



**Recuperación de la valoración bursátil
de la banca en EE. UU. y la Eurozona**

Recuperación de la valoración bursátil de la banca en EE. UU. y la Eurozona

Con los resultados del cierre de 2021 del sector bancario de la Eurozona y de EE. UU., se refleja, sobre el papel, la recuperación de la banca tras la crisis de la COVID-19 en ambas geografías.

La mayoría de las entidades han mejorado sustancialmente su rentabilidad, medida a través de la rentabilidad sobre los fondos propios (ROE¹), durante los doce meses de 2021 en comparación con el mismo periodo del año anterior. Aunque se han originado nuevos riesgos, como el geopolítico derivado del estallido del conflicto bélico entre Rusia y Ucrania o la previsible subida de tipos que va a acometer tanto la Reserva Federal (FED²) como el Banco Central Europeo (BCE), que están tensionando los mercados e incrementando la incertidumbre sobre la recuperación económica, en este artículo se propone comentar la evolución de la valoración bancaria hasta 2021.

A este respecto, es cierto que, aunque siguen existiendo medidas de política económica, tanto monetarias como fiscales, con un gran impacto en la actividad y el negocio bancario, tras la reducción de la incertidumbre asociada a la evolución de la pandemia se puede hablar de cierta normalización de

los resultados bancarios, particularmente en términos de imputación de provisiones por insolvencias. Sin embargo, también es cierto que quedan riesgos a los que hacer frente, principalmente basados en la finalización de estas medidas, y su traslado a la morosidad, así como la persistencia de tipos de interés y márgenes notoriamente bajos.

Con el objetivo de analizar la situación respecto a la valoración bursátil de los dos principales sectores bancarios del planeta, el estadounidense y el europeo, consideramos necesario en primer lugar contextualizar algunos datos que facilitan la comparación entre ambos sectores de manera agregada. Para ello, se presenta la evolución entre dos fechas que reflejan el estado de situación actual y el estado anterior a la crisis, 2007 para EE. UU. y 2008 para la Eurozona (Tabla 1).

1. *Return on equity*, por sus siglas en inglés.

2. *Federal Reserve*, por sus siglas en inglés.

Pues bien, en términos de tamaño de balance agregado se observa que el de la Eurozona asciende a 27,9 billones de euros frente a los 19,7 billones de euros de EE. UU. en el año 2021. Para comprender mejor el tamaño de un sector bancario, se debe relativizar en función del tamaño de la economía de las diferentes regiones. En este sentido, el sector bancario europeo es más de dos veces el PIB de la Eurozona, mientras que el estadounidense apenas lo supera. La conclusión que se extrae inmediatamente es que la Eurozona es una región mucho más bancarizada que la estadounidense. Y esto es coherente con la estructura productiva de los países, y la de los propios bancos, ya que conceptualmente el modelo de negocio de los bancos europeos está más orientado a la banca minorista, mientras que la banca estadounidense está más orientada a la banca de inversión. Además, a este factor contribuye el tejido empresarial de la Eurozona, que está formado por un mayor porcentaje de pequeñas y medianas empresas con mayores dificultades para acceder a los mercados financieros, un mercado de capitales menos desarrollado y una menor cultura financiera.

Cabe reseñar que, en una comparativa evolutiva desde el año previo al inicio de la crisis financiera, es decir, 2007 para EE. UU. y 2008 para la Eurozona, frente al año 2021, se observa un comportamiento heterogéneo en términos de la ratio activo/PIB, ya que ha descendido en la Eurozona (300,9% vs. 228,2%), mientras que ha aumentado en EE. UU. (88,6% vs. 96,9%). A priori, la más tardía recuperación económica, los procesos de consolidación bancaria y la cada vez menor dependencia del crédito (apalancamiento privado) de las jurisdicciones europeas serían las principales causas por las que se habría producido dicha evolución heterogénea.

Bajo nuestro punto de vista, habría que profundizar en el análisis de otras variables para ver cuánto contribuye cada sistema bancario a la economía. En este sentido, se podría analizar el porcentaje del valor añadido bruto (VAB) total de la economía que aporta cada sistema en las dos geografías, para así justificar cuál de los dos sistemas es más importante (Maudos, 2019).

