

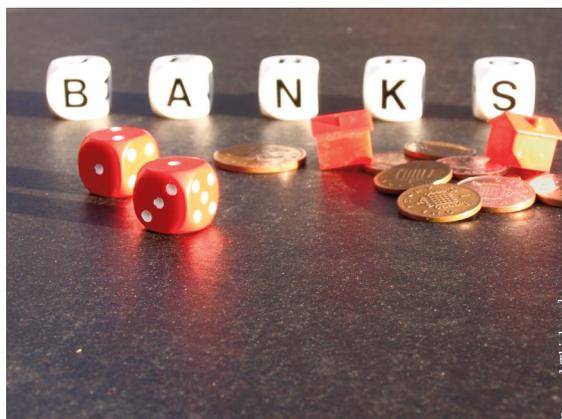
# Sector bancario: tiempo de descuento

El diferencial entre las rentabilidades exigidas por los accionistas y las realmente obtenidas por las entidades financieras continúa lastrando la valoración de las mismas. La debilidad de los beneficios y las medidas regulatorias para reducir los niveles de apalancamiento en el sector podrían acentuar esta tendencia.

Cristina Colomo y Guillermo Fernández Dono

Continúan las señales de inestabilidad en los mercados financieros, con el foco de atención en dos áreas: deuda pública de España e Italia y cotizaciones bursátiles en general y del sector bancario en particular, con la banca italiana como sector más penalizado a nivel europeo. A continuación, analizamos las posibles causas de este mayor castigo del sector bancario y su reflejo en multiplicadores tales como el precio/valor contable o el ratio de rentabilidad ofrecida al accionista.

Si tomamos como referencia enero de 2011, la capitalización del conjunto del sector bancario está hoy un 30% por debajo (la caída en el EuroStoxx en ese mismo horizonte es del 9%), y desde los máximos de junio de 2007 la pérdida media del sector en Bolsa supera el 75% (el EuroStoxx un -43%). Esta destrucción de valor para el accionista desde los máximos de ciclo se refleja en un ratio precio/valor contable que ha pasado de 2x a 0,5x. Es decir, en los máximos de 2007 el valor de mercado del sector bancario era dos veces superior al valor contable de los recursos propios; a día de hoy, la capitalización bursátil es la mitad de su valor



contable. El análisis de la evolución de la rentabilidad financiera o ROE es una de las claves para comprender este cambio de "signo" en la relación valor de mercado frente a valor contable. Así, en la medida que la rentabilidad del capital invertido no supere la rentabilidad exigida por los accionistas, el valor de mercado de las acciones se ajustará a la baja, llegando incluso a situarse por debajo del valor contable o valor en libros.

Actualmente hay cinco sectores en los que hay un diferencial negativo entre la rentabilidad que ofrecen al accionista (ROE) y la rentabilidad que exigen estos

## TESORERÍA EMPRESAS



**SI SU EMPRESA  
FUNCIONA  
COMO UN RELOJ,  
OBTENGA MÁS  
RENDIMIENTO**

RENTABILIDAD PARA  
SUS PUNTAS DE TESORERÍA CON  
DISPONIBILIDAD INMEDIATA

No pague ni un segundo cuando se trata  
de su dinero. Descubra las fórmulas de inversión a corto  
plazo de Unicaja y aproveche cada minuto  
de rentabilidad, con total seguridad y  
disponibilidad.

### DEPÓSITO ÁGIL

- Desde solo 6.000,00 €
- Usted elige y dispone de plazos de inversión entre 1 y 30 días
- 100% del capital invertido garantizado
- Sin comisión de cancelación
- Con tipos de interés muy atractivos, variables en función del plazo

### UNIFOND DINERO, FI

- Inversión mínima: 170,00 €, con aportaciones posteriores sin límite
- Sin comisiones de ningún tipo por suscripción o reembolso
- Disponibilidad inmediata



