

Valoración bursátil y rentabilidad de los bancos: España, eurozona, Estados Unidos

Ángel Berges, Alfonso Pelayo y Fernando Rojas*

La creación de la unión bancaria ha propiciado que los bancos europeos mejoren de manera importante sus principales ratios de *performance*, especialmente la reducción de los préstamos improductivos (*NPL*). En este proceso las entidades bancarias han mejorado de forma ostensible su valoración bursátil, pero también de manera heterogénea entre Estados Unidos y Europa y sin llegar a los niveles precrisis. En el ejercicio de comprobar qué factores inciden de una manera más importante en la valoración que hace el mercado, la ratio de rentabilidad sobre recursos propios (*ROE*) es la más significativa. Y su significatividad aumenta cuando la regresión se realiza sobre el *ROE* prospectivo, evidenciando que el mercado descuenta beneficios futuros, ya que el *ROE* en proyección es mayor que el que las entidades presentan en la actualidad.

Con la publicación de los resultados correspondientes a 2017 concluye un trienio completo de operativa bancaria en el marco de la unión bancaria. Ese hito justifica la realización de una revisión de la *performance* bancaria en España y Europa, y de cómo la misma es valorada por el mercado. Esa revisión la llevamos a cabo desde una doble perspectiva. En primer lugar, un análisis temporal desde el inicio de siglo, para ilustrar cómo afectó la crisis a la valoración bursátil de la banca en las tres jurisdicciones mencionadas. Y en segundo lugar, con un análisis de corte transversal en el que, a través de una amplia muestra de bancos cotizados de España, eurozona y Estados Unidos, podemos factorizar los principales componentes explicativos

de la valoración bursátil para cada banco en la actualidad.

El análisis de la valoración bursátil relativa de los bancos (mediante la ratio PBV que relaciona el valor de mercado con el valor contable) cobra una especial relevancia, por cuanto permite medir la creación de valor de las entidades derivada de los diferentes modelos de negocio. Adicionalmente, constituye un indicador indirecto de la confianza de los mercados en la sostenibilidad de cada banco, y por tanto, de la distancia a la inviabilidad o resolución. Y sobre todo, una valoración elevada (cerca, o incluso por encima, del valor contable) es una precondition para poder llevar a cabo ape-

* Afi - Analistas Financieros Internacionales, S.A.

laciones al mercado para emitir capital de primera categoría (acciones) y ampliar la base accionarial.

Valoración de la banca: una perspectiva histórica “pre y poscrisis”

Para tener una perspectiva temporal de la valoración bursátil de los bancos, y poder visualizar el impacto que sobre la misma ha tenido la crisis, y la posterior recuperación, presentamos en el gráfico 1 la evolución desde principio de siglo de la ratio *PBV* (precio de mercado sobre valor en libros) en España, en comparación con Europa y Estados Unidos. En los tres casos, hemos aproximado esa ratio de valoración mediante agregación ponderada de los datos correspondientes a los bancos cotizados.

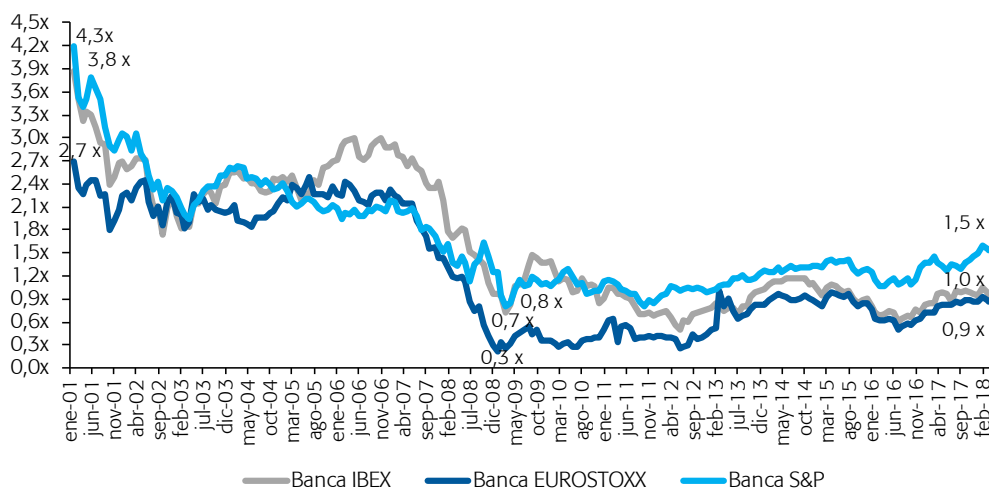
Frente a valoraciones de tres o cuatro veces su valor en libros al inicio del siglo, la llegada de la crisis se tradujo en unas valoraciones muy por debajo de los valores contables, poniendo de manifiesto importantes dudas sobre la fiabilidad/recuperabilidad de esos valores contables, así como sobre la capacidad de generación de rentabilidad suficiente para el capital.

