

DIFERENCIAS EN LA VALORACIÓN BURSÁTIL Y RENTABILIDAD DE BANCOS EUROPEOS Y ESTADOUNIDENSES

Los principales bancos cotizados europeos presentaban, a principios de septiembre, una ratio media de capitalización bursátil sobre valor en libros (PTB, por sus siglas en inglés) de 0,7, frente a una ratio de 1,3 correspondiente a los mayores bancos cotizados estadounidenses¹. Estas diferencias de valoración no son coyunturales, sino que se han observado de forma sostenida tras la crisis financiera global. En efecto, al comienzo de la crisis financiera, tanto los bancos europeos como los estadounidenses mostraban una ratio PTB de 2. Desde el inicio de la crisis (2007-2008), hasta marzo de 2009, la ratio PTB descendió notablemente hasta 0,5, con una trayectoria comparable en ambas muestras, iniciando posteriormente un proceso de recuperación que fue mucho más marcado en EE.UU. Así, a partir de 2010 y más claramente 2011, las PTB medias en EE.UU. presentaron valores más elevados, convergiendo en alguna medida en 2014-2015, antes de volver a ampliarse las diferencias desde 2016. Las diferencias de la ratio PTB no se limitan a la media de ambas muestras, sino que las distribuciones son estadísticamente distintas en los períodos 2011-2014 y 2016-2019 (véase gráfico 1).

El numerador de la ratio PTB refleja la valoración que hacen los inversores de los bancos. Esta dependerá de las expectativas que tengan sobre la rentabilidad futura

de los bancos, el nivel de los tipos de interés sin riesgo y la prima requerida por el riesgo que asumen. Por el contrario, el denominador de la ratio recoge el valor contable de la entidad, proporcionando información útil a los inversores bajo criterios que pueden diferir del valor de mercado, al incorporar otros principios (prudencia contable, valoración estable, etc.), no estrictamente basados en las expectativas de mercado. El hecho de que la ratio PTB de los bancos europeos haya estado de forma sostenida por debajo de 1 desde 2009 implica que las expectativas de los inversores sobre el valor de estos bancos han sido de forma sistemática inferiores a los valores recogidos por las normas contables. Por el contrario, los bancos estadounidenses han presentado desde la segunda mitad de 2009 una ratio PTB superior a uno, señalando unas expectativas sobre el valor de las acciones bancarias superiores a las recogidas en los registros contables.

Cabe esperar que los inversores, para formar sus expectativas, utilicen, entre otros elementos, la información financiera disponible en cada momento. Esto ha dado pie a la elaboración de distintos estudios que relacionan la ratio PTB y diversas ratios financieras construidas a partir de los estados contables de los bancos². El presente recuadro se centra en estudiar

Gráfico 1
RATIO PTB DE LOS PRINCIPALES BANCOS COTIZADOS DE EUROPA Y EEUU. 2007-2019 (a)



FUENTES: Datastream y Banco de España.

a Para cada fecha, se presenta la media simple de la ratio PTB para las muestras de los principales bancos cotizados de Europa y EE.UU. (27 entidades en cada caso), así como el p-valor de un test no paramétrico de Kolmogorov-Smirnov sobre la igualdad de las distribuciones de la ratio PTB en ambas muestras. Un nivel del p-valor por debajo de 0,1 indica el rechazo de la hipótesis nula de igualdad de distribuciones.

- 1 Se consideran dos muestras de 27 bancos para Estados Unidos y para Europa, cubriendo los bancos con mayor capitalización bursátil de cada área geográfica.
- 2 Algunos ejemplos recientes incluyen Calomiris, C. W., and D. Nissim (2014), «Crisis-related shifts in the market valuation of banking activities», *Journal of Financial Intermediation*, 23, pp. 400-435; Bogdanova, B. *et al.* (2018), «The ABCs of bank PVRs», *BIS Quarterly Review*, March 2018; y Grodzicki, M. *et al.* (2019), *ECB Financial Stability Report*, May 2019.

DIFERENCIAS EN LA VALORACIÓN BURSÁTIL Y RENTABILIDAD DE BANCOS EUROPEOS Y ESTADOUNIDENSES (cont.)

la relación entre la ratio PTB, que recoge la rentabilidad esperada de los bancos, y su rentabilidad presente. El gráfico 2 muestra para 2018, último año completo disponible, la relación que existe entre rentabilidad sobre patrimonio neto (ROE por sus siglas en inglés) y la ratio PTB, observándose una relación positiva entre ambas. También se aprecia como los bancos de EE.UU. se sitúan, en casi todos los casos, por encima de los europeos tanto en ROE como en la ratio PTB. En consecuencia, los bancos con mayor rentabilidad presente en 2018 parecen estar asociados con mayores expectativas de rentabilidad futura descontada en relación al valor contable actual.

