

## Estrategia de Inversión en Bancos EE.UU.

Analista: Rafael Alonso

**El viento sopla a favor de la banca comercial: Tipos de interés & demanda de crédito al alza con múltiplos de valoración razonables.**

**Conclusión:** Los fundamentales de la banca son sólidos - rentabilidad/RoTCE > niveles pre-CV19, exceso de liquidez & calidad crediticia - y los múltiplos de valoración son razonables, incluso atractivos en términos relativos (vs Fintech vs S&P 500). Reiteramos recomendación de Comprar, con preferencia por las entidades más orientadas al negocio tradicional/minorista - principales beneficiadas de las subidas de tipos que se avecinan ¿3/4 en 2022? -.

Nuestros favoritos son: (1) **Bank of América** (vs 2º ant.), (2) **Wells Fargo** (nuevo), (3) **Morgan Stanley** (sin cambios) y (4) **JP Morgan** (vs 1º ant.).

**Nuestra visión:** La gestión de la pandemia ha sido exitosa. El BNA de las principales entidades supera niveles pre-CV19, gracias a la normalización del coste del riesgo/CoR/ provisiones y los ingresos relacionados con mercado (Banca de Inversión, Trading & Gestión de Activos).

**Ahora toca ir más despacio** en resultados y revalorización bursátil porque: (i) el punto de partida es más exigente que hace 12 meses - el sector se revaloriza +32,5% en 2021 vs +26,9% del S&P 500 - y (ii) tras dos años excepcionales en *trading*, el *guidance* de las entidades apunta hacia niveles de actividad e ingresos previos al CV19. Nuestra opinión sobre el sector es positiva porque: (i) los balances están bien posicionados (exceso de liquidez) para aprovechar las subidas de tipos ¿3/4 en 2022? y la reactivación de la demanda de crédito y (ii) los índices de calidad crediticia son buenos (morosidad baja & cobertura elevada) y mejora la calidad de la cuenta de P&G (más ingresos *core* y menos *trading*).

**Resultados 4T 2021:** Las cifras, invitan a pensar en un comportamiento dispar por líneas de negocio en 2022. **BoA** destaca por el dinamismo comercial (+6,0% en inversión crediticia; +11,0% t/t anualizada) y **Wells Fargo** por la eficiencia y el crédito hipotecario.

**JP Morgan** bate expectativas, pero el objetivo de rentabilidad es conservador (RoTE ~17,0% vs 18,0% en 2021 vs 19,0% en 2020) y **Citi** está lejos de niveles pre-CV19 y aboga por vender activos (Corea, México...). En **Goldman Sachs**, la caída en *trading* del 4T 2021 (-11,0% en acciones & -1,0% en bonos) ensombrece el récord de ingresos en Banca de Inversión (+58,0% en 2021). **Morgan Stanley** alcanza un BNA récord y mejora el objetivo de rentabilidad (RoTCE >20% vs 16%/20% ant. vs 19,8% en 2021).

**Nuestros bancos favoritos son:** (1) **Bank of América** (vs 2º ant.), (2) **Wells Fargo** (nuevo), (3) **Morgan Stanley** (sin cambios) y (4) **JP Morgan** (vs 1º ant.).

Beneficio Neto BNA	12 M Trailing		Trimestres Estancos: Var % a/a				
	Mills \$	% Var	4T'20	1T'21	2T'21	3T'21	4T'21
Wells Fargo	21.654	618,2%	4,1%	626,2%	-257,0%	59,3%	92,2%
JP Morgan	48.334	65,9%	42,4%	399,1%	154,9%	23,8%	-14,3%
Bank of America	31.978	78,7%	-21,8%	100,7%	161,1%	57,6%	28,2%
Citigroup Inc	21.952	98,7%	-13,5%	213,2%	486,5%	47,6%	-26,4%
US Bancorp	7.963	60,6%	2,2%	94,7%	187,7%	28,4%	10,1%
<b>B. Comercial</b>	<b>131.881</b>	<b>99,7%</b>	<b>6,3%</b>	<b>232,1%</b>	<b>478,3%</b>	<b>40,0%</b>	<b>6,0%</b>
Goldman Sachs	21.635	128,7%	135,1%	463,6%	1370,8%	59,7%	-12,7%
Morgan Stanley	15.034	36,7%	51,2%	142,6%	9,9%	36,4%	9,2%
<b>B. Inversión</b>	<b>36.669</b>	<b>79,3%</b>	<b>89,9%</b>	<b>276,4%</b>	<b>152,1%</b>	<b>49,3%</b>	<b>-3,3%</b>
<b>Total Bancos</b>	<b>168.550</b>	<b>94,9%</b>	<b>18,3%</b>	<b>241,2%</b>	<b>358,1%</b>	<b>42,0%</b>	<b>3,9%</b>