Centrándonos en el caso de los bancos españoles, merece la pena destacarse cómo el mercado los valoraba de forma especialmente elevada –mucho más que a sus homólogos europeos y estadounidenses– en el punto álgido de la burbuja inmobiliaria (años 2005 a 2007), poniendo de manifiesto que tampoco el mercado bursátil fue capaz de anticipar que esa bonanza no podía alargarse de forma ilimitada. En todo caso, también la caída asociada a la crisis fue proporcionalmente más intensa en el caso de los bancos españoles que en el de los otros dos subgrupos analizados.

Tras los mínimos de la crisis, la recuperación posterior ha sido claramente asimétrica entre Estados Unidos y Europa: sostenida y recurrente en el primer caso, al tiempo que la banca europea, y muy especialmente la española, tras una “salida en falso” de la crisis en 2009, sufría una intensa recaída entre 2010 y 2012, con nuevos mínimos incluso por debajo de los registrados con la crisis de Lehman Brothers. La recuperación posterior, fundamentada en varias decisiones clave tomadas en el verano de 2012 –el propio rescate de la banca española, y sobre todo la contundente señalización del Banco Central Europeo (BCE) con su *whatever it takes*, y el compromiso de puesta

Gráfico 1

Evolución del precio de mercado sobre el valor contable (*PBV*) por áreas geográficas



Fuente: Factset, Afi.

en marcha de la unión bancaria— en todo caso no ha sido capaz de cerrar el gap de valoración

De valoraciones de mercado de las entidades bancarias que alcanzaban tres o cuatro veces su valor en libros a comienzos de siglo, se pasó a valoraciones por debajo del valor contable, poniendo de manifiesto importantes dudas sobre la fiabilidad de dichos valores contables y sobre la capacidad de generación de rentabilidad suficiente para el capital. No obstante, existen diferencias apreciables entre algunas áreas geográficas, especialmente entre EE.UU. y la eurozona.

frente a la banca estadounidense, que supera en un 50% a la banca española, e incluso más al resto de la banca europea.

Performance bancaria tras tres años de unión bancaria

Dado que, como hemos mencionado antes, la recuperación bursátil de la banca europea descansó en gran medida en el anuncio de la creación de la unión bancaria, un primer ejercicio de análisis sobre los factores explicativos de la valoración actual de la banca europea debe centrarse en su *performance* en los tres años completos (2015, 2016 y 2017) que ha operado ya bajo el paraguas supervisor y regulador de la unión bancaria.

Para ello, y una vez concluida la presentación de resultados correspondientes a 2017 por parte de los bancos cotizados, utilizamos datos de dicho año para una amplia muestra de bancos españoles (7), y de otros países europeos (20), al objeto de analizar las mejoras registradas en sus principales indicadores de *performance* durante el trienio transcurrido desde la puesta en marcha de la unión bancaria. Y a modo de contraste incorporamos en esos análisis el comportamiento observado de la banca estadounidense, para lo cual utilizamos también datos para una amplia muestra (18) de bancos de dicho país.

