

## Estrategia de Inversión en Bancos EE.UU.

Analista: Rafael Alonso

El Covid-19 reduce los beneficios a menos de la mitad. Es mejor evitar el sector porque el RoE no compensa el riesgo.

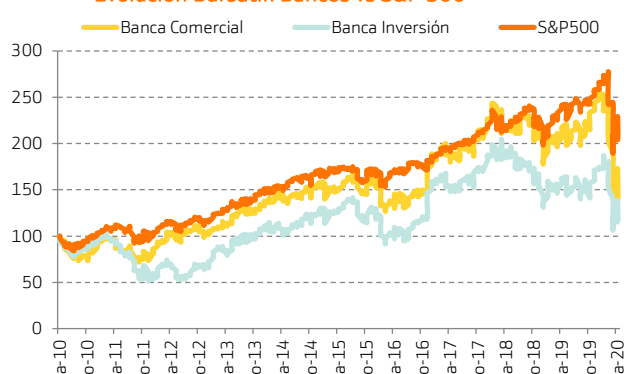
**Conclusión:** El balance de la banca americana es sólido (liquidez y solvencia) y los múltiplos de valoración están en mínimos históricos pero **recomendamos evitar el sector** en base a: (i) el aumento en el coste del riesgo reduce la rentabilidad (RoTE) del sector a menos de la mitad (~6,7% en 1T20 vs 16,6% en 1T19), (ii) el **guidance** de las entidades anticipa un entorno complicado - deterioro macro, riesgos al alza y tipos bajos - en 2020 y parte de 2021 y (iii) tras suspenderse la recompra de acciones - catalizador de las cotizaciones en el pasado - **aumenta la probabilidad de ver también recortes en el pago de dividendos.**

**Nuestra visión:** El balance de los bancos es sólido - la ratio de capital CET1 media supera el 11,2% - y la liquidez elevada (+15,6% en depósitos), pero **el Covid-19 dispara las provisiones** y reduce la rentabilidad (RoTE) a menos de la mitad (~6,7% en 1T20 estanco). Las cifras del 1T20 no reflejan aún el aumento de la morosidad, pero las entidades se anticipan con provisiones y deterioros de valor similares a los realizados en la crisis financiera de 2008. **El guidance de las compañías refleja un entorno macro complicado** con una caída brusca de la actividad en 2T20 (-30%/-40%) y nuevas provisiones que tienen un impacto severo en 2020 y parte de 2021 (¿1S21?).

**Resultados 1T20:** Las cifras **sorprenden negativamente** con caídas de doble dígito en BNA que oscilan entre -30,1% (Morgan Stanley) y -88,9% (Wells Fargo). El denominador común es un aumento significativo en los ingresos por *Trading* (bonos, sobre todo), un mal comportamiento de la Banca de Inversión y un **cambio brusco a peor de la actividad comercial en marzo** (Consumo e Hipotecario).

**Estrategia de inversión:** La banca acumula una caída en el año comprendida entre -23,3% (B. Inversión) y -38,7% (B. Comercial), que supera el descenso del S&P 500 (-12,1%). Si el balance de las entidades es sólido y los múltiplos de valoración están en mínimos históricos (ver hoja 4), significa esto que **¿estamos ante una oportunidad de compra? Todavía no** y nuestro razonamiento es el siguiente: (1) las entidades deben asumir **más riesgo de crédito** en un entorno de menor actividad con un escenario de tipos bajos prolongado en el tiempo. Este panorama conlleva una **menor rentabilidad esperada (RoTE)** y una **mayor prima de riesgo** que se traduce en múltiplos de valoración inferiores, (2) tras suspenderse la recompra de acciones - catalizador de las cotizaciones en el pasado - **sube la probabilidad de ver también recortes en el pago de dividendos.**

Evolución Bursátil: Bancos vs S&amp;P 500



Fuente: Bloomberg.