Indicadores de Riesgo & Liquidez	NPLs/AT Último (iii)	NPLs / Capital (iii)		L-t-D ratio (iv)		Pasivo Retail (v)	
		4T'20	4T'21	4T'20	4T'21	4T'20	4T'21
Wells Fargo	0,4%	4,8%	3,8%	66%	62%	79%	84%
JP Morgan	0,2%	3,9%	2,7%	47%	44%	69%	71%
Bank of America	0,1%	1,8%	1,7%	52%	48%	71%	71%
Citigroup Inc	0,1%	2,9%	1,7%	56%	55%	62%	63%
US Bancorp	0,1%	2,3%	1,5%	71%	70%	86%	88%
<b>B. Comercial</b>	<b>0,2%</b>	<b>3,2%</b>	<b>2,3%</b>	<b>59%</b>	<b>56%</b>	<b>73%</b>	<b>76%</b>
Goldman Sachs	0,0%	3,8%	0,0%	54%	52%	42%	46%
Morgan Stanley	0,1%	1,5%	0,0%	46%	48%	53%	59%
<b>B. Inversión</b>	<b>0,0%</b>	<b>2,7%</b>	<b>0,0%</b>	<b>50%</b>	<b>50%</b>	<b>48%</b>	<b>52%</b>
<b>Total Bancos</b>	<b>0,1%</b>	<b>2,9%</b>	<b>1,1%</b>	<b>54%</b>	<b>53%</b>	<b>61%</b>	<b>64%</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 (iii)	TCE (vi) / ATM 's		RORWA 's (vii)		ROTE (viii)	
		4T'20	4T'21	4T'20	4T'21	4T'20	4T'21
Wells Fargo	11,5%	6,9%	7,3%	0,2%	1,8%	2,2%	15,3%
JP Morgan	12,7%	5,9%	5,5%	1,9%	3,0%	15,3%	23,7%
Bank of America	10,8%	6,4%	5,8%	1,2%	2,0%	10,3%	17,9%
Citigroup Inc	12,9%	6,7%	6,8%	0,9%	1,7%	7,4%	14,0%
US Bancorp	8,3%	6,5%	6,0%	1,2%	2,0%	14,0%	23,7%
<b>B. Comercial</b>	<b>11,2%</b>	<b>6,5%</b>	<b>6,3%</b>	<b>1,1%</b>	<b>2,1%</b>	<b>9,8%</b>	<b>18,9%</b>
Goldman Sachs	13,8%	6,8%	4,7%	1,7%	3,4%	12,3%	32,9%
Morgan Stanley	15,4%	7,1%	6,2%	2,6%	3,2%	15,5%	27,4%
<b>B. Inversión</b>	<b>14,6%</b>	<b>6,9%</b>	<b>5,5%</b>	<b>2,1%</b>	<b>3,3%</b>	<b>13,9%</b>	<b>30,2%</b>
<b>Total Bancos</b>	<b>12,9%</b>	<b>6,7%</b>	<b>5,9%</b>	<b>1,6%</b>	<b>2,7%</b>	<b>11,9%</b>	<b>24,5%</b>

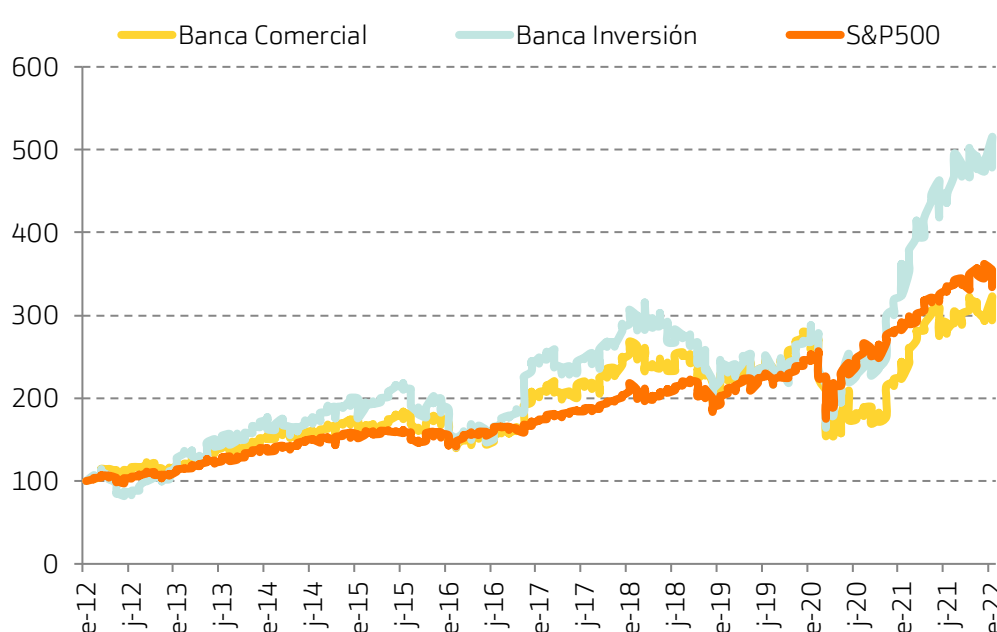
(vi) Capital Tangible Medio / APR 's; (vii) BNA (12 m) / APR 's Medios; (viii) BNA (12 m) / TCE Medio

## Múltiplos de Valoración

	Mkt. Cap Mills \$	% Revalor.		PER		P/V e	Div Yield e
		P.Ultimo	YTD	22 e	23 e		
Wells Fargo	208.551	53,7	11,9	13,9 x	11,3 x	1,2 x	1,8%
JP Morgan	428.750	145,1	-8,4	12,7 x	11,5 x	1,6 x	2,9%
Bank of America	362.856	44,9	1,0	14,0 x	12,1 x	1,5 x	2,0%
Citigroup Inc	125.545	63,3	4,8	8,2 x	7,7 x	0,7 x	3,2%
US Bancorp	81.768	55,1	-1,9	13,0 x	10,7 x	1,7 x	3,4%
<b>B. Comercial</b>	<b>694</b>	<b>-0,8</b>	<b>12,5 x</b>	<b>11,0 x</b>	<b>1,3 x</b>	<b>2,5%</b>	
Goldman Sachs	120.160	343,9	-10,1	8,5 x	8,1 x	1,2 x	2,4%
Morgan Stanley	175.180	98,9	0,7	12,9 x	11,6 x	1,8 x	2,9%
<b>B. Inversión</b>	<b>285</b>	<b>-1,2</b>	<b>12,9 x</b>	<b>11,6 x</b>	<b>1,7 x</b>	<b>2,1%</b>	
<b>S&amp;P 500</b>	<b>4.398</b>	<b>-7,7</b>	<b>20,0 x</b>	<b>18,1 x</b>	<b>4,1 x</b>	<b>1,5%</b>	

Fuente:Bloomberg.

## Evolución Bursátil: Bancos vs S&amp;P 500



Fuente:Bloomberg.