El gráfico 3 muestra los coeficientes de regresión de la ratio ROE, como factor explicativo de la ratio de valoración PTB, en una serie de regresiones de sección cruzada desde 2007 a 2018, separando las muestras europea y estadounidense. La relación positiva entre ROE y ratio PTB observada para 2018 en el gráfico 2 no es exclusiva de ese año, ya que se obtienen coeficientes generalmente positivos y significativos para los distintos años, pero no es estable en el tiempo. Con el inicio de la crisis, el coeficiente del ROE para la muestra europea se reduce significativamente respecto al estimado en 2007 (0,04), hasta que en 2017 (0,05) y 2018 (0,08) se produce un repunte. Este coeficiente llega a ser casi nulo en 2008 y 2012, cuando la crisis financiera en Europa fue más virulenta y se aprobaron programas de apoyo al sector bancario y al soberano³. En el caso de los bancos de EE.UU. el coeficiente es generalmente superior (media de 0,06) al de los bancos europeos (media de 0,03), y también ha mostrado variaciones en el tiempo. Tras un descenso a un nivel nulo y no significativo en 2009, año de implementación del programa de rescate bancario TARP (*Troubled Asset Relief Program*), se ha mantenido en niveles superiores a los años previos a la crisis y superiores al de los bancos europeos.

De acuerdo con estos resultados, la relación entre rentabilidad realizada y la ratio PTB es más fuerte para EE.UU. en la dimensión geográfica y para períodos recientes en la dimensión temporal. Esto puede deberse a la percepción de los inversores de una mayor capacidad predictiva del ROE presente sobre la rentabilidad futura

o a un mayor énfasis en la rentabilidad a corto plazo. El análisis de correlaciones no permite diferenciar entre ambas explicaciones. En cualquier caso, resulta interesante destacar que en los años en que se aprobaron programas de apoyo críticos para el sector bancario, se observa una desconexión entre ambas variables.

Dada la existencia de esta relación, el siguiente paso consiste en analizar la evolución de esta medida de rentabilidad para los principales bancos europeos y estadounidenses en este período. Así, el gráfico 4 presenta el comportamiento de la ratio ROE en las muestras de entidades europeas y estadounidenses. Como se puede apreciar, la fase inicial de la crisis llevó a un fuerte deterioro de la rentabilidad en 2008, que se recuperó posteriormente hasta 2010, tras la implementación de programas de apoyo al sector bancario en ambas geografías, la relajación de las tensiones financieras y una cierta recuperación de la actividad. A partir de 2010, las sendas de rentabilidad comienzan a divergir, con los bancos de EE.UU. presentando un ROE estable en torno al 8%, mientras que los bancos europeos mostraban un nivel claramente inferior y más volátil; de hecho, experimentaron retrocesos significativos en 2016 y particularmente en 2012, el período de crisis soberana y de nueva recesión económica. Recuérdese que existe un claro paralelismo temporal en la evolución comparada de las ratios PTB en ambas geografías (gráfico 1).

Las diferencias de rentabilidad entre los bancos europeos y estadounidenses en términos de ROE se amplifican al considerar la ratio ROA (rentabilidad sobre activo total) debido a la diferente ratio de apalancamiento (patrimonio neto sobre total activo) que presentan los bancos en ambos continentes. La ratio de apalancamiento de los bancos de la muestra europea en 2018 alcanzó el 6%, mientras que la de los bancos estadounidenses se situó en el 10,6% (gráfico 5). El ROA, que puede descomponerse como producto de ROE y ratio de apalancamiento, es mayor para los bancos estadounidenses, tanto por el menor nivel de ROE en Europa como por el menor valor de la ratio de apalancamiento. En términos de ROA, no sólo existe una diferencia favorable a los bancos estadounidenses

³ Ver por ejemplo *ECB Financial Stability Report December 2008*, Special Feature «Recent Policy Initiatives to Strengthen the Resilience of the Financial System», pp. 129-134, y *ECB Financial Stability Report December 2012*, Chapter 3 Financial markets and global financial institutions.

DIFERENCIAS EN LA VALORACIÓN BURSÁTIL Y RENTABILIDAD DE BANCOS EUROPEOS Y ESTADOUNIDENSES (cont.)