Tres son los indicadores de *performance* bancaria en los que nos vamos a centrar: calidad de los activos, aproximada por la ratio de morosidad o *NPL* (*non performing loans*) por sus siglas en inglés; eficiencia en la gestión, medida por la ratio entre costes y márgenes (*Ctl*, o *cost to income*); y rentabilidad sobre el capital (*ROE*, o *return on equity*).

Es sin duda en la calidad de activos (*NPL*) donde más claras son las mejoras observadas en la banca europea y española tras tres años de unión bancaria. El gráfico 2 compara, para todos los bancos de la muestra utilizada, su nivel de *NPL* actual con el que registraban antes de la puesta en marcha de la unión bancaria. Como era de esperar, todos los bancos de la muestra tienen su representación por debajo de la diagonal, pues las tasas de mora

*De los indicadores utilizados para analizar la performance bancaria, la principal mejora desde la creación de la unión bancaria ha sido la reducción de las tasas de morosidad (*NPL*). Sin embargo esta mejora lo es menos si se contrasta con los bancos estadounidenses. Probablemente en ello radique la mejor valoración de estos en el mercado.*

(*NPL*) son hoy de forma generalizada menores que en 2014. La distancia a la diagonal refleja la mejora observada, que es en general mayor en los bancos españoles que en el resto de bancos europeos.

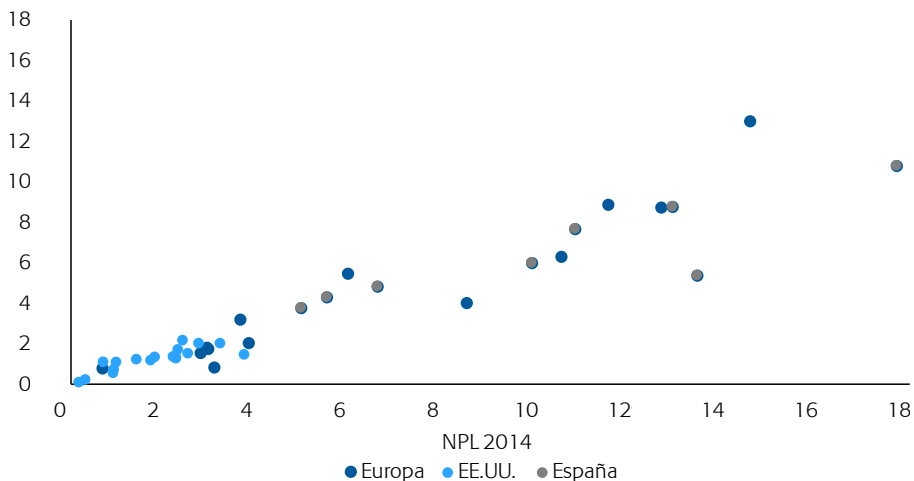
Sin embargo, esa optimista interpretación lo es menos cuando se contrasta con los bancos estadounidenses, con un rango de *NPL* sustancialmente por debajo del observado en los bancos españoles y europeos. Probablemente, ese nivel mucho más reducido de *NPL* en la banca estadounidense es uno de los factores explicativos de su mejor valoración por el mercado, aspecto que analizamos más adelante.

En cuanto a eficiencia operativa (*Ctl*), la evolución ha sido mucho menos favorable que en el caso de los *NPL*. De hecho, como puede observarse en

Gráfico 2

Tasas de morosidad (NPL): actual y preunión bancaria

(En porcentaje)



Fuentes: SNL Financial, Factset, Afi.