## Estrategia de Inversión en Bancos EE.UU.

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

P&G Ajustada <sup>(2)</sup>	4T'20	1T'21	2T'21	3T'21	4T'21	Acumulado		% Variación		
						12 M Trailing		4T'21		
Datos en M€						Último	Previo	a/a	t/t	12M a/a
Mg. Intereses <sup>(3)</sup>	46.444	45.113	45.110	46.652	48.215	185.090	194.154	3,8%	3,4%	-4,7%
Otros ingresos <sup>(4)</sup>	43.028	52.808	50.335	47.613	46.632	197.388	180.818	8,4%	-2,1%	9,2%
<b>Margen Bruto</b>	<b>89.472</b>	<b>97.921</b>	<b>95.445</b>	<b>94.265</b>	<b>94.847</b>	<b>382.478</b>	<b>374.972</b>	<b>6,0%</b>	<b>0,6%</b>	<b>2,0%</b>
Gastos Generales	59.245	62.681	60.632	59.719	62.882	245.914	236.039	6,1%	5,3%	4,2%
<b>Margen Neto</b>	<b>30.227</b>	<b>35.240</b>	<b>34.813</b>	<b>34.546</b>	<b>31.965</b>	<b>136.564</b>	<b>138.933</b>	<b>5,7%</b>	<b>-7,5%</b>	<b>-1,7%</b>
Prov. insolvencias	1.303	-5.740	-2.845	-309	839	-8.055	73.793	-35,6%	-371,5%	-110,9%
<b>Rdo. Operativo</b>	<b>28.924</b>	<b>40.980</b>	<b>37.658</b>	<b>34.855</b>	<b>31.126</b>	<b>144.619</b>	<b>65.140</b>	<b>7,6%</b>	<b>-10,7%</b>	<b>122,0%</b>
Deterioros & Extraordinarios	2.923	4.206	3.557	3.592	3.546	14.901	10.727	21,3%	-1,3%	38,9%
<b>BAI.</b>	<b>31.847</b>	<b>45.186</b>	<b>41.215</b>	<b>38.447</b>	<b>34.672</b>	<b>159.520</b>	<b>75.867</b>	<b>8,9%</b>	<b>-9,8%</b>	<b>110,3%</b>
Impuestos & otros	-5.421	-7.872	-5.828	-7.275	-6.664	-27.639	-9.821	22,9%	-8,4%	181,4%
<b>BNA Publicado</b>	<b>26.426</b>	<b>37.314</b>	<b>35.387</b>	<b>31.172</b>	<b>28.008</b>	<b>131.881</b>	<b>66.046</b>	<b>6,0%</b>	<b>-10,2%</b>	<b>99,7%</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	4T'20	1T'21	2T'21	3T'21	4T'21	MM \$		Variación	
						a/a	t/t	a/a	t/t
Datos en MM€									
Liquidez <sup>(5)</sup>	2.673	2.806	2.686	2.853	2.733	61	-120	2,3%	-4,2%
Cartera Valores	2.902	3.056	2.884	2.903	2.828	-74	-75	-2,6%	-2,6%
<b>Inversión Crediticia</b>	<b>3.901</b>	<b>3.849</b>	<b>3.887</b>	<b>3.897</b>	<b>4.033</b>	<b>132</b>	<b>136</b>	<b>3,4%</b>	<b>3,5%</b>
Otros	1.499	1.776	2.090	2.073	2.131	633	58	42,2%	2,8%
<b>Total Activo</b>	<b>10.975</b>	<b>11.487</b>	<b>11.547</b>	<b>11.727</b>	<b>11.726</b>	<b>751</b>	<b>-1</b>	<b>6,8%</b>	<b>0,0%</b>
Depósitos	7.055	7.335	7.402	7.628	7.783	728	155	10,3%	2,0%
Finac. Mayorista	2.928	3.153	3.131	3.090	2.931	3	-158	0,1%	-5,1%
Fondos Propios	992	999	1.013	1.010	1.012	20	3	2,0%	0,3%
<b>Total Pasivo &amp; F.Propios</b>	<b>10.975</b>	<b>11.487</b>	<b>11.547</b>	<b>11.727</b>	<b>11.726</b>	<b>751</b>	<b>-1</b>	<b>6,8%</b>	<b>0,0%</b>
APR's <sup>(6)</sup>	5.850	5.924	6.015	6.103	6.139	289	36	4,9%	0,6%
TCE <sup>(7)</sup>	703	705	721	715	717	13	1	1,9%	0,2%

(5) Incluye interbancario

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

## Métricas de Gestión

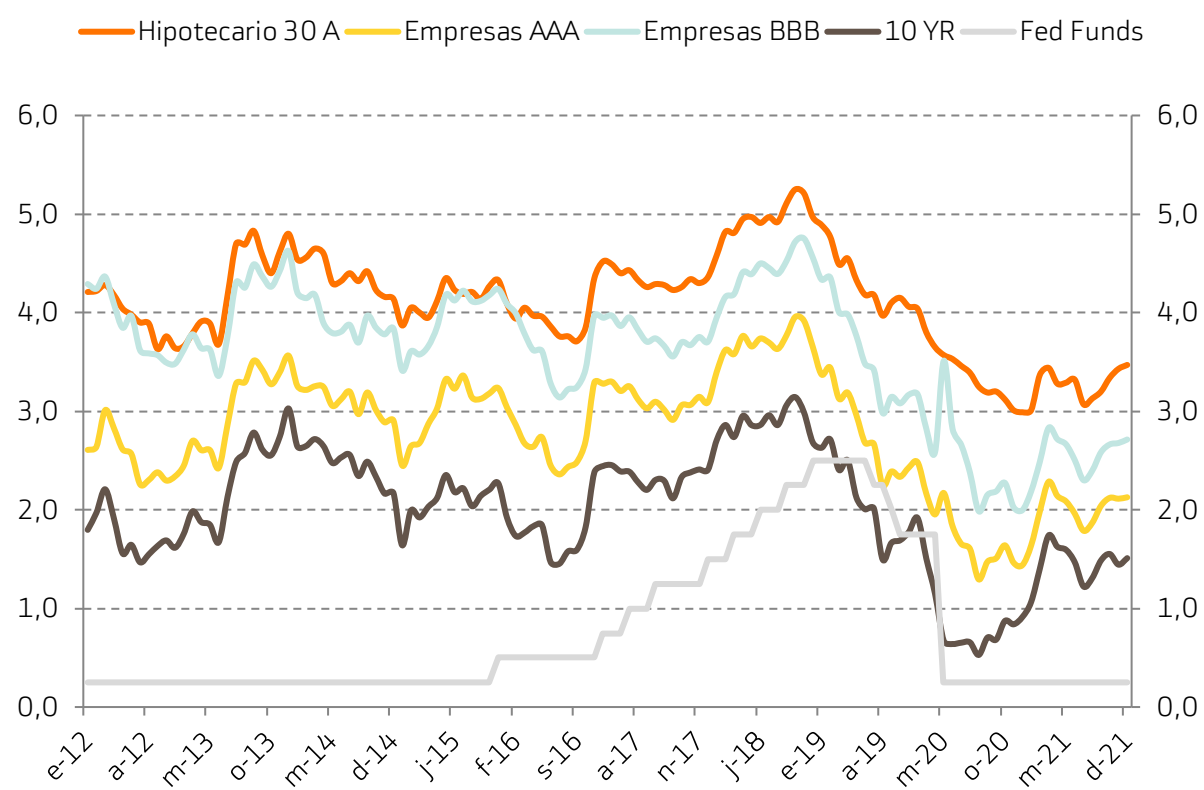
	4T'20	1T'21	2T'21	3T'21	4T'21	Variación en pb	
						a/a	t/t
L-t-D <sup>(8)</sup>	55,3%	52,5%	52,5%	51,1%	51,8%	-3,5 pb	0,7 pb
APR's/ Activos <sup>(9)</sup>	53,3%	51,6%	52,1%	52,0%	52,4%	-1,0 pb	0,3 pb
TCE/ Fondos Propios	70,9%	70,6%	71,2%	70,9%	70,8%	-0,1 pb	-0,1 pb
<b>ROTE <sup>(10)</sup></b>	<b>15,0%</b>	<b>21,2%</b>	<b>19,6%</b>	<b>17,4%</b>	<b>15,6%</b>	<b>0,6 pb</b>	<b>-1,8 pb</b>
<b>ROA <sup>(11)</sup></b>	<b>1,0%</b>	<b>1,3%</b>	<b>1,2%</b>	<b>1,1%</b>	<b>1,0%</b>	<b>0,0 pb</b>	<b>-0,1 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 NY

