

# PRECIO DE MERCADO VS. VALOR EN LIBROS: ¿UNA BRECHA ESTRUCTURAL EN LA BANCA?

*Ensayos y Notas 04/2023*

José M. Domínguez Martínez  
Universidad de Málaga

---

## Resumen

El objetivo de esta nota es efectuar una aproximación a la existencia de una brecha entre la valoración de mercado y la valoración en libros de entidades bancarias cotizadas. Singularmente en el caso de bancos europeos y españoles, a lo largo de los últimos años, dicha brecha ha llegado a ser muy significativa, llegando en algunos casos a situarse la ratio “precio/valor contable” en torno al 30%. En la nota se abordan los factores que pueden dar lugar a descuentos tan apreciables. Particular atención se presta a la evolución del coste del capital y de la tasa de rentabilidad.

**Palabras clave:** Bancos; Valoración de Mercado; Valor en libros; *Price-to-Book* ratio; Rentabilidad; Coste del capital.

**Códigos JEL:** G12; G21; G32.

---

## 1. INTRODUCCIÓN

La valoración de una empresa es una tarea compleja, y, aun cuando pueden utilizarse distintos enfoques para su determinación, no puede decirse que ninguno de ellos alcance la perfección ni quede exonerado de matizaciones de diverso grado y alcance<sup>1</sup>. Tal y como señala Calhoun (2020), hay “mucho sofisticación en los conocimientos y en las técnicas, pero existe ahí un misterio básico: ¿Cómo determina el mercado el precio correcto de los activos que se intercambian? ¿Cómo asigna valor a una empresa compleja y dinámica?”.

De manera general, puede hablarse de diferentes interpretaciones de la valoración de una empresa. Desde un punto de vista teórico, hay dos grandes aproximaciones, la contable y la económica. Cada una de ellas se rige por criterios específicos y aportan perspectivas relevantes<sup>2</sup>. Sin embargo, toda transacción de una parte alícuota de la propiedad de una corporación, por la vía de un mercado organizado, ha de someterse al dictado que, en cada momento, determinen las fuerzas de la oferta y la demanda<sup>3</sup>.

Desde hace algunos años, especialmente para algunos bancos europeos y españoles, se ha abierto una brecha muy importante entre el valor contable y el valor del mercado bursátil. Como ha destacado Shiller (1984, pág. 464), “los precios de las acciones están probablemente entre los precios que son relativamente vulnerables a movimientos puramente sociales porque no hay ninguna teoría aceptada por la que comprender el valor de las acciones”.

---

<sup>1</sup> Una introducción a la valoración de empresas se ofrece en Domínguez Enfedaque y Domínguez Martínez (2020). Una exposición amplia puede verse en Calhoun (2020). El problema de la valoración se agudiza en el caso de los bancos, ante la dificultad de medir el cash flow libre en un negocio centrado en activos y pasivos financieros. Vid. Armstrong (2023). De hecho, la valoración de un banco es una de las cuestiones más difíciles de abordar en el ámbito de las finanzas corporativas (Beltrame y Previtali 2016, pág. 1).

<sup>2</sup> Vid. Black (1980).

<sup>3</sup> Las implicaciones de la evolución de las cotizaciones bursátiles sobre la destrucción de riqueza se abordan en Domínguez Martínez (2018).

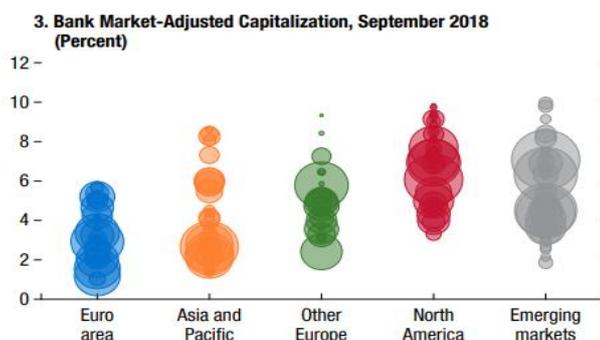
## 2. LA RATIO PRECIO DE MERCADO/VALOR CONTABLE: SIGNIFICADO, IMPLICACIONES Y LIMITACIONES