Beneficio Neto BNA	12 M Trailing		Trimestres Estancos: Var % a/a				
	Mills \$	% Var	1T 19	2T 19	3T 19	4T 19	1T 20
Wells Fargo	14.342	-38,0%	14,1%	19,7%	-23,3%	-52,6%	-88,9%
JP Morgan	30.117	-8,6%	5,4%	16,1%	8,4%	20,6%	-68,8%
Bank of America	24.129	-15,5%	5,7%	8,3%	-19,4%	-3,9%	-45,2%
Citigroup Inc	17.213	-5,1%	1,9%	6,9%	6,3%	15,4%	-46,5%
US Bancorp	6.386	-10,3%	1,4%	4,1%	5,1%	-19,9%	-31,1%
<b>B. Comercial</b>	<b>92.187</b>	<b>-16,1%</b>	<b>6,3%</b>	<b>12,4%</b>	<b>-6,1%</b>	<b>-6,5%</b>	<b>-61,0%</b>
Goldman Sachs	7.428	-24,8%	-20,5%	-5,6%	-25,6%	-24,5%	-46,1%
Morgan Stanley	8.311	-2,3%	-9,0%	-9,7%	2,9%	46,2%	-30,1%
<b>B. Inversión</b>	<b>15.739</b>	<b>-14,4%</b>	<b>-14,9%</b>	<b>-7,6%</b>	<b>-12,6%</b>	<b>2,1%</b>	<b>-37,8%</b>
<b>Total Bancos</b>	<b>107.926</b>	<b>-15,8%</b>	<b>2,7%</b>	<b>9,3%</b>	<b>-7,0%</b>	<b>-5,3%</b>	<b>-57,7%</b>

Indicadores de Riesgo & Liquidez	NPLs/AT Último <sup>(iii)</sup>	NPLs / Capital <sup>(iii)</sup>		L-t-D ratio <sup>(iv)</sup>		Pasivo Retail <sup>(v)</sup>	
		1T 19	1T 20	1T 19	1T 20	1T 19	1T 20
Wells Fargo	0,3%	3,4%	3,2%	76%	75%	75%	77%
JP Morgan	0,2%	2,0%	2,3%	64%	55%	60%	64%
Bank of America	0,2%	1,8%	1,5%	69%	67%	65%	67%
Citigroup Inc	0,2%	1,9%	2,1%	71%	67%	58%	58%
US Bancorp	0,2%	1,7%	1,5%	83%	82%	82%	80%
<b>B. Comercial</b>	<b>0,2%</b>	<b>2,2%</b>	<b>2,1%</b>	<b>73%</b>	<b>69%</b>	<b>68%</b>	<b>69%</b>
Goldman Sachs	0,0%	0,9%	0,0%	46%	30%	41%	43%
Morgan Stanley	0,1%	1,5%	0,0%	45%	48%	47%	55%
<b>B. Inversión</b>	<b>0,1%</b>	<b>1,2%</b>	<b>0,0%</b>	<b>45%</b>	<b>39%</b>	<b>44%</b>	<b>49%</b>
<b>Total Bancos</b>	<b>0,1%</b>	<b>1,7%</b>	<b>1,1%</b>	<b>59%</b>	<b>54%</b>	<b>56%</b>	<b>59%</b>

(ii) Dudosos/Ac. Totales, (iii) Dudosos / Rec.Propios Medios; (iv) Inv.Crediticia /Fin. Minorista;(v) Depos/Total Finac.