Tabla 1. Cifras en millones (excepto % y ratios)

	Eurozona 2021 (19 países)	Eurozona 2008 (19 países)	Estados Unidos 2021	Estados Unidos 2007
Activo (moneda local)	27.962.893	28.246.981	23.251.659	13.033.934
Tipo de cambio medio USD/EUR			0,845956	0,730594
Activo (EUR)	27.962.893	28.246.981	19.669.870	9.522.513
Activo/PIB ³	228,2%	300,9%	96,9%	88,6%
Empleados/Nº de oficinas	15,4	12,0	27,4	27,3
Oficina/Pobl. (#/Mill. hab.)	346	559	225	268
Margen de intereses/ATM ⁴	1,1%	1,1%	2,4%	2,1%
Comisiones/ATM	0,6%	0,5%	0,5%	0,7%
Gastos de explotación/ATM	1,2%	1,2%	2,3%	2,2%
Eficiencia ordinaria	60,6%	74,5%	60,9%	74,9%
Capital (Tier 1)	16,6%	8,4%	14,5%	10,4%
Perfil de riesgo ⁵	35,6%	42,3%	59,7%	75,3%
Tasa de morosidad (NPL ⁶)	2,3%	0,5%	0,5%	0,9%
Coste del riesgo (CoR ⁷)	0,4%	0,2%	-0,2%	0,5%

Fuente: BCE, Eurostat, FDIC⁸, FED y BIS⁹

En este punto, la pregunta clave es cómo se podría medir el valor añadido bruto del sector bancario. En primer lugar, parece lógico referirse a la variable principal de generación de ingresos de los bancos, el margen de intereses. En la Tabla 1 se puede observar cómo el margen de intereses sobre activos totales medios (ATM) es mayor en EE. UU. que en la Eurozona a 2021. Una de las principales razones es la existencia de tipos de interés más elevados en EE. UU., motivados por las paulatinas subidas de tipos de interés que llevó a cabo la FED antes de la pandemia. El mayor dinamismo de la economía estadounidense, en la actualidad contando con niveles de pleno empleo y en una senda de crecimiento económico robusta, ha dado mayor flexibilidad a la FED para implantar las correspondientes políticas monetarias, al menos en los años previos a la crisis de la COVID-19.

3. Producto Interior Bruto.

4. Activos Totales Medios.

5. El perfil de riesgo o densidad de activos se calcula como el cociente entre activos ponderados por riesgo y total activos.

6. *Non-performing loans*, por sus siglas en inglés.

7. *Cost of risk*, por sus siglas en inglés.

8. *Federal Deposit Insurance Corporation*, por sus siglas en inglés.

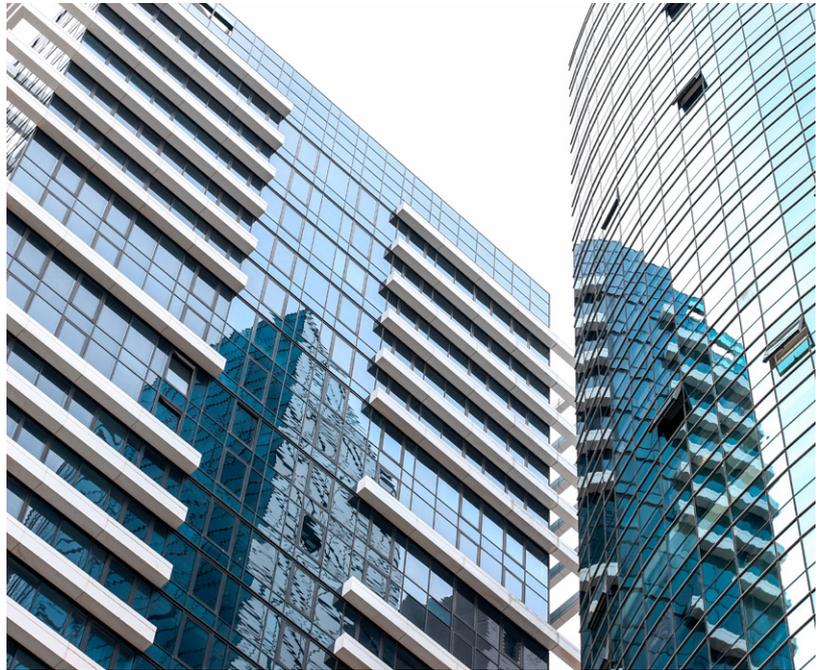
9. *Bank of International Settlement*, por sus siglas en inglés.