La ratio precio de mercado/valor contable (*Price-to-book*) (P/B o P2B) compara el valor de mercado de una sociedad (P) con el valor de la misma sociedad desde un punto de vista contable (B). Dicha ratio puede expresarse de la siguiente manera:  $P/B = P/E \times E/B$ , donde E representa los beneficios. Así, P/B viene explicada por el producto de la PER (“Price-earnings ratio”) y la rentabilidad sobre el patrimonio neto de la sociedad<sup>4</sup>. Así, P/B es el producto de la relación precio/beneficio por acción y el beneficio por valor en libros de cada acción (Block, 1964)<sup>5</sup>.

El hecho de que la ratio P2B sea inferior a la unidad puede tener una serie de lecturas o interpretaciones:

- Un descuento apreciable sobre el valor en libros de los activos puede reflejar preocupaciones de los participantes en el mercado acerca de la calidad de los activos, en comparación con la que resulta de la valoración de los activos en los balances (Acharya et al., 2016, pág. 6).
- Un banco en dicha situación puede estar destruyendo valor para el accionista, incluso aunque muestre beneficios en la cuenta de resultados (Armstrong, 2023).
- No obstante, se ha apuntado que los bancos, debido a sus relaciones especiales con sus clientes y a su poder de mercado potencial, pueden obtener un valor económico de los préstamos superior al que registran los libros contables (Calomiris y Nissim, 2007, pág. 9).
- Una ratio P/B baja es probable que haga más difícil para los bancos obtener capital en los mercados, en caso de que lo necesiten (FMI, 2018, pág. 26).
- Lo anterior implica, como subraya el FMI (2018, pág. 26), que el valor de mercado del capital sean inferior al del capital registrado en los libros contables. Así, “si las valoraciones de mercado se usan para calcular la ratios de capital -en lugar del valor del capital usado en las ratios regulatorias- una serie de bancos tendrían una capitalización ajustada al mercado de menos del 3 por cien, el nivel mínimo en el marco de Basilea III” (gráfico nº 1).

Gráfico nº 1: El impacto de la valoración del mercado en la capitalización bancaria



Fuente: FMI (2018b).

- Block (2010, pág. 10) cuestiona que la ratio P/B haya de tener un significado especial: “Una ratio precio/valor en libros baja no da una indicación más significativa de la actuación económica futura que la ratio PER esperada”<sup>6</sup>.
- También escéptico se muestra W. Buffett, quien, en la carta anual dirigida a los accionistas de Berkshire Hathaway correspondiente al ejercicio 2018, manifestaba lo

<sup>4</sup> La relación entre las ratios PER y P/B es analizada en Nezlobin et al. (2016),

<sup>5</sup> Por otro lado, la ratio P/B puede expresarse como el cociente entre el rendimiento del capital y el coste del capital. Vid. Financial Times (2014).

<sup>6</sup> Fairfield y Harris (1993) defienden la utilidad de las ratios PER y P/B para estimar los rendimientos futuros.

siguiente (Buffett, 2019, pág. 3): “Solía empezar la carta anual con una referencia al cambio porcentual en el valor contable por acción. Es ahora el momento de abandonar esa práctica. Es una métrica que ha perdido la relevancia que una vez tuvo... la valoración en libros está cada vez más desfasada respecto a la realidad económica”.