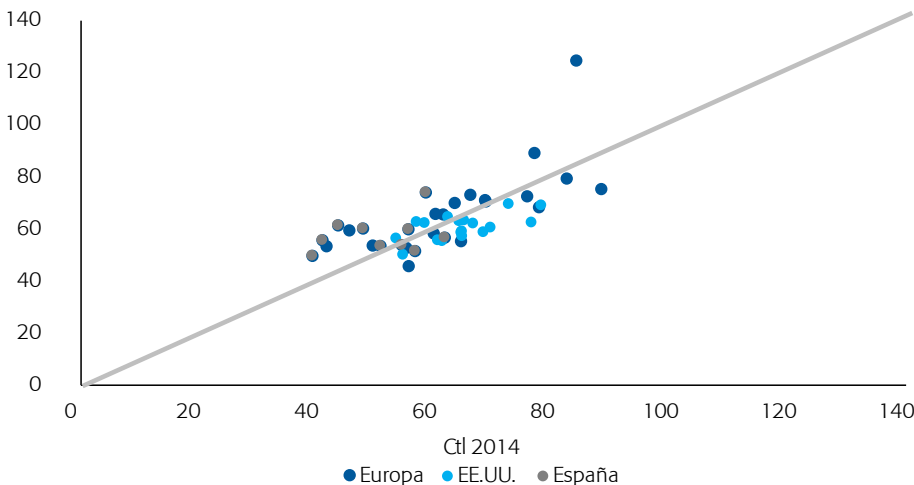
el gráfico 3, la mayoría de bancos europeos, y entre ellos los españoles, han deteriorado su ratio de eficiencia, en la medida en que se hallan por encima de la diagonal, indicando que su ratio *Ctl* es más elevada en 2017 que en 2014. En esa desfavorable evolución de la eficiencia ha pesado, sin duda, la

persistente presión a la baja en los márgenes brutos (el denominador de la ratio de eficiencia), en un contexto de no crecimiento de negocio y tipos cero o incluso negativos. Esa presión a la baja sobre márgenes no ha podido ser compensada con la reducción de costes que la mayoría de entidades

Gráfico 3

Eficiencia (Ctl): actual y preunión bancaria

(En porcentaje)



Fuentes: SNL, Factset, Afi.

han llevado a cabo. En contraste, la banca estadounidense, cuyos márgenes son más elevados y su volumen de negocio ha crecido más, ha visto mejorar su eficiencia en el último trienio.

En todo caso merece destacarse que, aun habiendo empeorado algo respecto a 2014, la ratio de eficiencia de la banca española es claramente mejor (más reducida) que la registrada en sus homólogos europeos o estadounidenses.

Finalmente, en ese chequeo a cómo ha mejorado la *performance* de la banca europea y española en el marco de la unión bancaria, debemos concluir en el parámetro clave desde la perspectiva de los inversores en capital bancario, cual es el de la rentabilidad (*ROE*), cuya evolución entre 2017 y 2014 aparece representada en el gráfico 4.

Aunque la mayoría de entidades se encuentran por encima de la diagonal (*ROE* en 2017 mejor que en 2014), es destacable la gran dispersión entre entidades, con un rango que oscila entre el 1% y el 15%. Dentro de la dispersión, los bancos estadounidenses presentan mejores *ROE* que los europeos, y dentro de estos últimos, los españoles aparecen en una posición algo más favorable que los de otros países.

Performance bancaria y valoración bursátil

Tras analizar la evolución seguida por las principales variables de *performance* bancaria en los tres años de unión bancaria, queremos analizar la importancia relativa que cada una de ellas tiene para explicar las diferencias de valoración de los bancos.

Para ello graficamos, para la muestra de bancos seleccionados, la relación entre su valoración relativa (ratio *PBV*) y su posicionamiento en términos

En el análisis de regresión entre los indicadores de performance y la valoración bursátil, la relación más significativa es con la rentabilidad (ROE), siendo más intensa en Estados Unidos que en Europa, si bien dentro de esta es más elevada en España.