Asimismo, en Estados Unidos, las subidas de tipos antes mencionadas no se han trasladado en una ratio 1:1 a la remuneración de los depósitos, manteniendo parcialmente dicho ahorro de costes (es decir, la propensión marginal a subidas de la remuneración de depósitos ante incrementos de la curva de tipos ha descendido). Por otro lado, en la Eurozona se ha evidenciado un ahorro de costes financieros con una bajada sin precedentes en los costes de los depósitos, derivando en que el margen de intereses se haya mantenido casi sin cambios desde 2008.

Por otro lado, cabe destacar particularidades diferentes del negocio: tradicionalmente el mercado hipotecario en EE. UU. ha tenido un importante dinamismo derivado de una actividad titulizadora mayor, además de contar con un alto porcentaje de hipotecas referencias a tipo fijo. A su vez, presenta un considerable mercado de crédito al consumo basado en el uso de tarjetas y una menor ratio de morosidad, ayudando a registrar un mayor margen de intereses.

Por su parte, en la Eurozona, el Banco Central Europeo ha mantenido los tipos de interés en terreno negativo desde el año 2014, presionando a la baja el margen de intereses, dado que en Europa hay un gran porcentaje de préstamos en balance referenciados a tipo variable, en contraposición con la banca estadounidense. A este respecto, cabe resaltar que, en el año 2007, EE. UU. ya contaba con un margen de intereses sobre activos totales medios superior al de la Eurozona, diferencia que se ha ido ampliando hasta 2021. Asimismo, un impacto prolongado de la morosidad derivada de la crisis anterior y una solvencia promedio inferior del tejido productivo han deteriorado el margen de intermediación bancario europeo.

Por otro lado, la segunda de las variables que más contribuyen a la aportación de ingresos son las comisiones. A priori, dado el diferente modelo de negocio entre sistemas bancarios, llama la atención que la ratio comisiones/ATM sea superior en la Eurozona que en EE. UU. en 2021. Más aún cuando esto no ocurría en el año precedente a la Gran Recesión¹⁰. Como consecuencia de los bajos tipos de interés establecidos en la Eurozona desde el año 2014, así como el incremento de la competencia por la irrupción de *fintechs*¹¹ con estructuras de costes más flexibles eficientando el negocio



bancario, la banca europea está transformando su modelo de negocio en múltiples sentidos, tanto en términos de capacidad operativa como de negocio, con una orientación a la comercialización y gestión de productos que hacen ganar peso a las comisiones.

En los últimos años se ha visto un viraje del sector bancario hacia un crecimiento de comisiones por la prestación de servicios que antaño no conllevaban un precio explícito. La cada vez mayor protección del consumidor, el aseguramiento de la accesibilidad de la mayoría de los ciudadanos a los servicios financieros y la creciente regulación y mayor exigencia de capital son también otros de los factores que han forzado a los bancos a poner en valor sus servicios.

Si intentamos asemejar el modelo de negocio bancario al de la producción de un país, la generación de ingresos se podría extrapolar a una generación de VAB. En este sentido, vemos como la banca americana cubre con el margen de intereses la totalidad de los gastos operativos, mientras que la banca europea necesita las comisiones para sufragar dichos costes. Es decir, el negocio de intermediación bancaria por sí solo aporta más en EE. UU. que en Europa.

10. Crisis económica mundial que comenzó en 2008 aunque en EE. UU. se notaron los primeros efectos ya en 2007.

11. Empresas dedicadas a los servicios financieros basadas en la utilización de tecnología.

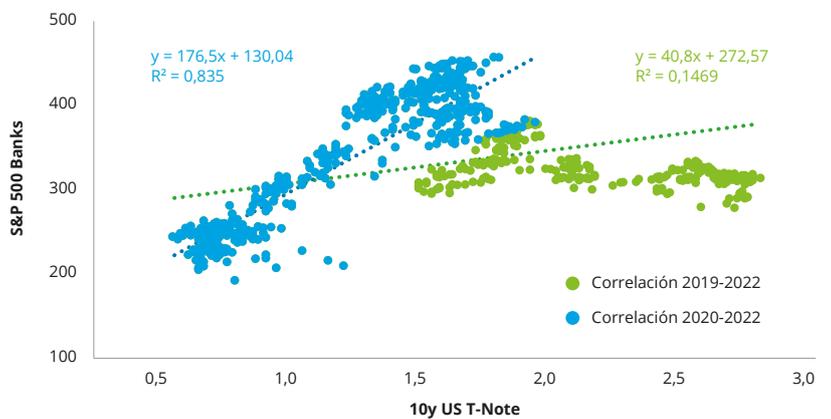
Sin embargo, teniendo en cuenta la estructura de costes, en términos de eficiencia, presentan niveles muy parecidos. Y es que, aunque se han dado procesos de reducción de capacidad operativa en ambas jurisdicciones, la crisis financiera pasada y, nuevamente los tipos laxos, han provocado una ingente reducción de entidades y capacidad operativa en Europa. Proceso que con casi toda probabilidad continuará en los siguientes años, y que se ha acelerado por la crisis de la COVID-19 con una mayor adaptación tecnológica.