Gráfico 2
RELACIÓN ENTRE RATIO PTB (EJE VERTICAL) Y ROE (EJE HORIZONTAL) EN 2018 DE LOS PRINCIPALES BANCOS COTIZADOS DE EUROPA Y EEUU (a)

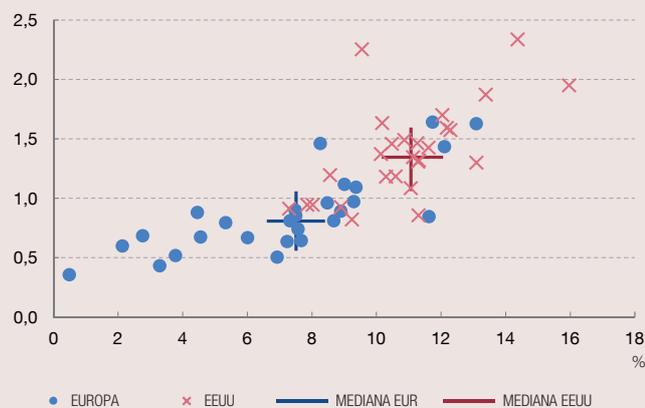


Gráfico 3
EFECTO DEL ROE SOBRE EL PTB EN LOS PRINCIPALES BANCOS COTIZADOS DE EUROPA Y EEUU (b)

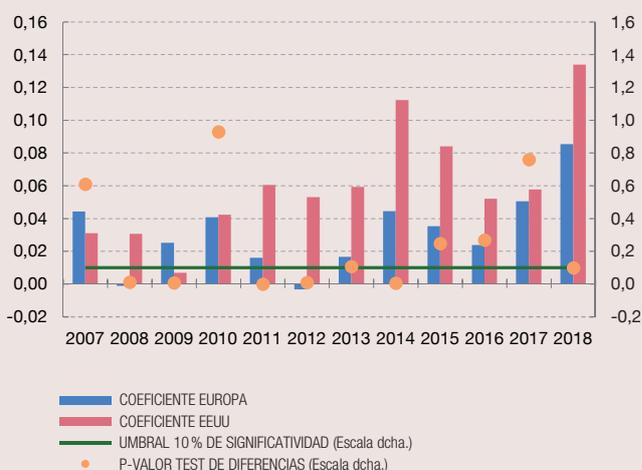


Gráfico 4
EVOLUCIÓN DE LA RENTABILIDAD (ROE) DE LOS PRINCIPALES BANCOS COTIZADOS DE EUROPA Y EEUU

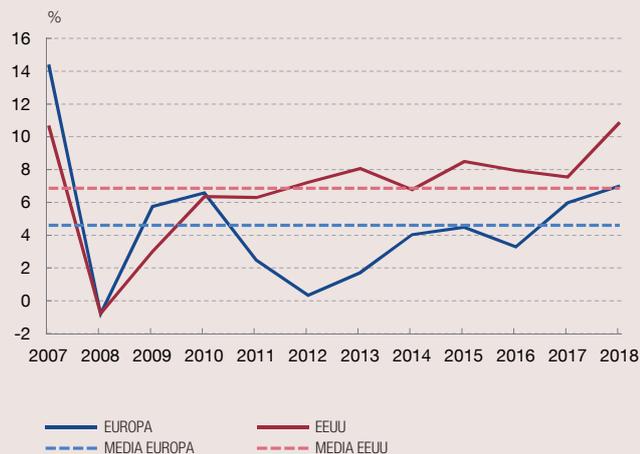
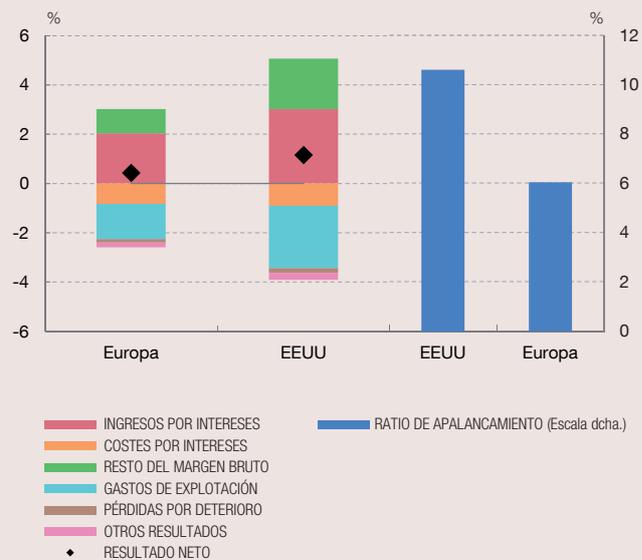


Gráfico 5
ESTRUCTURA DE LA CUENTA DE RESULTADOS DE 2018 Y RATIO DE APALANCAMIENTO DE LOS PRINCIPALES BANCOS COTIZADOS DE EUROPA Y EEUU (c)



FUENTES: Datastream, SNL y Banco de España.