Gráfico 1.2: Coste medio del pasivo

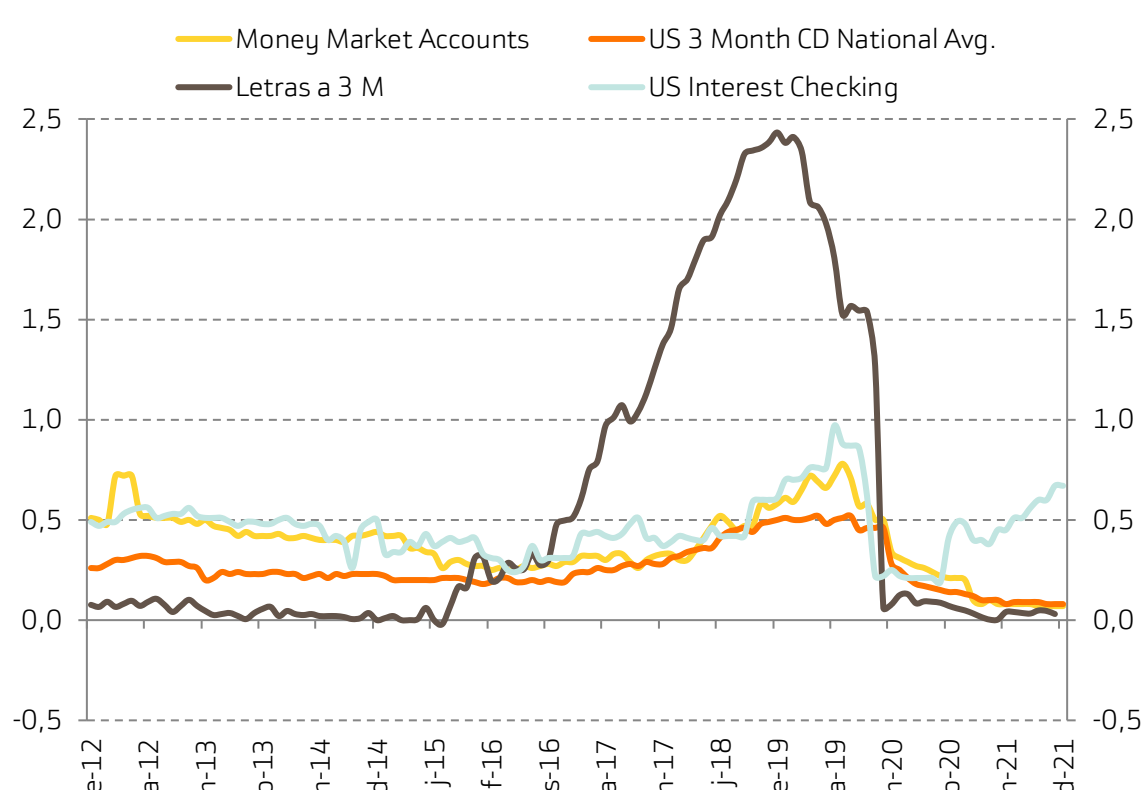
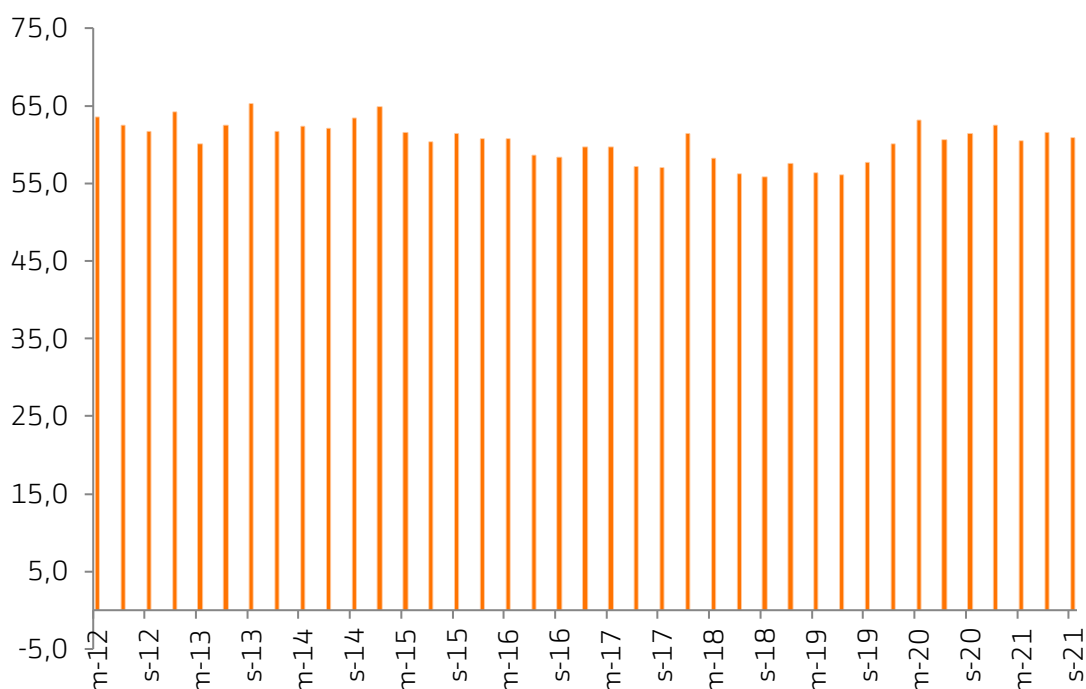