Solvencia & Rentabilidad	TCE/RWA's Último <sup>(iii)</sup>	TCE <sup>(vi)</sup> / ATM's		RORWA's <sup>(vii)</sup>		ROTE <sup>(viii)</sup>	
		1T 19	1T 20	1T 19	1T 20	1T 19	1T 20
Wells Fargo	10,6%	7,8%	7,2%	1,8%	1,1%	15,7%	10,2%
JP Morgan	11,4%	6,9%	6,6%	2,1%	1,9%	18,0%	16,2%
Bank of America	10,9%	7,3%	7,0%	2,0%	1,6%	16,7%	14,0%
Citigroup Inc	12,2%	7,9%	7,3%	1,5%	1,4%	11,9%	11,5%
US Bancorp	8,2%	7,4%	7,1%	1,9%	1,6%	20,5%	18,0%
<b>B. Comercial</b>	<b>10,7%</b>	<b>7,5%</b>	<b>7,0%</b>	<b>1,9%</b>	<b>1,6%</b>	<b>16,6%</b>	<b>14,0%</b>
Goldman Sachs	7,6%	7,7%	5,6%	1,8%	1,3%	13,5%	13,2%
Morgan Stanley	16,2%	7,2%	7,1%	2,3%	2,1%	13,7%	17,3%
<b>B. Inversión</b>	<b>11,9%</b>	<b>7,5%</b>	<b>6,4%</b>	<b>2,0%</b>	<b>1,7%</b>	<b>13,6%</b>	<b>15,2%</b>
<b>Total Bancos</b>	<b>11,3%</b>	<b>7,5%</b>	<b>6,7%</b>	<b>1,9%</b>	<b>1,6%</b>	<b>15,1%</b>	<b>14,6%</b>

(vi) Capital Tangible Medio / APR's; (vii) BNA (12 m) / APR's Medios; (viii) BNA (12 m) / TCE Medio

## Múltiplos de Valoración

	Mkt. Cap Mills \$	% Revalor.		PER		P/V e	Div Yield e
		P.Último	YTD	19 e	20 e		
Wells Fargo	115.928	28,3	-47,4	18,7 x	9,8 x	0,7 x	7,2%
JP Morgan	283.023	92,9	-33,4	15,9 x	10,4 x	1,2 x	3,9%
Bank of America	198.105	22,8	-35,2	14,0 x	10,0 x	0,8 x	3,3%
Citigroup Inc	91.849	44,1	-44,8	12,4 x	6,9 x	0,5 x	4,7%
US Bancorp	51.581	34,3	-42,2	13,8 x	10,6 x	1,1 x	4,9%
<b>B. Comercial</b>	<b>406</b>	<b>-38,7</b>	<b>14,8 x</b>	<b>9,6 x</b>	<b>0,9 x</b>	<b>4,4%</b>	
Goldman Sachs	64.669	180,4	-21,5	13,4 x	8,3 x	0,8 x	2,8%
Morgan Stanley	61.086	38,8	-24,2	10,4 x	8,3 x	0,8 x	3,7%
<b>B. Inversión</b>	<b>122</b>	<b>-23,3</b>	<b>12,8 x</b>	<b>10,1 x</b>	<b>1,0 x</b>	<b>2,8%</b>	
<b>S&amp;P 500</b>	<b>2.839</b>	<b>-12,1</b>	<b>21,0 x</b>	<b>16,9 x</b>	<b>3,0 x</b>	<b>2,1%</b>	

Fuente: Bloomberg.