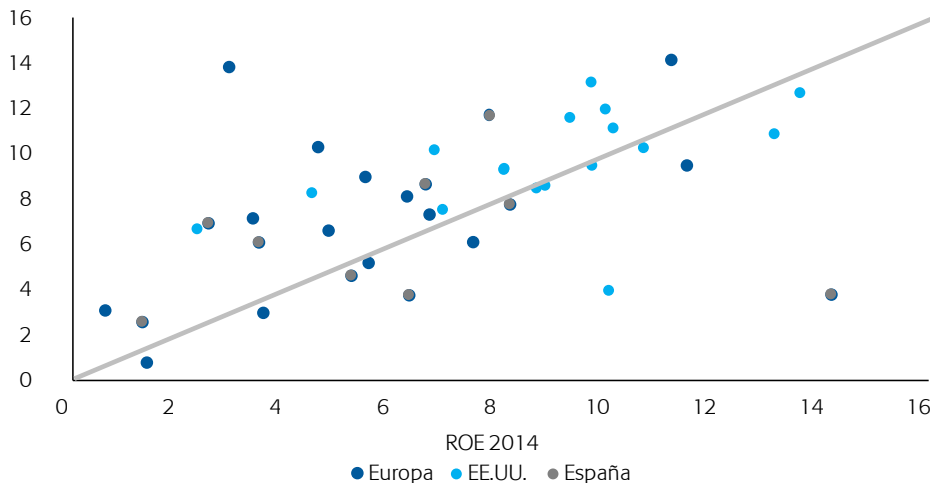
de las tres medidas de *performance* utilizadas: rentabilidad (*ROE*), morosidad (*NPL*) y eficiencia (*Ctl*).

La relación entre valoración relativa y rentabilidad (*ROE*) es claramente positiva –a mayor *ROE* mejor

Gráfico 4

Rentabilidad sobre recursos propios (*ROE*): actual y preunión bancaria

(En porcentaje)

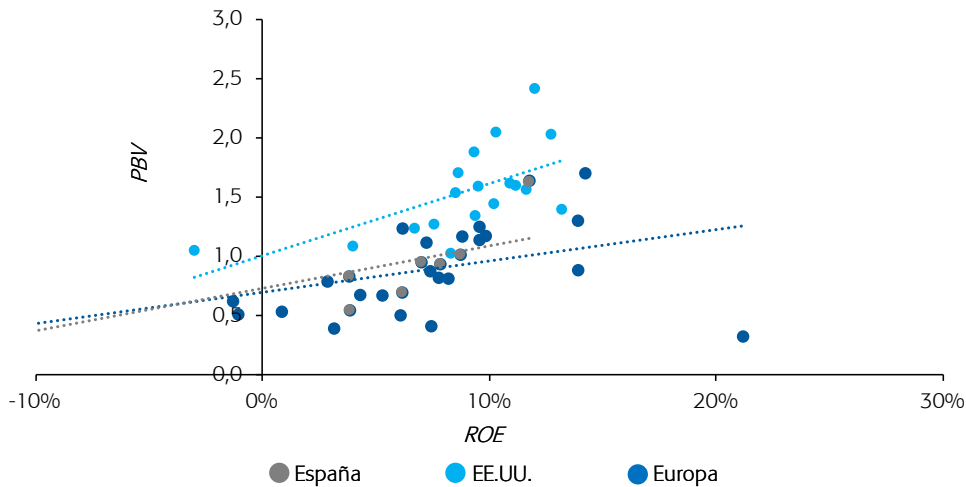


Fuentes: SNL Financial, Factset, Afi.

Gráfico 5

Relación entre valoración relativa (PBV) y rentabilidad (ROE)

(2017)



Fuentes: Afi, SNL Financial, Factset.

valoración relativa— y muy significativa estadística-mente; de hecho es la variable que más explica las diferencias de valoración entre bancos. La recta de regresión estimada es mucho más intensa en Estados Unidos que en Europa, y dentro de esta es más elevada en los bancos españoles que en el resto de países. Es decir, no solamente es que la banca americana genera más ROE que la europea, sino que cada punto de ROE es valorado por el mercado más en el caso de los bancos estadounidenses que en el de los europeos, y dentro de estos, más en los bancos españoles.