Gráfico 1.3: Ratio de Eficiencia



Fuente: Bloomberg & FDIC

Gráfico 1.4: Ratio de morosidad

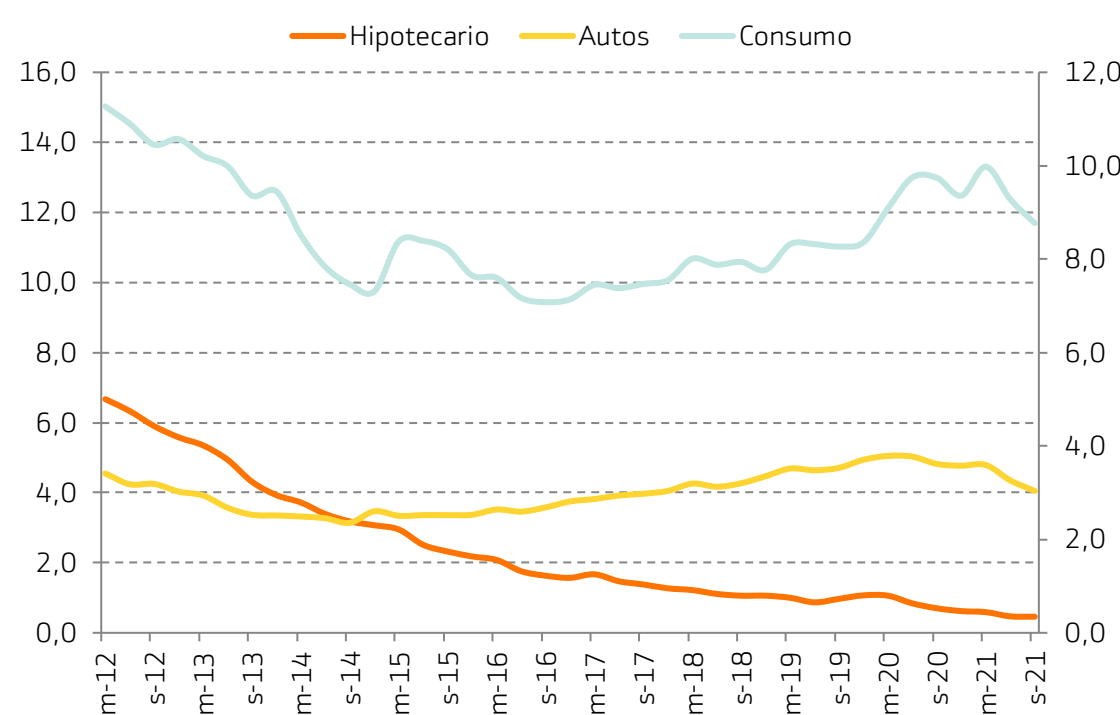
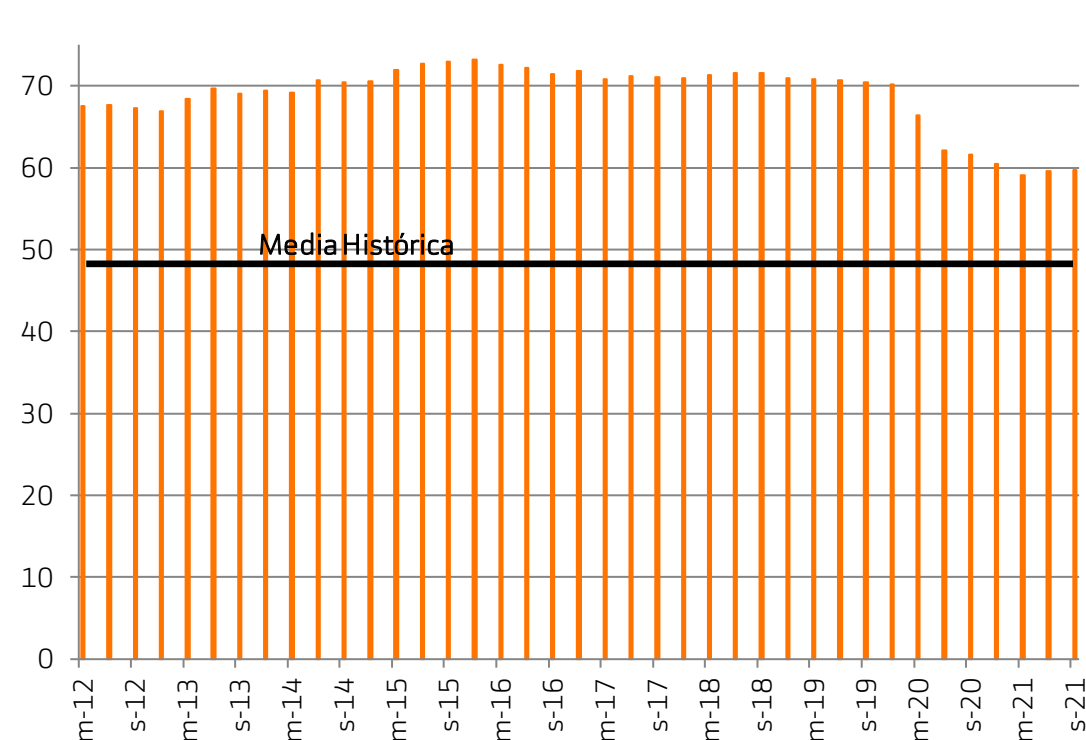
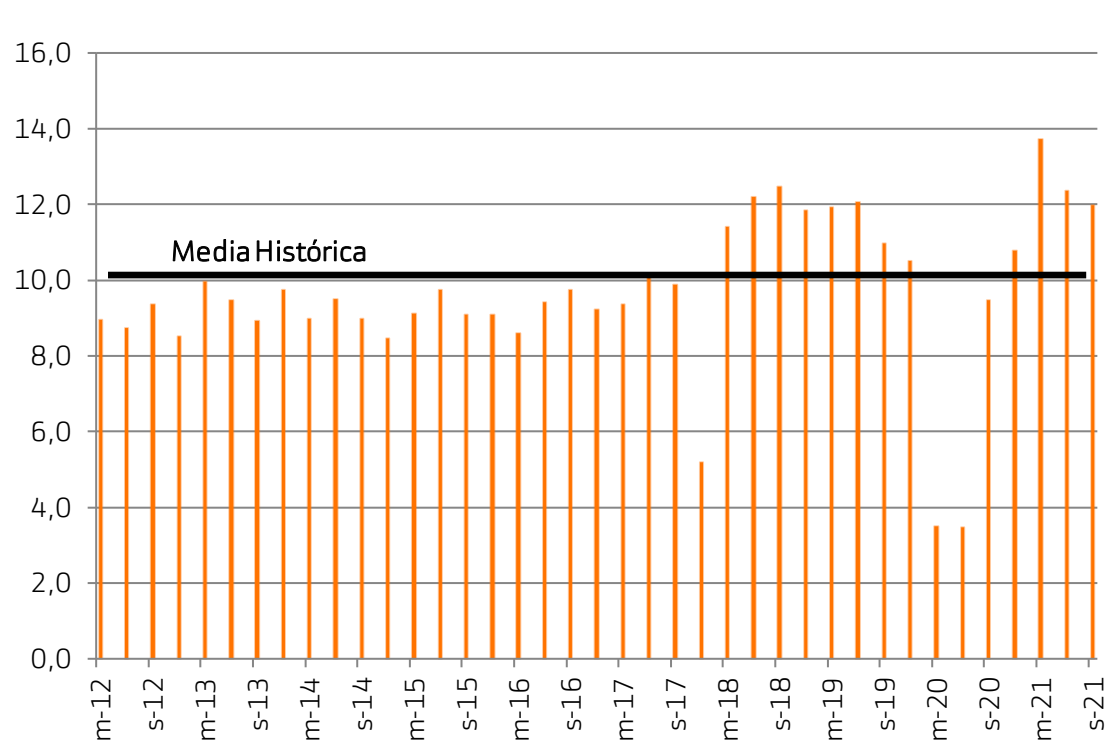