## Estrategia de Inversión en Bancos EE.UU.

Cuenta de P&G sectorial <sup>(1)</sup>

P&G Ajustada <sup>(2)</sup> Datos en M€	1T'19	2T'19	3T'19	4T'19	1T'20	Acumulado 12 M Trailing		% Variación		
						Último	Previo	1T'20 a/a	12M t/t	12M a/a
Mg. Intereses <sup>(3)</sup>	54.157	53.937	52.962	52.710	52.596	212.205	215.195	-2,9%	-0,2%	-1,4%
Otros ingresos <sup>(4)</sup>	43.705	44.116	45.667	41.929	43.383	175.095	167.276	-0,7%	3,5%	4,7%
<b>Margen Bruto</b>	<b>97.862</b>	<b>98.053</b>	<b>98.629</b>	<b>94.639</b>	<b>95.979</b>	<b>387.300</b>	<b>382.471</b>	<b>-1,9%</b>	<b>1,4%</b>	<b>1,3%</b>
Gastos Generales	57.218	56.730	60.417	59.150	58.074	234.371	225.328	1,5%	-1,8%	4,0%
<b>Margen Neto</b>	<b>40.644</b>	<b>41.323</b>	<b>38.212</b>	<b>35.489</b>	<b>37.905</b>	<b>152.929</b>	<b>157.143</b>	<b>-6,7%</b>	<b>6,8%</b>	<b>-2,7%</b>
Prov. insolvencias	8.408	7.736	8.203	8.610	27.368	51.917	31.160	225,5%	217,9%	66,6%
<b>Rdo. Operativo</b>	<b>32.236</b>	<b>33.587</b>	<b>30.009</b>	<b>26.879</b>	<b>10.537</b>	<b>101.012</b>	<b>125.983</b>	<b>-67,3%</b>	<b>-60,8%</b>	<b>-19,8%</b>
Deterioros & Extraordinarios	2.710	2.788	2.777	3.006	2.323	10.894	11.081	-14,3%	-22,7%	-1,7%
<b>BAI.</b>	<b>34.946</b>	<b>36.375</b>	<b>32.786</b>	<b>29.885</b>	<b>12.860</b>	<b>111.906</b>	<b>137.064</b>	<b>-63,2%</b>	<b>-57,0%</b>	<b>-18,4%</b>
Impuestos & otros	-6.187	-6.549	-6.498	-5.033	-1.639	-19.719	-27.211	-73,5%	-67,4%	-27,5%
<b>BNA Publicado</b>	<b>28.759</b>	<b>29.826</b>	<b>26.288</b>	<b>24.852</b>	<b>11.221</b>	<b>92.187</b>	<b>109.853</b>	<b>-61,0%</b>	<b>-54,8%</b>	<b>-16,1%</b>

(1) Incluye Wells Fargo, JP Morgan, Bank of America, Citi y US Bancorp.

(2) La cuenta de P&amp;G ha sido ajustada a efectos comparativos con otras entidades y no necesariamente coincide con la reportada por la entidad en todas las líneas.

(3) Incluye Rdto. Instrumentos de capital; (4) Excluye Rdos. Puesta en Equivalencia

## Balance Resumido sectorial

Balance Consolidado Datos en MME	1T'19	2T'19	3T'19	4T'19	1T'20	MM \$		Variación	
						a/a	t/t	a/a	t/t
Liquidez <sup>(5)</sup>	1.909	1.851	1.837	1.807	2.153	244	346	12,8%	19,2%
Cartera Valores	2.602	2.653	2.762	2.637	2.943	341	306	13,1%	11,6%
<b>Inversión Crediticia</b>	<b>3.890</b>	<b>3.935</b>	<b>3.955</b>	<b>3.980</b>	<b>4.220</b>	<b>330</b>	<b>240</b>	<b>8,5%</b>	<b>6,0%</b>
Otros	1.036	1.078	1.083	1.072	1.187	151	116	14,6%	10,8%
<b>Total Activo</b>	<b>9.436</b>	<b>9.517</b>	<b>9.637</b>	<b>9.496</b>	<b>10.503</b>	<b>1.067</b>	<b>1.008</b>	<b>11,3%</b>	<b>10,6%</b>
Depósitos	5.515	5.587	5.674	5.752	6.376	860	623	15,6%	10,8%
Finac. Mayorista	2.946	2.944	2.985	2.783	3.173	227	390	7,7%	14,0%
Fondos Propios	975	986	978	961	955	-21	-6	-2,1%	-0,6%
<b>Total Pasivo &amp; F.Propios</b>	<b>9.436</b>	<b>9.517</b>	<b>9.637</b>	<b>9.496</b>	<b>10.503</b>	<b>1.067</b>	<b>1.008</b>	<b>11,3%</b>	<b>10,6%</b>
APR's <sup>(6)</sup>	5.804	5.834	5.848	5.815	6.057	253	243	4,4%	4,2%
TCE <sup>(7)</sup>	694	702	690	679	670	-23	-9	-3,4%	-1,3%