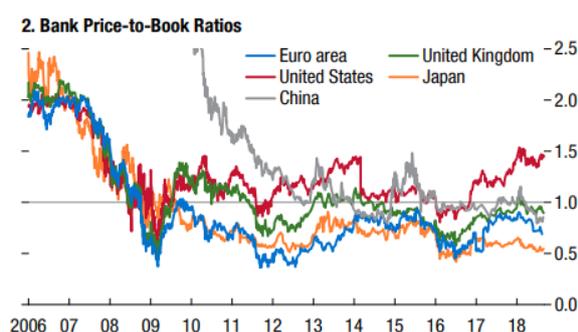
- h. El creciente papel de los intangibles, que constituyen para muchas empresas los activos clave, es una de las razones para esa relativización metodológica<sup>7</sup>. Para Calhoun (2020, págs. 24 y 352), “los desfases y las inexactitudes estructurales del balance hacen del valor en libros una pobre elección para la valoración empresarial”, con lo que “la ratio *price-to-book* no es ya una medida apropiada del valor de una empresa y debe retirarse de la mayoría de sus usos”.

No obstante, el mercado y la contabilidad son dos referencias inexcusables a considerar de cara al análisis de cualquier sociedad. En su valoración, es evidente que el mercado tiene en cuenta los registros contables, así como cualesquiera circunstancias, factores o expectativas que puedan percibirse. Aun así, en la medida en que el comportamiento de los mercados no responda a los supuestos de la hipótesis de los mercados eficientes, no tiene por qué aceptarse que el precio del mercado sea una medida válida del valor de una empresa (Calhoun, 2020). En suma, como ha enfatizado Shiller (1984), “invertir en activos especulativos es una actividad social... Es así plausible que el comportamiento de los inversores (y de ahí los precios de los activos especulativos) se vea influenciado por los acontecimientos sociales”.

### 3. LA EVOLUCIÓN DE LA RATIO VALOR DE MERCADO/VALOR EN LIBROS EN EL SECTOR BANCARIO: FACTORES EXPLICATIVOS

La conjunción de un amplio conjunto de factores (Domínguez Martínez, 2019; Domínguez y López, 2022) está teniendo una notoria incidencia en las valoraciones de las acciones de las entidades bancarias en el mercado bursátil, que, como se ha indicado, se sitúan, desde hace años, bastante por debajo del valor en libros (AFI, 2019; Berges et al., 2018)<sup>8</sup>. El gráfico n° 2 refleja la evolución de dicha ratio por grandes áreas económicas. Aunque hay diferencias entre éstas, es patente el impacto de la gran crisis financiera internacional de 2007-2009 en la caída de la ratio.

*Gráfico n° 2: Evolución de las ratios “Price-to-Book” en la banca, por grandes áreas económicas*



Fuente: FMI (2018b).

En una primera aproximación, que exista una diferencia abultada -en algunos casos, hasta de un 70%- entre el precio al que los inversores están dispuestos a adquirir acciones y el valor que resulta

<sup>7</sup> Vid. al respecto (Calhoun, 2020, pág. 21).

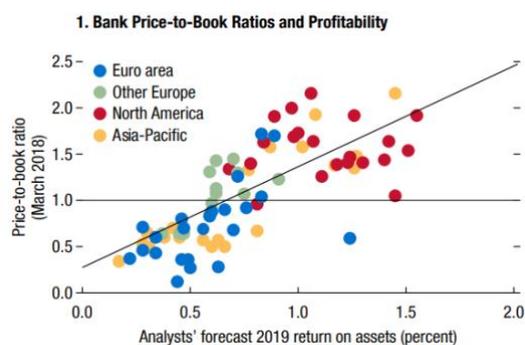
<sup>8</sup> En los últimos años, la ratio P/B de los bancos europeos ha sido sustancialmente más baja que la de los bancos estadounidenses. Mientras que, en el primer caso, se situaba en torno a 0,6, en el segundo estaba por encima de 1. Vid. Jenkins (2022). Según Stoklosa (2021), el retraso en el reconocimiento por el mercado de los cambios en los modelos de negocio de los bancos de inversión puede ser una de las explicaciones de esa brecha. Vid. también Walker y Morris (2021), y Whiffin (2023).

de los libros contables sería explicable por dos motivos básicos: i) por una notoria desconfianza de los inversores respecto a que las cifras contables estén reflejando adecuadamente los verdaderos riesgos de la actividad; ii) porque la rentabilidad que esperan de las inversiones en acciones es muy baja en comparación con la que requieren para invertir, de manera que procuran alcanzar las tasas de rentabilidad deseadas ofreciendo un precio bajo por entrar en el capital. Por supuesto, intervienen otros factores de alcance general y también específicos de cada entidad, pero los dos señalados, no excluyentes entre sí, juegan un papel destacado.