Gráfico 1.5: Densidad de capital



Fuente: Bloomberg & FDIC

Gráfico 1.6: RoE



Estrategia de Inversión en Bancos EE.UU.

Múltiplos de Valoración: P/V histórico

Gráfico 1.13: P/V histórico de Wells Fargo

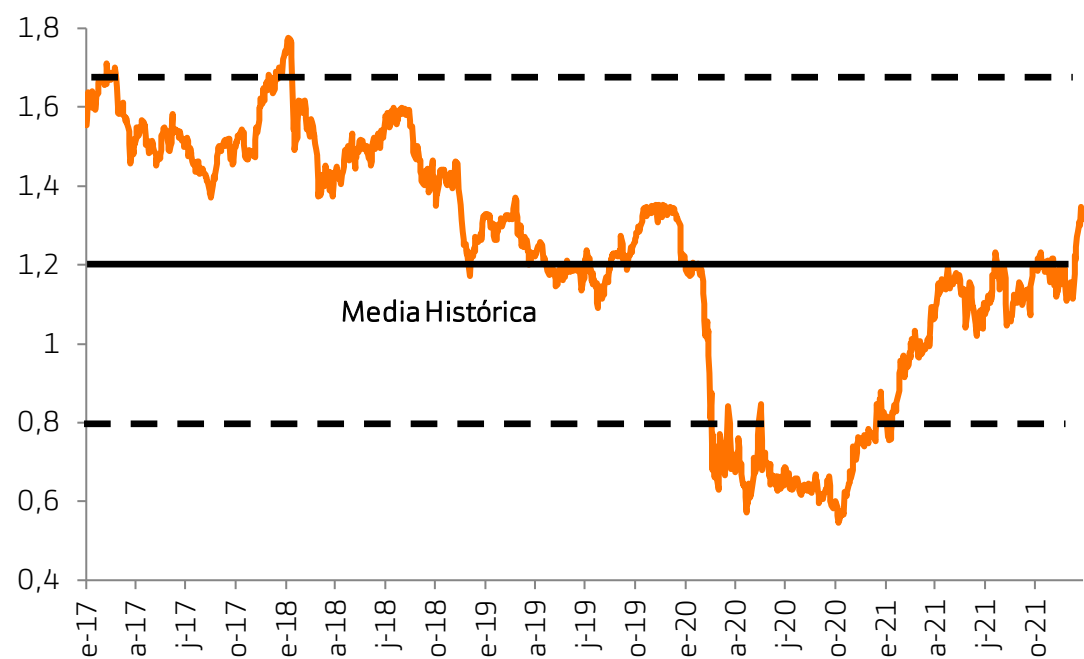


Gráfico 1.14: P/V histórico de JP Morgan

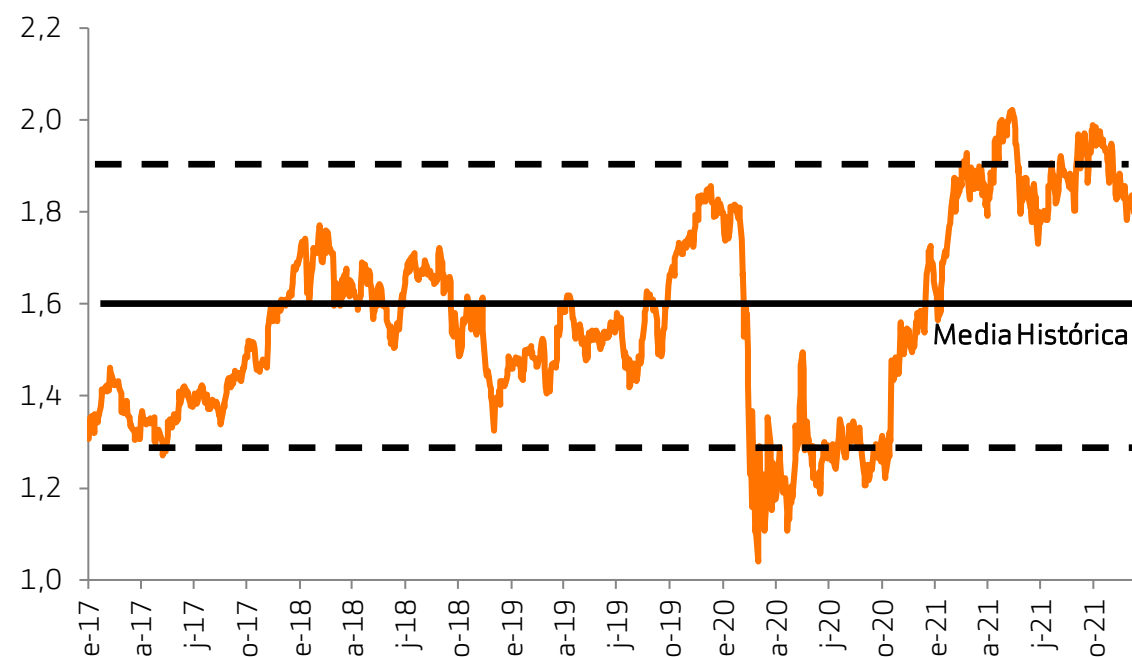


Gráfico 1.15: P/V histórico de Bank of America

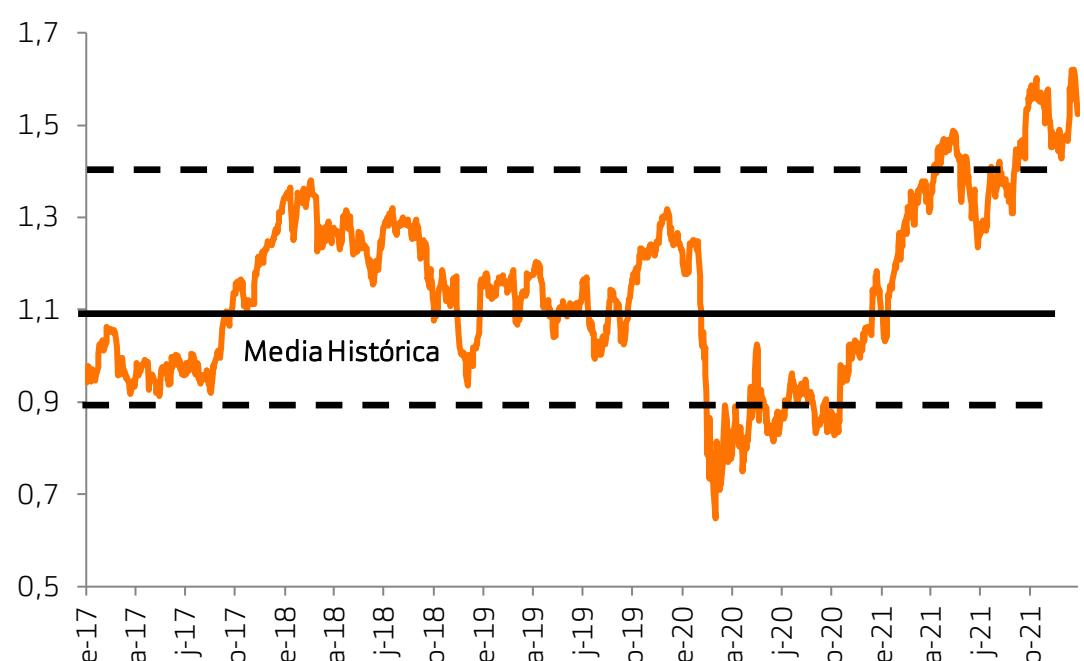


Gráfico 1.16: P/V histórico de Citigroup

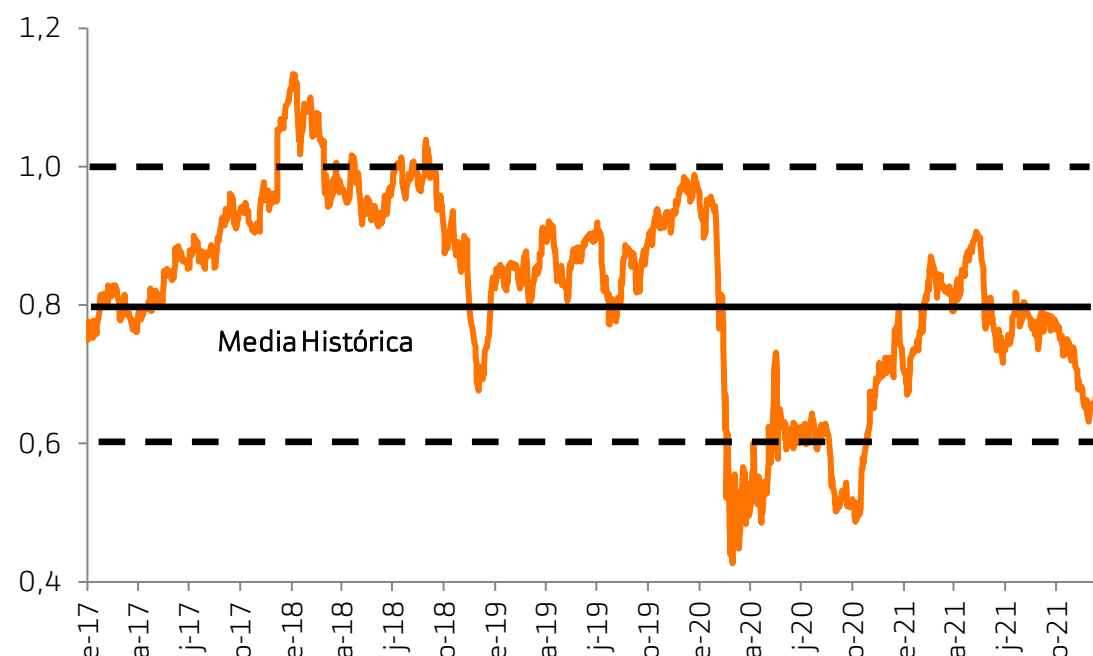


Gráfico 1.16: P/V histórico de Goldman Sachs

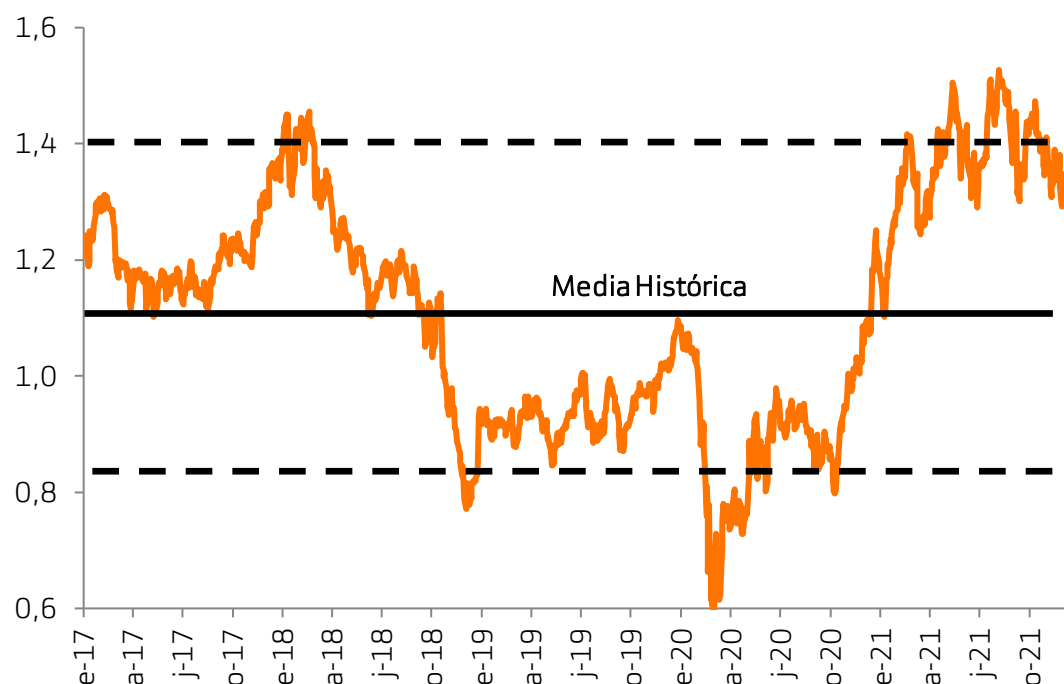
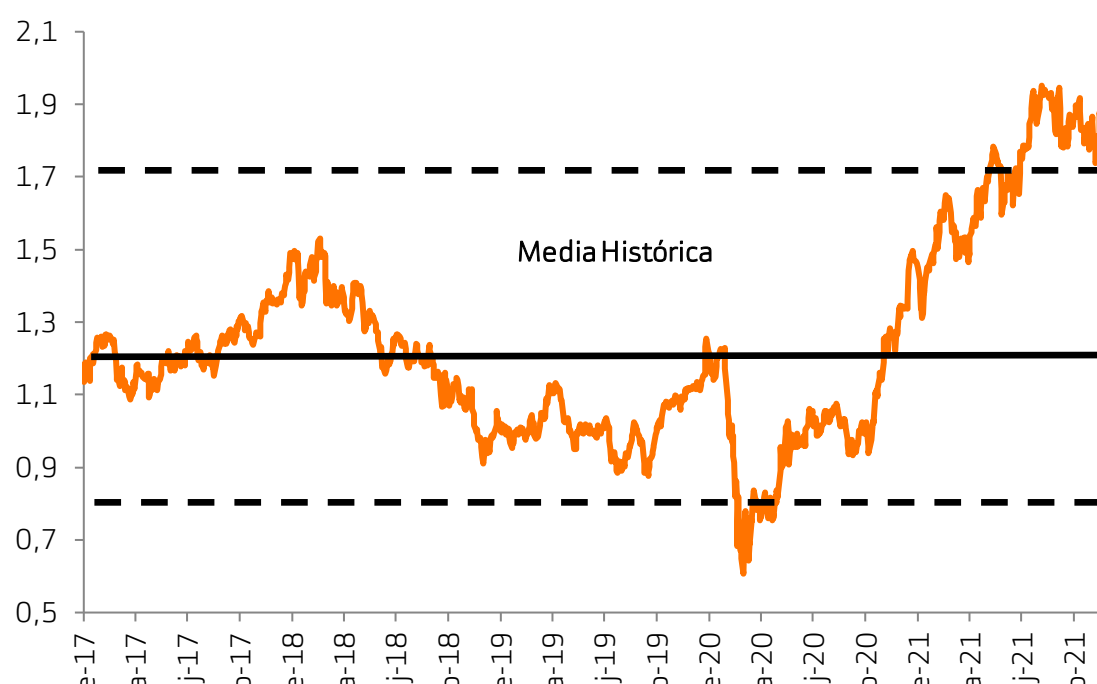


Gráfico 1.17: P/V histórico de Morgan Stanley



Fuente: Bloomberg.