Por último, en cuanto a la ratio de capital, se puede observar cómo la banca en la Eurozona está más capitalizada que la estadounidense en términos relativos. A diferencia de lo que ocurría en el año precedente a la Gran Recesión, cuando la ratio de capital de la banca estadounidense (10,4%) era superior a la de su homóloga en la Eurozona (8,4%), a finales de 2021 sucede lo contrario.

Pero la ratio de capital incorpora un efecto denominador, los activos ponderados por riesgo, que definen el perfil de riesgo. Históricamente se puede apreciar cómo la ratio de perfil de riesgo ha sido y es superior en EE. UU. que en la Eurozona. Entre las diversas causas se encuentran: una menor aversión al riesgo de la banca estadounidense, que explicaría en parte su mayor rentabilidad, y un menor peso de la renta fija pública (menos nexo del riesgo soberano-bancario) dentro del balance de la banca en EE. UU. Si bien, en referencia a este último punto, aunque el peso de la renta fija pública dentro del balance bancario de la Eurozona sigue siendo mayor, la diferencia entre las dos regiones se ha reducido desde el ejercicio 2020.

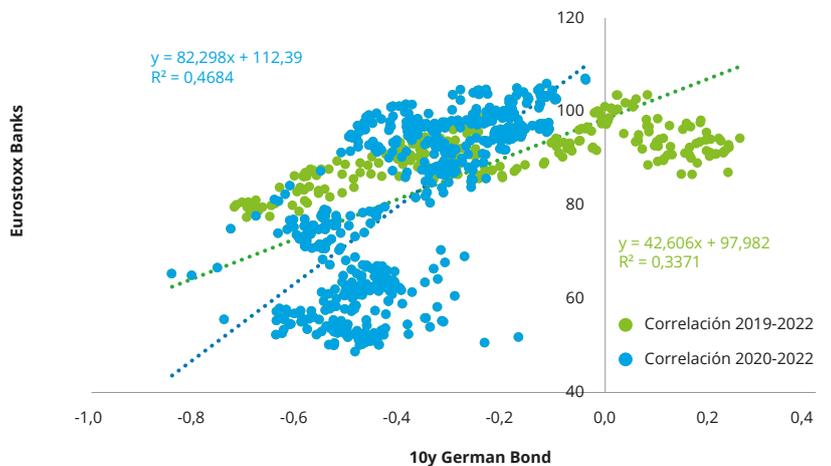
Una prueba de ello, como se puede ver en los gráficos adjuntos, podría ser el aumento de la correlación entre la evolución del índice S&P 500 Banks y la rentabilidad del bono americano a 10 años a partir dicho año (ver Ilustración 1). Se observa que la correlación en EE. UU. se ha incrementado en el último ejercicio de manera sustancial (R² del 84% frente al 15% incluyendo 2019), reflejando parcialmente el incremento de las tenencias de deuda pública en balance desde el estallido de la COVID-19. En cambio, aunque este aumento de la correlación también se ha producido al otro lado del Atlántico (R² del 47% frente al 34% incluyendo 2019), lo ha hecho en menor medida que en EE. UU. (ver Ilustración 2), lo que podría reflejar la histórica tenencia de deuda pública en el balance de las entidades de la Eurozona, no suponiendo los incrementos de deuda pública un aspecto tan diferencial como en EE. UU.

Ilustración 1: Correlación entre el S&P 500 Banks y la rentabilidad del bono estadounidense a 10 años desde 2019 hasta enero de 2022



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de S&P Capital IQ Pro.