- a El gráfico muestra la ratio PTB media a lo largo de 2018 en el eje vertical y el ROE en 2018 en el eje horizontal, de las 54 entidades de la muestra. Las cruces representan las medianas de PTB y ROE de los bancos europeos y estadounidenses.
- b Para cada año del periodo 2007-2018, se efectúa un regresión de sección cruzada $PTB_i = \alpha_{EEUU} \times I_{EEUU} + \alpha_{EUR} \times I_{EUR} + \beta_{EEUU} \times ROE_i \times I_{EEUU} + \beta_{EUR} \times ROE_i \times I_{EUR} + \varepsilon_i$ donde PTB_i y ROE_i son los ratios *price to book* y ROE del banco i , I_{EEUU} e I_{EUR} son indicadores de pertenencia a la muestra de EEUU y Europa, α_{EEUU} y α_{EUR} son las constantes correspondientes a las muestras de bancos europeos y estadounidenses, y β_{EEUU} y β_{EUR} son los coeficientes del efecto del ROE correspondientes a las muestra de bancos europeos y estadounidenses. La identidad de los coeficientes se examina mediante un test con hipótesis nula ($H_0: \beta_{EEUU} = \beta_{EUR}$) basado en el estadístico F. Los p-valores se reportan en el gráfico mediante los marcadores naranjas. Los errores estándar empleados son robustos a la heterocedasticidad. Los coeficientes β_{EEUU} y β_{EUR} son individualmente significativos en todas las regresiones, excepto en 2008 para Europa y 2009 para EEUU.
- c El gráfico muestra en su parte izquierda, la descomposición de la cuenta de resultados en términos del activo total de los principales bancos europeos y estadounidenses. En su parte derecha se presenta la ratio de apalancamiento, definida como patrimonio neto entre activo total.

DIFERENCIAS EN LA VALORACIÓN BURSÁTIL Y RENTABILIDAD DE BANCOS EUROPEOS Y ESTADOUNIDENSES (cont.)

en el beneficio neto en el numerador, sino que los activos totales de los bancos europeos de la muestra son sensiblemente superiores a los de sus homólogos estadounidenses⁴, reduciendo así esta ratio para la muestra europea.

Para intentar indagar en las causas de estas diferencias de rentabilidad más allá del nivel de apalancamiento, el gráfico 5 presenta también la descomposición de la cuenta de resultados (en relación al total activo) de los bancos en las muestras de EE.UU. y de Europa para el año 2018. Se puede observar cómo los factores clave para la mayor rentabilidad de los bancos estadounidenses son la mayor capacidad para generar ingresos netos, tanto a través del margen de intereses (2,1 % en EE.UU. frente a 1,2 % en Europa) como por las comisiones de servicio y resultados financieros que integran el margen bruto (2 % frente a 1 %). Esta capacidad para generar ingresos, más que compensa el mayor nivel de gastos de explotación (2,5 % frente a 1,4 %) y la ausencia de diferencias significativas en pérdidas por deterioro de activos y otros resultados. Factores adversos que han

influido en la rentabilidad bancaria europea desde el inicio de la crisis como el volumen decreciente de activos productivos, la contracción de márgenes de intereses y la limitación a modelos de negocio con peso reducido de ingresos netos distintos del margen de intereses estarían contribuyendo así todavía en 2018 a la menor rentabilidad de los principales bancos cotizados europeos en relación a los estadounidenses.

El análisis de este recuadro muestra que las diferencias de valoración bursátil entre los bancos estadounidenses y europeos surgidas con posterioridad a la crisis financiera de 2008 son persistentes, y encuentra indicios de que la recuperación adicional de la rentabilidad bancaria europea contribuiría al cierre de las diferencias de valoración. Sin embargo, esta mejora de la rentabilidad no debería lograrse a costa de sacrificar una estructura de financiación prudente (por ejemplo, incurriendo en un exceso de apalancamiento), ya que esto elevaría las primas de riesgo requeridas por los inversores, y, por tanto, limitaría la mejora de las ratios PTB.

4 Esta diferencia es atribuible a distintas causas, entre ellas, el distinto tratamiento del perímetro de consolidación, en particular, sobre titulizaciones.