(5) Incluye interbancario

(6) Activos Ponderados por Riesgo; (7) Tangible Common Equity

## Métricas de Gestión

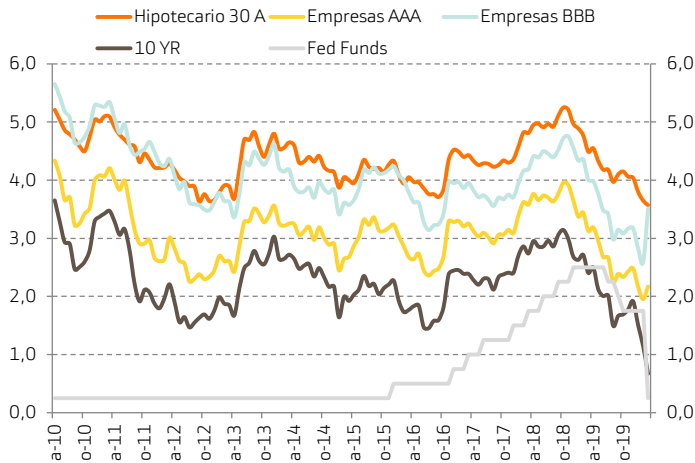
	1T'19	2T'19	3T'19	4T'19	1T'20	Variación en pb	
						a/a	t/t
L-t-D <sup>(8)</sup>	70,5%	70,4%	69,7%	69,2%	66,2%	-4,3 pb	-3,0 pb
APR's/ Activos <sup>(9)</sup>	61,5%	61,3%	60,7%	61,2%	57,7%	-3,8 pb	-3,6 pb
TCE/ Fondos Propios	71,1%	71,2%	70,5%	70,7%	70,2%	-0,9 pb	-0,5 pb
<b>ROTE <sup>(10)</sup></b>	<b>16,6%</b>	<b>17,0%</b>	<b>15,2%</b>	<b>14,6%</b>	<b>6,7%</b>	<b>-9,9 pb</b>	<b>-7,9 pb</b>
<b>ROA <sup>(11)</sup></b>	<b>1,2%</b>	<b>1,3%</b>	<b>1,1%</b>	<b>1,0%</b>	<b>0,4%</b>	<b>-0,8 pb</b>	<b>-0,6 pb</b>

(8) Inversión crediticia neta/depositos; (9) Activos Ponderados por Riesgo/Total Activos; (10) BNA anualizado/TCE; (11) BNA/Activos