Ilustración 2: Correlación entre el Eurostoxx Banks y la rentabilidad del bono alemán a 10 años desde 2019 hasta enero de 2022



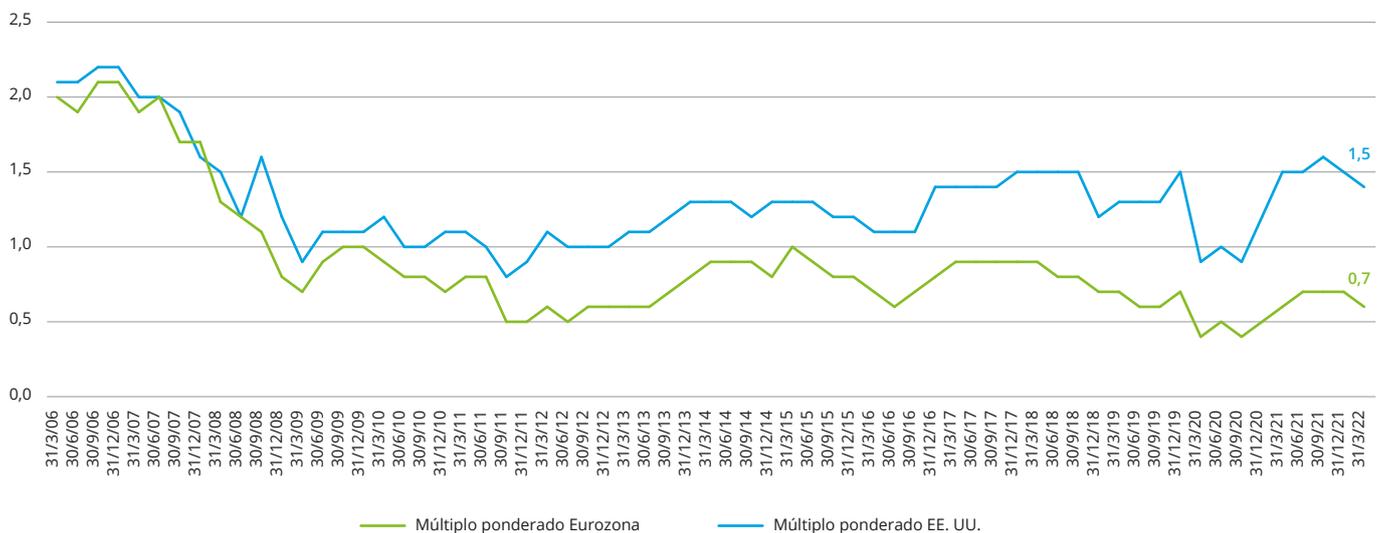
Fuente: Elaboración propia a partir de datos de S&P Capital IQ Pro.

Esta contextualización nos sirve como base para analizar la evolución de la valoración bursátil entre la banca estadounidense y la europea. Para ello, hemos considerado dos de las ratios más comúnmente empleadas a la hora de analizar la valoración de mercado de la banca, es decir, la ratio precio beneficios (PER¹²) y la ratio precio valor contable (P/BV¹³). Debido a la alta volatilidad presente en los beneficios del sector bancario como consecuencia de nuevas regulaciones, incrementos en las dotaciones de provisiones, reestructuraciones, venta de negocios *non core* e impactos de la COVID-19, entre otros factores, hemos considerado el P/BV como la ratio más representativa a la hora de analizar en el contexto actual la valoración bancaria. En este sentido, tal y como vemos en la Ilustración 3 cabe destacar que, antes de la crisis financiera de 2008, la valoración de la banca en ambas geografías se situaba significativamente por encima de su valor en libros (en esta representación 1,0). A su vez, tanto la banca estadounidense como la europea cotizaba entre un P/BV de 2 y 2,5 veces valor en libros. Tras el estallido de la crisis financiera,

uno de los sectores que mayor impacto registró fue el bancario, si no el que más. Las ratios de valoración bursátil descendieron por debajo de valor en libros en apenas 2 años, alcanzando un mínimo de valoración a mediados de 2009.

A partir de este momento, se evidencia un comportamiento heterogéneo entre ambas geografías: una recuperación paulatina del sector bancario estadounidense, en consonancia, tal y como hemos explicado, con una recuperación mucho más temprana y fuerte que en Europa. Sin embargo, la banca europea sufre retrocesos de valoración más acusados, alcanzando una media ponderada de 0,5 veces valor en libros durante los años más críticos de la pasada crisis, entre 2011 y 2012. A partir del cambio de rumbo de medidas de política monetaria que trajo consigo Mario Draghi al frente del BCE, junto con la recuperación económica a partir de 2014, se produce un incremento en el múltiplo de la banca europea, pero siempre a cierta distancia de la estadounidense.