Con vistas a la interpretación de la evolución registrada por la ratio analizada pueden tenerse presente las siguientes consideraciones:

- a. En 2007, en el área del euro, la ratio precio/valor en libros se situaba en el 160%, mientras que en 2018 sólo alcanzaba el 57%. A este respecto, debe tenerse presente que la divergencia en los valores del ROE era patente: 16% en 2007, y 7% en 2018 (The Economist, 2019a; Alberni et al., 2022). Con carácter general, se aprecia una correlación positiva entre la magnitud de la ratio P2B y la rentabilidad (gráfico nº 3). Pese a ello, la correlación no es perfecta, lo que apunta al juego de otros factores. Así, como señalan Beltrame y Previtali (2016, pág. 36), aunque es frecuente realizar análisis de regresión de corte transversal basados en ecuaciones sumamente simples ( $P2B = \alpha + \beta \times ROE$ , o  $P = \alpha + \beta \times ROTE$ ), hay otros factores que han de tenerse en cuenta.

Gráfico nº 3: Relación entre las ratios Price-to-Book y la rentabilidad en entidades bancarias por grandes áreas económicas



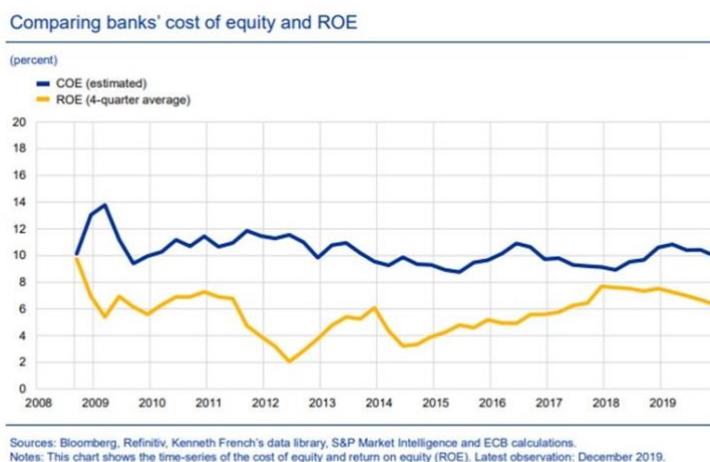
Fuente: FMI (2018a).

- b. The Economist (2018) atribuye en buena medida dicha situación de deterioro de las cotizaciones de las acciones de los bancos a los fallos en la estructura y el funcionamiento de la Unión Monetaria Europea.
- c. Roldán (Expansión, 2019) considera que la exigencia de mayores requerimientos de capital provoca una percepción en los mercados de que existe algún deterioro que estos no aprecian. Otros analistas hacen hincapié, de manera general, en la regulación, y en los condicionantes de los marcos de supervisión y resolución (Vickers, 2019; Angeloni, 2019).
- d. Según el FMI (2019, pág. 39), es “probable que [las referidas ratios] reflejen las preocupaciones de los inversores sobre la sostenibilidad de los modelos económicos de algunos bancos”. La volatilidad inherente a algunos negocios, como el de la banca de inversión, puede ser un factor que incide negativamente en el valor de la ratio P/B (Financial Times, 2023).
- e. Como se expresa en Altavilla et al. (2021), factores como la estructura de capital, la gestión de la liquidez, la eficiencia en costes y otros de carácter intrínseco ejercen influencia en las percepciones de riesgo de los inversores. Variables como la eficiencia en costes, los activos dudosos, la ratio de capital, o los ingresos por intereses guardan una relación con la ratio P/B según análisis empíricos (Jordan et al., 2011).
- f. La recuperación más reciente está asociada a la normalización de los tipos de interés, pero el hecho de que la mayoría de entidades continúen cotizando por debajo de su