En cuanto a la relación entre valoración bursátil y morosidad (NPL), el gráfico 6 confirma la relación inversa existente entre ambas variables —a mayor NPL menor valoración relativa—, relación que tiene lugar en todas las áreas geográficas. La pendiente de la recta estimada es más intensa en España que en Estados Unidos y Europa, de tal manera que cada punto de reducción de NPL es valorado más en España que en el resto. En todo caso, la capacidad explicativa de NPL sobre la valoración es sustancialmente menor que la que tenía lugar en el caso del ROE.

Finalmente, el gráfico 7 presenta la relación entre valoración relativa y ratio de eficiencia (CtI),

en el que se pone de manifiesto una relación inversa en España y Europa (a menor CtI, mejor valoración), y directa en Estados Unidos, lo cual resulta un tanto contraintuitivo.

Dado que los tres indicadores tienen, cada uno por separado, influencia sobre la valoración relativa de los bancos, realizamos un análisis de regresión múltiple tratando de estimar la capacidad explicativa conjunta sobre la valoración. Los resultados de dicha regresión ponen de manifiesto que, en conjunto, los tres indicadores tienen una capacidad explicativa (R²) del 55%, siendo mucho más significativo el efecto de ROE que el de las otras dos variables (NPL y CtI) como factor explicativo de las diferencias de valoración. El modelo estimado es el siguiente:

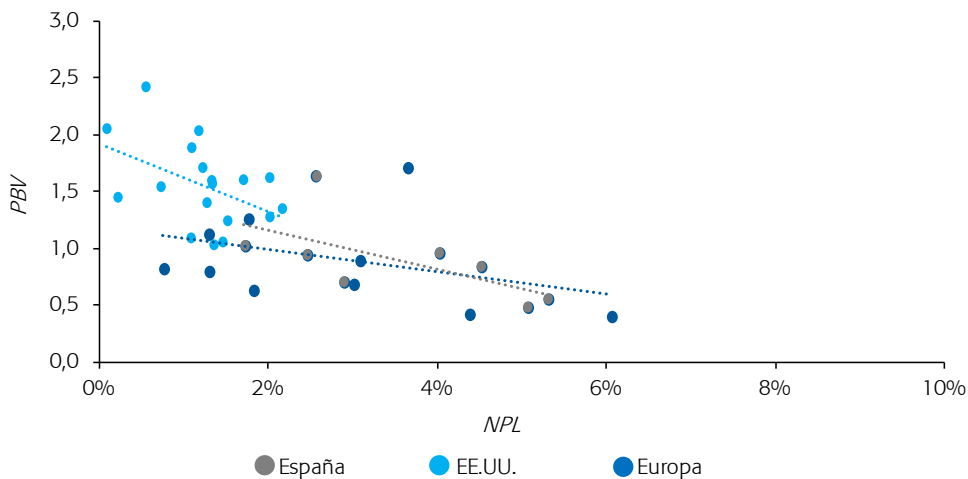
$$PBV = 0,90 + 0,025*ROE - 0,004*NPL - 0,004*CtI$$

Conviene añadir un matiz aclaratorio al interpretar estos resultados, y sobre todo a la hora de concluir que NPL o CtI tienen poco impacto en valoración por el mercado, lo cual sería erróneo. Hay que tener en cuenta que existe una

Gráfico 6

Relación entre valoración relativa (PBV) y morosidad (NPL)

(2017)



Fuentes: Afi, SNL Financial, Factset.