Ilustración 3: P/BV ponderado por región



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de S&P Capital IQ y S&P Capital IQ Pro.

12. Price to earnings ratio, por sus siglas en inglés.

13. Price to book value, por sus siglas en inglés.



Y es desde 2016, con ciertos eventos geopolíticos como el Brexit o el comienzo de la guerra comercial, cuando se distancia aún más dicha valoración, observándose un gap de aproximadamente 0,8 puntos entre ambas regiones (1,5 veces la banca estadounidense frente a 0,7 veces la banca europea).

En la actualidad, y tras la crisis de la COVID-19, se produjo un retroceso en la valoración de ambas geografías, más intenso en la banca estadounidense que en la europea, derivado de los fuertes saneamientos que llevaron a cabo y de la incertidumbre al respecto. A pesar de ello, y tras la recuperación que ha sido más intensa también en la banca estadounidense que en la europea, cabe destacar que, en media, la banca estadounidense cotiza por encima de su valor en libros y, por ende, por encima de la banca europea, que cotiza por debajo de su valor en libros. Este hecho se viene produciendo desde 2010, y se ha intensificado desde 2014 cuando los tipos de interés tocaron terreno negativo en Europa, y desde 2016 por los efectos geopolíticos descritos. En la Ilustración 3 se puede comprobar cómo el P/BV agregado de la banca europea se sitúa en el 0,7 valor en libros, frente al 1,5 de la banca estadounidense.

Para una próxima entrega, ante las diferencias a nivel agregado en términos de modelo de negocio bancario, estructura productiva, situación y dinamismo económico y ratios de valoración ya mencionadas entre ambas geografías, creemos relevante descender a un nivel más detallado con el objetivo de profundizar en aquellas variables fundamentales y factores del negocio bancario que guían las distintas valoraciones de las entidades en los mercados en el medio y largo plazo. En este sentido, el nuevo contexto actual, con las tasas de inflación más altas de las últimas décadas y con un *forward guidance* que refleja un cambio sustantivo de la política monetaria de los bancos centrales, se manifiesta como un atractivo entorno para estudiar la histórica relación entre los múltiplos a los que cotiza la banca, sus ratios fundamentales y el entorno macroeconómico.

Contactos



Emilio Zurilla

Socio | Financial Advisory

ezurilla@deloitte.es



María Clares

Directora | Financial Advisory

mclares@deloitte.es



Fernando Rojas

Manager | Financial Advisory

crojatraverso@deloitte.es



Pablo Victoria

Analista | Financial Advisory

pvictoriarivera@deloitte.es

Deloitte.

Deloitte hace referencia, individual o conjuntamente, a Deloitte Touche Tohmatsu Limited ("DTTL") (private company limited by guarantee, de acuerdo con la legislación del Reino Unido), y a su red de firmas miembro y sus entidades asociadas. DTTL y cada una de sus firmas miembro son entidades con personalidad jurídica propia e independiente. DTTL (también denominada "Deloitte Global") no presta servicios a clientes. Consulte la página <http://www.deloitte.com/about> si desea obtener una descripción detallada de DTTL y sus firmas miembro.

Deloitte presta servicios de auditoría, consultoría, asesoramiento financiero, gestión del riesgo, tributación y otros servicios relacionados, a clientes públicos y privados en un amplio número de sectores. Con una red de firmas miembro interconectadas a escala global que se extiende por más de 150 países y territorios, Deloitte aporta las mejores capacidades y un servicio de máxima calidad a sus clientes, ofreciéndoles la ayuda que necesitan para abordar los complejos desafíos a los que se enfrentan. Los más de 345.000 profesionales de Deloitte han asumido el compromiso de crear un verdadero impacto.

Esta publicación contiene exclusivamente información de carácter general, y ni Deloitte Touche Tohmatsu Limited, ni sus firmas miembro o entidades asociadas (conjuntamente, la "Red Deloitte"), pretenden, por medio de esta publicación, prestar un servicio o asesoramiento profesional. Antes de tomar cualquier decisión o adoptar cualquier medida que pueda afectar a su situación financiera o a su negocio, debe consultar con un asesor profesional cualificado. Ninguna entidad de la Red Deloitte será responsable de las pérdidas sufridas por cualquier persona que actúe basándose en esta publicación.

© 2022 Para más información, póngase en contacto con Deloitte, S.L.

Diseñado y producido por el Dpto. Marketing & Brand.