## Estrategia de Inversión en Bancos EE.UU.

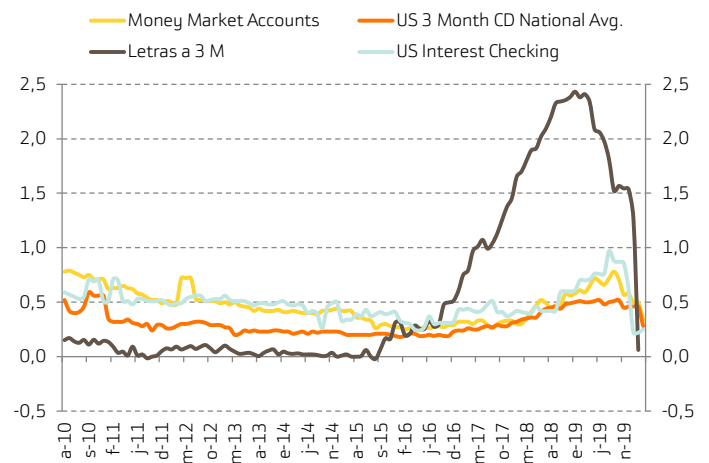
### Indicadores de Negocio

Gráfico 1.1: Tipos de Interés del activo



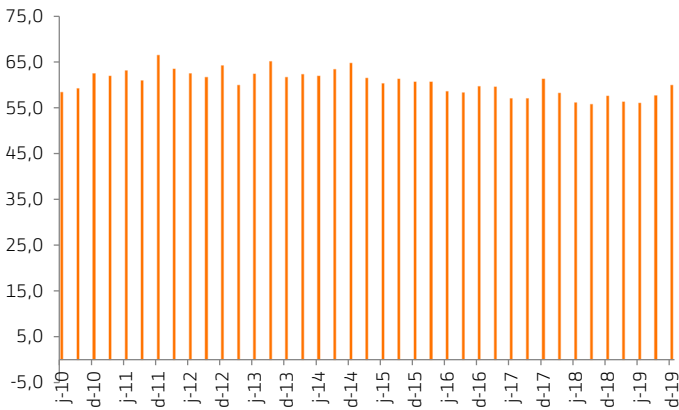
Fuente: Bloomberg & Fed de

Gráfico 1.2: Coste medio del pasivo



NV

Gráfico 1.3: Ratio de Eficiencia



Fuente: Bloomberg & FDIC

Gráfico 1.4: Ratio de morosidad

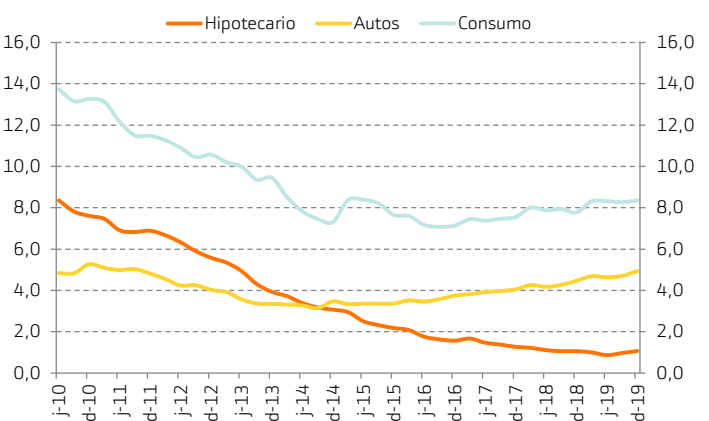
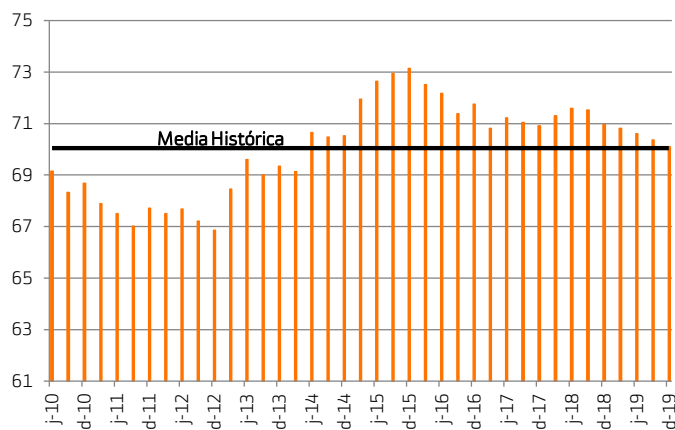
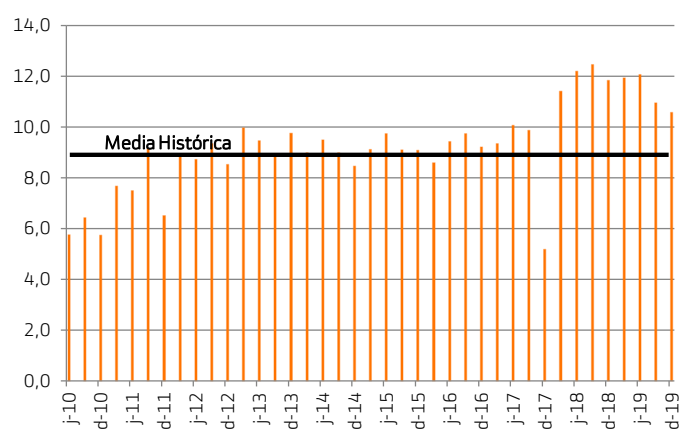


Gráfico 1.5: Densidad de capital



Fuente: Bloomberg & FDIC

Gráfico 1.6: RoE



Estrategia de Inversión en Bancos EE.UU.