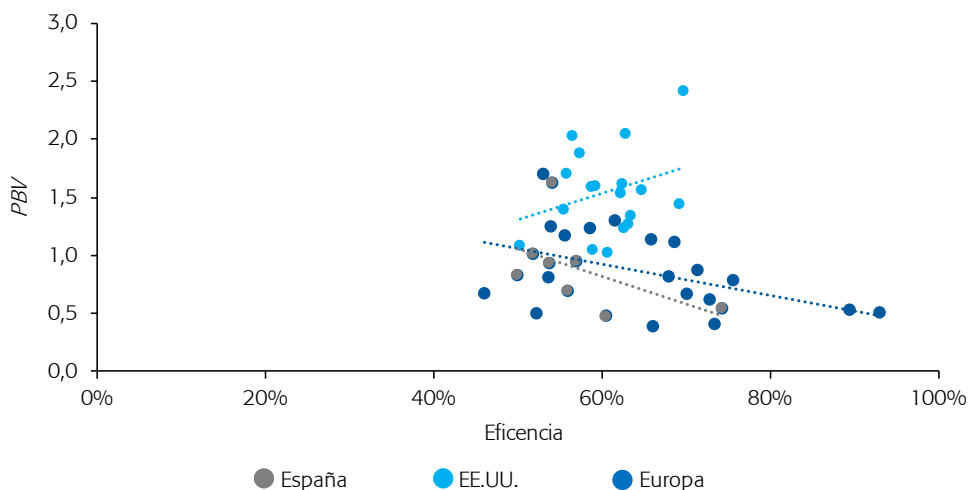
muy elevada correlación entre las tres variables de *performance*, de tal manera que la rentabilidad (*ROE*) está muy correlacionada con mejores ratios de eficiencia (menor *Ctl*), así como con reducidas ratios de morosidad (*NPL*), lo

que redundaría en menores activos improductivos y también en menores provisiones a realizar. Dadas esas elevadas correlaciones, hay que aclarar que, en una regresión múltiple como la realizada aquí, la significatividad atri-

Gráfico 7

Relación entre valoración relativa (PBV) y eficiencia (Ctl)

(2017)

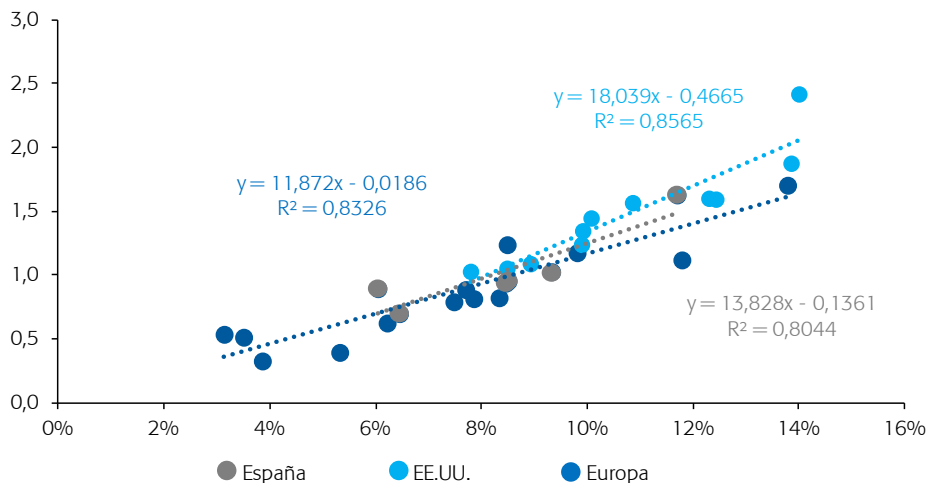


Fuentes: Afi, SNL Financial, Factset.

Gráfico 8

Relación entre valoración relativa (PBV) y ROE proSpectivo 2018

(Estimado)



Fuentes: Afi, SNL Financial, Factset.

buida a las variables *NPL* y *Ctl* es únicamente la "incremental" respecto de la que ya incorpora *ROE* como principal variable explicativa.

Estados Unidos que en Europa, y dentro de esta es mayor en los bancos españoles que en el resto.

Con una perspectiva forward looking, es decir, con el ROE estimado por el consenso de mercado, la capacidad explicativa se acerca al 90%, lo que denotaría en que el mercado estaría descontando futuros beneficios.

Dada esa relevancia que el *ROE* proSpectivo tiene sobre la valoración bursátil de los bancos, queremos concluir esta nota con una síntesis de lo que el consenso del mercado anticipa para el próximo trienio, y cómo compara con el obtenido en el trienio anterior, el primero bajo el paraguas de la unión bancaria. En este sentido, el consenso parece bastante claro en cuanto a persistir en la mejora del *ROE* de todos los sistemas bancarios, bajo un peso decreciente de *NPL*'s y tal vez mejora prospectiva de eficiencia si los márgenes dan un respiro e inician un leve repunte, como así anticipamos en Afi para España y Europa.