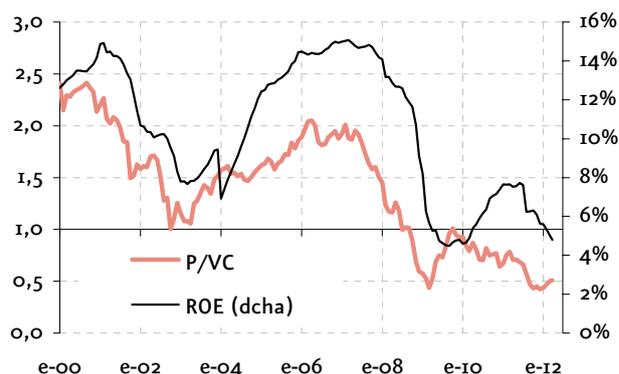
últimos. De la suma de los componentes que afectan a dicha variable (tipos a largo plazo de la deuda pública, prima de riesgo del mercado y beta de riesgo relativa del sector bancario con respecto al conjunto de mercado), se deduce un ROE exigible para el sector del 11,8%, que compara con un ROE que ofrece actualmente el selectivo bancario del 5,6%. Es decir, hay un diferencial negativo de 6,2%, muy superior al de otros sectores que se encuentran en esa misma situación de diferencial negativo. El resultado, un ratio precio/valor contable de 0,5x, el más bajo de todo el mapa sectorial del EuroStoxx. En el lado opuesto, el sector de Alimentación, que ofrece un ROE del 16% frente a un exigible del 6%, un "extra" de remuneración que el mercado valora con un ratio de 2,7x el valor en libros.

Centrando el análisis en la valoración del sector bancario, el ratio precio/valor contable (PVC) vuelve a los mínimos de 2009, una tendencia que, como sucedió en los ciclos de 2002 y 2008, está adelantando un entorno poco favorable para la rentabilidad financiera (ROE) del conjunto del sector. Con una rentabilidad del activo (ROA) sometida al entorno global de estancamiento económico y un nivel de apalancamiento bajo la presión de las exigencias de capital regulatorio, los niveles de ROE (que es el resultado de multiplicar el ROA por el apalancamiento) que pueda alcanzar el conjunto del sector a medio plazo difícilmente superará el 8%.

El resultado, un desplazamiento en el PVC de todas las entidades del sector por debajo de la unidad. En el análisis por países, siguen siendo las entidades italianas las que se sitúan en la parte baja de la regresión: menor ROE y, por lo tanto, menor PVC. El sector bancario español que cotiza en EuroStoxx presenta ROE's que oscilan entre el 4% y el 9%, con ratios PVC superiores a la media sectorial. En el desplazamiento de valoración relativa entre el mapa de 2009 y el actual, son las entidades francesas, en media, las que lideran la caída en PVC, un ajuste del 51%.

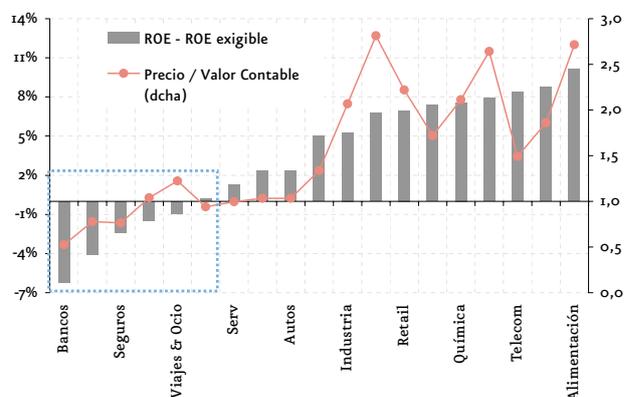
Con un *gap* del 6,2% entre la rentabilidad sobre el capital que ofrece el sector bancario y el "exigible", las

## Sector bancario del EuroStoxx: precio/valor contable y ROE



Fuente: elaboración propia a partir de datos de FactSet.

## Sectores del EuroStoxx: precio/valor contable y diferencial de ROE



Fuente: elaboración propia a partir de datos de FactSet.

valoraciones del sector seguirán con descuento frente a valor en libros. El proceso de saneamiento y desapalancamiento de los balances del sector mantendrá bajo presión en los próximos años el ROE del sector, dejando a una moderación del ROE exigible como única palanca para intentar estrechar el *gap* y dar soporte a las valoraciones relativas. Para ello será clave mantener anclados los tipos a largo plazo de la deuda pública y seguir con el apoyo del balance de los bancos centrales para rebajar el componente más sistémico de la prima de riesgo.