Múltiplos de Valoración: P/VC histórico

Gráfico 1.13: P/VC histórico de Wells Fargo

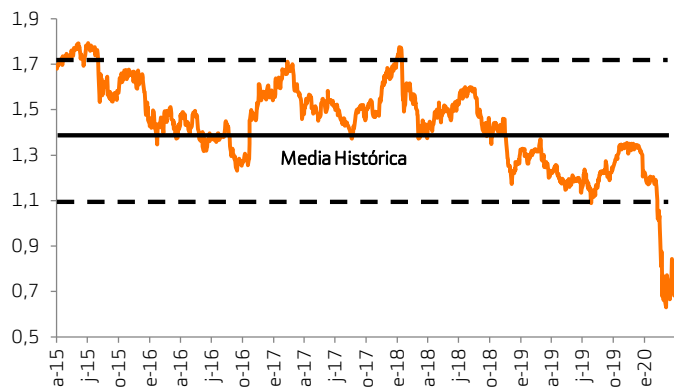


Gráfico 1.14: P/VC histórico de JP Morgan

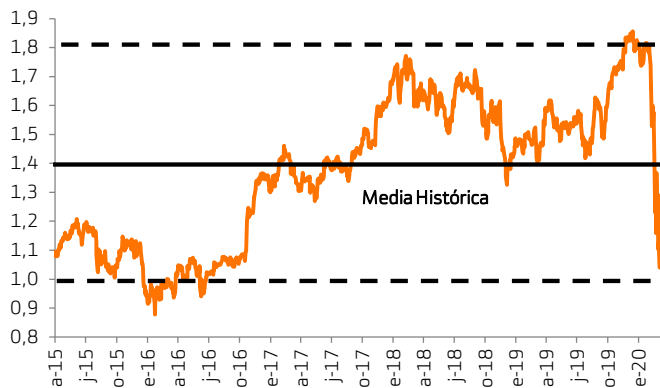


Gráfico 1.15: P/VC histórico de Bank of America

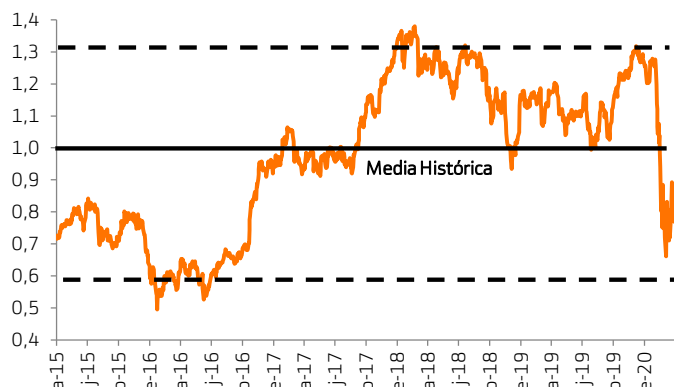


Gráfico 1.16: P/VC histórico de Citigroup

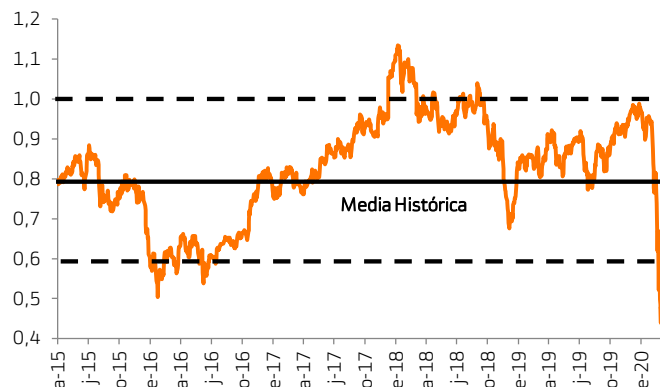


Gráfico 1.16: P/VC histórico de Goldman Sachs

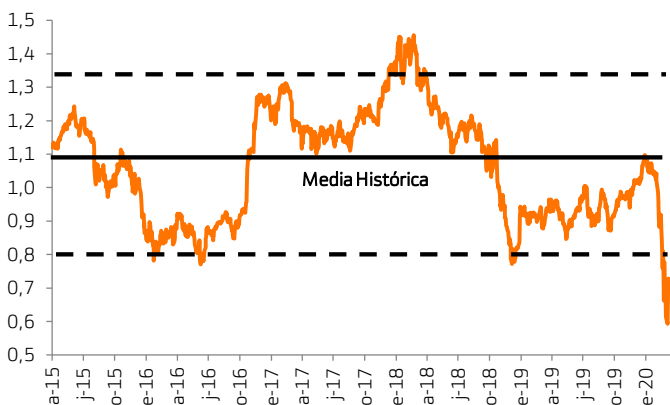
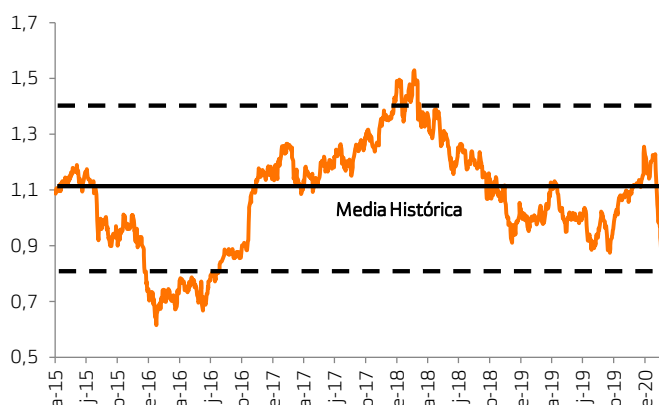


Gráfico 1.17: P/VC histórico de Morgan Stanley



Fuente: Bloomberg.

---

## Estrategia de Inversión en Bancos EE.UU.

---

### INFORMACIÓN IMPORTANTE.-

- Todos nuestros informes se encuentran disponibles en nuestro website: <https://broker.bankinter.com/www2/broker/es/analisis>
- Las metodologías de valoración más frecuentes aplicadas en nuestro análisis de compañías son las siguientes (lista no exhaustiva): VAN FCF, Descuento de Dividendos, Neto Patrimonial, Ratios Comparables, Valor Neto Liquidativo, Warranted Equity Value y PER Teórico

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

[https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento\\_normativo/codigos\\_internos](https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/codigos_internos)

### NOTAS DE COMPAÑÍAS

Todas nuestras notas están disponibles en: [Link a los informes de compañías](#)

### EQUIPO DE ANÁLISIS:

Ramón Forcada - Director	Rafael Alonso - Bancos	Ana de Castro - Seguros
Pilar Aranda - Petróleo	Aránzazu Cortina - Industriales	Aránzazu Bueno - Eléctricas
Juan Moreno - Inmobiliarias	Luis Piñas - Consumo	Esther Gutiérrez de la Torre - Autos
Juan Tuesta - Construcción & Tecnología	Elena Fernández - Consumo	Pedro Echeguren - Farma & Salud

Temáticas y activos de responsabilidad compartida por

- Macroeconomía
- Estrategia de Inversión
- Bonos
- Divisas
- Fondos de Inversión
- ETFs
- Carteras Modelo de Fondos de Inversión y de Renta Variable