valor en libros es indicativo de que la rentabilidad generada es inferior al coste del capital (FMI, 2018, pág. 26; Albèrni et al., 2022; Armstrong, 2023). No es, sin embargo, una cuestión fácil de objetivar en términos cuantitativos (Geis et al, 2018). De entrada, porque la tasa de rentabilidad exigida por los inversores para llevar a cabo una inversión, el denominado coste del capital, no es una variable observable directamente, como sí lo es el coste de la deuda. El coste del capital suele estimarse a partir de sofisticados modelos o de estudios de mercado.

- g. Es significativo, como ha puesto de relieve el estudio de Altavilla et al. (2021), que el coste del capital (COE) de los bancos haya sido consistentemente más elevado que la rentabilidad sobre el capital (ROE) de los bancos desde el inicio de la crisis financiera de 2008-09, según se aprecia en el gráfico n° 4. Igualmente se señala que, bajo ciertas condiciones (como la de la expectativa de los inversores de un crecimiento nulo en los dividendos), la brecha ROE-COE puede coincidir con la ratio del precio de mercado respecto al valor en libros: “En consecuencia, el hecho de que el COE de los bancos ha excedido de manera consistente y significativa de sus ROE puede explicar por qué las ratios precio/valor contable de los principales bancos han caído en la pasada década en la medida en que el valor de mercado de las acciones de los bancos se intercambian con un significativo descuento respecto al valor en libros de las acciones” (Altavilla et al., 2021, pág. 28; Ralph, 2015).

Gráfico N° 4: Comparación de del coste del capital y del ROE en los bancos europeos



Fuente: Altavilla et al., BCE, 2021.

## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Acharya, V. V.; Pierret, D., y Steffen, S. (2016): “Capital shortfalls of European banks since the start of the Banking Union”, <https://pages.stern.nyu>.
- AFI (2019): “Sector bancario en el área euro: recorrido limitado en bolsa”, *Informe diario*, nº 7.107, 25 de abril.
- Alberni, M.; Berges, Á., y Rodríguez, M. (2022): “Coste de capital en la banca española y europea”, *Cuadernos de Información Económica*, marzo-abril.
- Altavilla, A.; Boehmann, P.; De Ryck, J.; Dumitru, A.-M.; Grodzicki, M.; Kick, H.; Melo Fernandes, C.; Mosthaf, J.; O’Donnell, C., y Palligkinis, S. (2021): “Measuring the cost of equity of euro area banks”, ECB Occasional Paper Series, No. 254, enero.
- Angeloni, I. (2019): “EU’s banking misfortunes share a common thread”, *Financial Times*, 12 de septiembre.
- Armstrong, R. (2023): “Citigroup: cheap or hopeless”, *Financial Times*, 30 de mayo.
- Beltrame, F., y Previtali, D. (2016): “Valuing banks. A new corporate approach”, Palgrave, Macmillan.
- Berges, Á.; Pelayo, A., y Rojas, F. (2018): “Valoración bursátil y rentabilidad de los bancos: España. Eurozona, Estados Unidos”, *Cuadernos de Información Económica*, nº 264.
- Berk, J.; DeMarzo, P., y Harford, J. (2012): “Fundamentals of corporate finance”, Pearson, 2ª edición.
- Black, F. (1980): “The magic in earnings: economic earnings versus accounting earnings”, *Financial Analysts Journal*, vol. 36, nº 6.
- Block, F. E. (1964): “A study of the price to book relationship”, *Financial Analysts Journal*, septiembre-octubre.
- Block, S. (2010): “Methods of valuation: myths vs. reality”, *The Journal of Investing*, invierno.
- Buffett, W. (2019): “Letter to the Shareholders of Berkshire Hathaway Inc.”, 23 de febrero.
- Calhoun, G. (2020): “Price and value. A guide to equity market valuation metrics”, Apress.
- Calomiris, C., y Nissin, D. (2007): “Activity-based valuation of bank holding companies”, NBER, Working Papers Series, 12918.
- Domínguez Enfedaque, N., y Domínguez Martínez, J. M. (2020): “La valoración de una empresa: una visión introductoria”, EdufiAcademics, Documento de Trabajo nº 11/2020.
- Domínguez Martínez, J. M. (2018): “Cotizaciones bursátiles y destrucción de riqueza”, [neotempovivo.blogspot.com](http://neotempovivo.blogspot.com), 28 de octubre.
- Domínguez Martínez, J. M. (2019): “El sistema bancario en España: evolución reciente, situación actual, y problemas y retos planteados”, Serie de Documentos de Trabajo, 05-2019, Instituto Universitario de Análisis Económico y Social, Universidad de Alcalá de Henares.
- Domínguez Martínez, J. M. (2023): “La brecha entre el valor en libros y el valor de mercado: el caso de la banca”, [neotempovivo.blogspot.com](http://neotempovivo.blogspot.com), 30 de agosto.
- Domínguez Martínez, J. M., y López Jiménez, J. M<sup>a</sup> (2022): “Situación, tendencias y retos del sistema financiero: un prontuario analítico”, en Edufinet, “Situación, tendencias y retos del sistema financiero”, Thomson Reuters Aranzadi.
- Expansión (2019): “Roldán avisa de los riesgos por exceso de regulación bancaria”, 10 de mayo.
- Fairfield, P. M., y Harris, T. S. (1993): “Price-earnings and price-to-book anomalies: tests of an intrinsic value explanation”, *Contemporary Accounting Research*, vol. 9, nº 2.
- Financial Times (2014): “Bank valuations: for what it’s worth”, 5 de junio,
- Financial Times (2023): Barclays: bank should take bolder steps to signal its newfound stability”, 27 de abril.

- FMI (2018a): “Global Financial Stability Report”, abril.
- FMI (2018b): “Global Financial Stability Report”, octubre.
- Geis, A.; Kapp, D., y Kristiansen, K. L. (2018): “Measuring and interpreting the cost of equity in the euro area”, *ECB Economic Bulletin*, 4/2018.
- Jenkins, P. (2022): “Bank cannot escape a gloomy economic outlook”, *Financial Times*, 4 de junio.
- Jordan, D. J.; Rice, D.; Sánchez, J., y Wort, D. H. (2011): “Explaining bank market-to-book ratios: evidence from 2006 to 2009”, *Journal of Banking & Finance*, vol. 35.
- Nezlobin, A.; Easan, M. V., y Reichelstein, S. (2016): “Structural properties of the price-to-earnings and price-to-book ratios”, *Rev. Account Stud.*, 21.
- Ralph, O. (2015): “Why banks come back to return on equity”, *Financial Times*, 16 de noviembre.
- Shiller, R. (1984): “Stock prices and social dynamics,” *Brooking Papers on Economic Activity*, No. 2.
- Stoklosa, M. (2021): “The market’s overlooking the change in Europe’s investment banks”. *Financial Times*, 6 de agosto.
- The Economist (2018): “The big bank theory”, 24 de noviembre.
- The Economist (2019): “The land of the living dead”, 6 de abril.
- Vickers, J. (2019): “The case for market-based stress tests”, Keynote address at the 19<sup>th</sup> Annual International Conference on Policy Challenges for the Financial Sector, IMF, Washington, DC, 6 de junio.
- Walker, O., y Morris, S. (2021): “Europe’s bank bosses under pressure”, *Financial Times*, 25 de enero.
- Whiffin, A. (2023): “The Lex Newsletter: European banking is having a time to shine”, *Financial Times*, 1 de febrero.