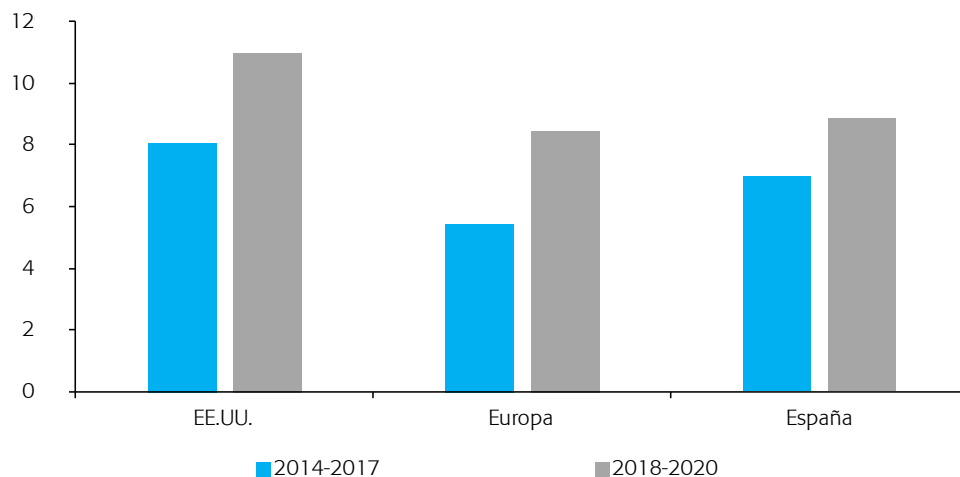
Dada esa relevancia que el mercado otorga al *ROE* como principal factor explicativo de la valoración relativa (PBV), hemos realizado un último intento de mejorar la capacidad explicativa incorporando una perspectiva anticipadora, o *forward looking*, centrándonos no tanto en el *ROE* del último año, sino en el anticipado para el próximo año por el consenso del mercado. Como puede comprobarse en el gráfico 8, la capacidad explicativa mejora sensiblemente, acercándose al 90%, y en todo caso siguen manteniéndose las grandes tendencias que habíamos observado anteriormente: la pendiente de la recta de regresión es mayor en

En todo caso, la banca estadounidense va a seguir generando un *ROE* sustancialmente más elevado que la europea, consolidando claramente ese 10% que se asume como deseable en el largo plazo, algo que no se contempla como plausible en el caso europeo, ni en el español, que seguirá presentando mejor *ROE* que la media europea, aunque la diferencia se va recortando.

Gráfico 9

ROE promedio 2014-2017 y prospectivo 2018-2020

(En porcentaje)



Fuentes: Afi, SNL Financial, Factset.

Conclusiones

Las condiciones para el desarrollo del negocio bancario han mejorado considerablemente en los últimos años gracias en parte a la creación de la unión bancaria, que ha propiciado una favorable trayectoria de las principales ratios del negocio bancario.

Esta mejora ha sido recogida por el mercado, evidenciada en el aumento de las ratios de valoración bursátil, mostrando una mayor confianza en el negocio bancario, especialmente en el europeo. Sin embargo, las diferencias entre zonas geográficas son ostensibles, así como las que se dan entre

las variables que tienen un mayor impacto en la valoración bursátil, encontrándose mejor valorados los bancos estadounidenses (1,5 veces su valor en libros) que los europeos (ligeramente por debajo de su valor en libros).

Dentro de Europa, la banca española es, entre los principales sistemas bancarios, la que se encuentra mejor valorada por el mercado, sin duda alguna capitalizando los mayores esfuerzos realizados, tanto para sanear activos, como sobre todo para reajustar capacidad, lo que la ha situado en una posición favorable en eficiencia y rentabilidad frente a sus comparables europeos.