## TESORERÍA EMPRESAS



**SI SU EMPRESA FUNCIONA COMO UN RELOJ, OBTenga MÁS RENDIMIENTO**

RENTABILIDAD PARA SUS PUNTAS DE TESORERÍA CON DISPONIBILIDAD INMEDIATA

No pierda ni un segundo cuando se trata de su dinero. Descubra las fórmulas de inversión a corto plazo de Unicaja y aproveche cada minuto de rentabilidad, con total seguridad y disponibilidad.

### DEPÓSITO ÁGIL

- Desde solo 6.000,00 €
- Usted elige y dispone de plazos de inversión entre 1 y 30 días
- 100% del capital invertido garantizado
- Sin comisión de cancelación
- Con tipos de interés muy atractivos, variables en función del plazo

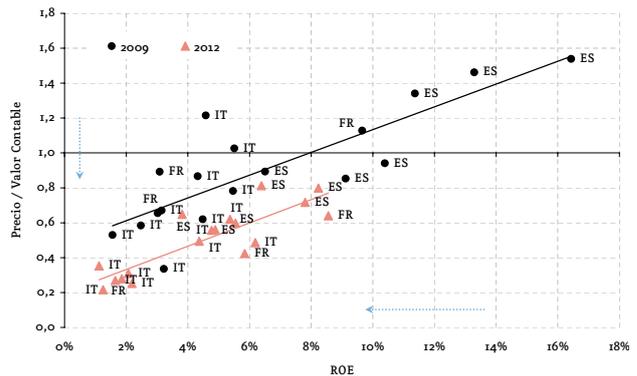
### UNIFOND DINERO, FI

- Inversión mínima: 170,00 €, con aportaciones posteriores sin límite
- Sin comisiones de ningún tipo por suscripción o reembolso
- Disponibilidad inmediata



En nuestra opinión, sin el apoyo inminente del balance de los bancos centrales, ahora que el BCE parece no plantearse, a corto plazo, nuevos estímulos tras la celebración de las últimas subastas a largo plazo (LTRO), y con unos mecanismos de estabilidad europeos (EFSF y ESM) sin capacidad suficiente para ejercer de “cortafuegos” creíble, más que una oportunidad, las valoraciones que está asignando actualmente el mercado a las acciones de los bancos podría ser una realidad. Asimismo, la dicotomía formada por consolidación fiscal y crecimiento económico en la periferia del euro vuelve a ganar peso en las cotizaciones de las curvas soberanas. El resultado: repunte vertical en las rentabilidades de las curvas de España e Italia y dificultades, por tanto, para mantener anclados los tipos en niveles que permitan mantener fuera de presión el ROE exigido por el accionista ::

### Bancos del EuroStoxx (España, Italia y Francia): relación precio/valor contable y ROE en 2009-2012



Fuente: elaboración propia a partir de datos de FactSet.

## TESORERÍA EMPRESAS



### SI SU EMPRESA FUNCIONA COMO UN RELOJ, OBTenga MÁS RENDIMIENTO

RENTABILIDAD PARA SUS PUNTAS DE TESORERÍA CON DISPONIBILIDAD INMEDIATA

No pierda ni un segundo cuando se trate de sacar el partido a sus excedentes. Descubra las fórmulas de inversión a corto plazo de Unicaja y aproveche cada minuto de rentabilidad con total seguridad y disponibilidad.

### DEPÓSITO ÁGIL

- Desde solo 6.000,00 €
- Usted elige y dispone de plazos de inversión entre 1 y 30 días
- 100% del capital invertido garantizado
- Sin comisión de cancelación
- Con tipos de interés muy atractivos, variables en función del plazo

### UNIFOND DINERO, FI

- Inversión mínima: 170,00 €, con aportaciones posteriores sin límite
- Sin comisiones de ningún tipo por suscripción o reembolso
- Disponibilidad inmediata

