrementar de forma más intensa su rentabilidad.

Esa misma dispersión en valoraciones relativas aparece también en otros sistemas bancarios europeos, siendo el más significativo el italiano, donde convive un Intesa-San Paolo que es valorado a 0,9 veces su valor en libros, con Unicredit en 0,45 veces, o el más problemático MPS que apenas cotiza en 0,06 veces su valor en libros.

Reducción del riesgo sistémico

Esa mayor heterogeneidad en la valoración entre bancos (de hecho, podríamos catalogarla de "discriminación positiva") tiene, en nuestra opinión, una lectura claramente positiva, en la medida en que las dudas sobre la sostenibilidad (que es lo que realmente recoge una reducida ratio *price/book*) ya no son de carácter sistémico, como era

el caso a mediados de 2016, sino que claramente discriminan entre entidades, básicamente en términos de dos factores de valoración. Por un lado las dudas sobre la necesidad de saneamientos adicionales de sus activos, y por otro, la capacidad de generar margen de negocio sostenible en el tiempo.

Las ratios de valoración son significativamente más elevadas de lo que eran en la mitad del ejercicio 2016, análisis que va en línea con la disipación de dudas sobre la credibilidad de los sistemas bancarios en su conjunto. Se percibe, por tanto, una elevada correlación de esas ratios con el ROE generado por cada banco.

Para contrastar esa hipótesis de creciente discriminación por el mercado, llevamos a cabo un análisis empírico en dos momentos del tiempo: mediados de 2016, coincidiendo con el punto más bajo de valoración bursátil de los bancos, y cierre de 2016, tras la importante recuperación registrada por los mismos. Para ambos momentos, tratamos de correlacionar la valoración relativa (ratio *price/book*) de cada banco con su rentabilidad sobre el capital (ROE).

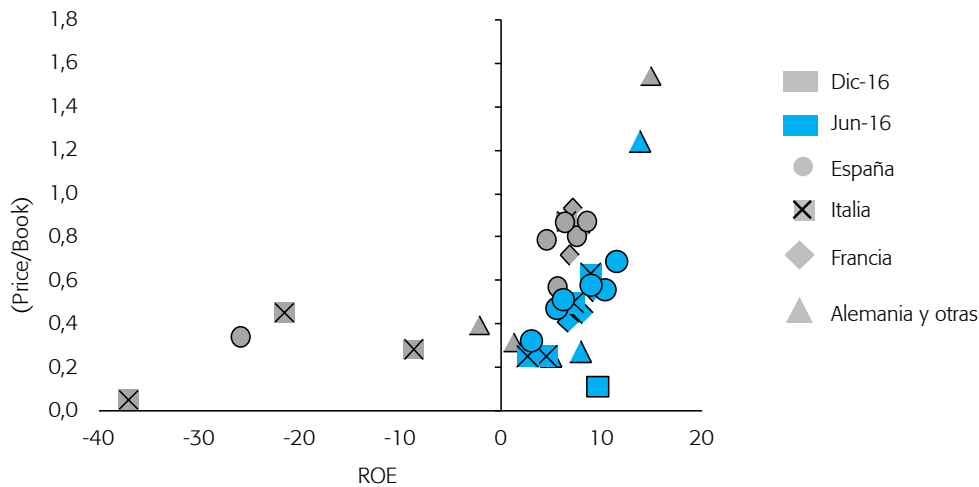
Los resultados, que se presentan en el gráfico 3, no dejan lugar a dudas: las ratios de valoración son significativamente más elevadas al cierre de 2016 de lo que eran a mitad de año; pero sobre todo, al cierre de 2016 se produce una mucho mayor dispersión en las ratios de valoración, y una elevada correlación (cercana al 60%) de las mismas con el ROE generado por cada banco, mientras que dicha correlación era prácticamente cero en junio, momento de menor valoración.

No deja de ser paradójico que la clara mejoría en la valoración bursátil de los bancos se produjese en un contexto (segunda mitad de 2016) en el que se activaron todas las alarmas en cuanto a riesgos geopolíticos: *Brexit* en junio, elección de Donald Trump en noviembre, y referéndum en Italia, este último como antesala de una cargada agenda política en Europa durante el presente año –Holanda, Francia, Alemania–.

Aunque pueda parecer paradójico, es muy posible que esa confluencia de eventos políticos haya tenido una influencia significativa en la importante recuperación bursátil de los bancos europeos. La línea argumental descansaría en que esa sucesión de eventos, y muy especialmente los dos primeros –*Brexit* y Trump– abren la puerta a una reconsideración de dos factores que han

Gráfico 3

Bancos europeos: relación entre valoración (*Price/Book*) y rentabilidad (ROE)



Fuente: SNL Finacial, Afi.

pesado de forma muy negativa sobre la rentabilidad bancaria en los últimos años. Por un lado, el elevado peso de las nuevas exigencias regulatorias e incertidumbres asociadas a las mismas, y que tanto en Reino Unido como en Estados Unidos van a ser objeto de una clara reconsideración a la baja. Si en el Reino Unido el Banco de Inglaterra reaccionaba al *Brexit* con claras promesas de relajación regulatoria a la banca británica, en el caso estadounidense una de las primeras decisiones anunciadas por el presidente Trump era la congelación, cuando no reversión, de buena parte de las regulaciones asociadas a, o pendientes de desarrollo en, la Ley Dodd-Frank.

Valoración bursátil y curva de tipos

Esas relajaciones regulatorias en Reino Unido y Estados Unidos, y la anticipación de que Europa pudiera adoptar actitudes similares –y en este sentido podrían jugar también los elementos de riesgo político asociados al calendario electoral en varios países europeos– probablemente han pesado de forma significativa en la recuperación bursátil de los bancos europeos.