## Estrategia de Inversión en Bancos EE.UU.

### INFORMACIÓN IMPORTANTE.-

- Todos nuestros informes se encuentran disponibles en nuestro website: <https://www.bankinter.com/broker/analisis/informes>
- 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
- La identificación de las fuentes de información empleadas más relevantes se ofrece en:  
[https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento\\_normativo/analisis/fuentes](https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/fuentes)
- Por favor, consulte importantes advertencias legales en:  
[https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento\\_normativo/analisis/responsabilidad\\_legal](https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal)

### NOTAS DE COMPAÑÍAS

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

### EQUIPO DE ANÁLISIS:

Ramón Forcada - Director	Rafael Alonso - Bancos	Eduardo Cabero - Seguros
Pilar Aranda - Petróleo	Aránzazu Cortina - Industriales	Aránzazu Bueno - Eléctricas
Juan Moreno - Inmobiliarias	Luis Piñas - Alimentación/ Distribución	Esther Gutiérrez de la Torre - Autos
Juan Tuesta - Construcción & Tecnología	Elena Fernández - Consumo	Pedro Echeguren - Farma & Salud
Jorge Pradilla - Logística	Filipe Aires - Químicas & Papel	Mariana Queirós - Telecoms

Temáticas y activos de responsabilidad compartida por todo el E

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