La recuperación bursátil de la banca europea descansaría en una cierta expectativa de relajaciones regulatorias impulsadas en Reino Unido y Estados Unidos, pero sobre todo en el repunte de las curvas de tipos, indicativo de una futura normalización de los tipos relevantes para el negocio bancario minorista.

Como también ha pesado, con alta probabilidad, otra derivada que también cabe extraer de los mencionados resultados electorales en Reino Unido y Estados Unidos. Se trata de un más que probable cambio de prioridades en cuanto a la mezcla entre políticas monetarias y fiscales. En ambos países parece clara una decidida orientación a políticas fiscales más expansivas, tomando el relevo de unos estímulos basados exclusivamente en las políticas monetarias, y por tanto,

permitiendo anticipar un posible escenario de “normalización” de tipos de interés, que sin duda es muy favorable para el negocio bancario europeo.

Pero no solo se trata de derivadas de esos resultados electorales. La propia dinámica económica en la eurozona, tras varios años de estímulos monetarios (convencionales y no convencionales) extraordinariamente intensos, parece apuntar claramente en la dirección de una recuperación sostenible, ahuyentando con ello los riesgos de deflación, y de horizontes de tipos cero durante un largo periodo de tiempo (el conocido como escenario *too low for too long*), que tan adverso es para el negocio bancario minorista.

A modo de contraste, hemos analizado la correlación existente entre la valoración bursátil de los bancos europeos y los más fiables indicadores de la posible orientación futura de los tipos de interés, utilizando alternativamente los bonos a largo plazo del tesoro estadounidense, o del alemán, como se ilustra en el gráfico adjunto.

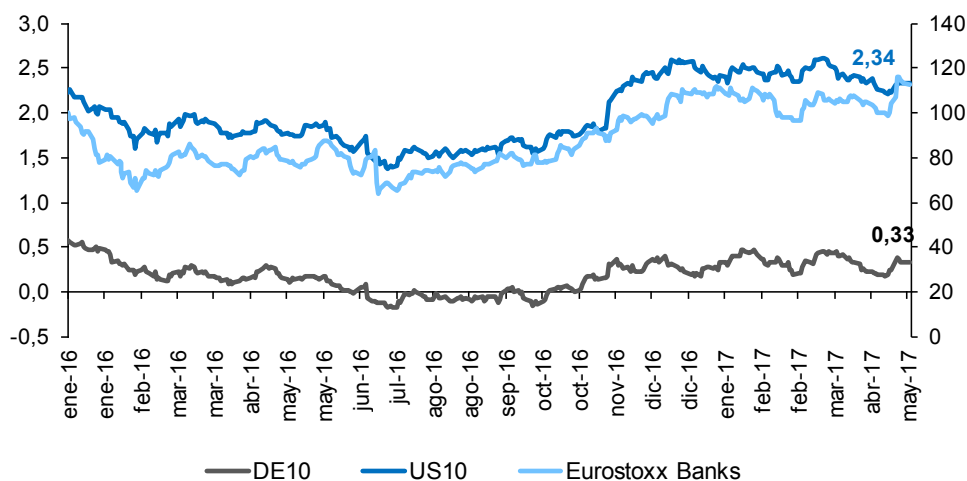
La correlación entre la evolución de cotización de los bancos del Eurostoxx y la deuda a 10 años alemana y la estadounidense es evidente, aunque es significativamente mayor con la segunda. Una posible explicación residiría en el hecho de que en el caso de la eurozona la activa política de compras de deuda pública por el BCE estaría “contaminando” la capacidad de los tramos largos de la curva para anticipar evoluciones futuras de tipos cortos, función que sí estaría cumpliendo de forma más nítida la curva estadounidense.

Por otro lado, si extendiéramos este análisis hasta la presentación de resultados del primer trimestre de 2017, donde los resultados han batido sistemáticamente al esperado por el consenso de mercado, reforzaría el análisis anterior, ya que esa mejora sustancial en los fundamentales de las entidades no ha impactado en la cotización de las entidades, denotando que la sensibilidad del mercado se halla más cerca de la evolución de la curva tipos, que sobre la *performance* de los bancos.

Gráfico 4

Evolución del componente bancos del Eurostoxx y la TIR del bono a 10 años alemán y estadounidense

(Base = 100: 1 de enero de 2016)



Fuentes: Afi, SNL Financial, Datastream.

Conclusiones

Los resultados no dejan lugar a dudas sobre la gran influencia que sobre la valoración bursátil de los bancos europeos ha tenido el repunte de tipos largos, y de forma más intensa el estadounidense que el alemán.

Más allá de la elevada significación estadística –se trata del indicador económico con el que el Eurostoxx de bancos alcanza la correlación más elevada– los resultados tienen una racionalidad económica y financiera fuera de toda duda. La curva del T-Bond ha sido la primera en recoger un cambio de escenario en el cual los tipos de interés deberán normalizarse, y abandonar el territorio cercano a cero –o incluso por debajo de dicho

nivel– que tan adverso ha resultado para el sistema bancario.

En este contexto de clara sensibilidad de las valoraciones bursátiles de la banca a la curva de tipos de interés, si bien es cierto que la retirada de estímulos por parte del Banco Central Europeo todavía no parece cercana en el tiempo –en el momento en que se produzca, será de forma muy paulatina–, el mercado empieza a ver la luz al final del túnel para las entidades financieras, en un entorno de clara mejora macroeconómica, apoyada por todos los últimos indicadores, que permita una vuelta a un entorno de normalización de tipos de interés que dé oxígeno a las todavía maltrechas cuentas de resultados bancarias.