

Estrategia de Inversión en Bancos EE.UU.

Analista: Rafael Alonso

El *trading* no compensa el impacto del CV19. El entorno de tipos no acompaña y el *guidance* para 2S20 es prudente.

Conclusión: Las métricas de solvencia y liquidez son sólidas y los múltiplos de valoración parecen atractivos (ver pag.4) pero mantenemos nuestra recomendación de **evitar el sector, con la excepción de Morgan Stanley - única entidad donde nos sentimos confortables** - : (i) el aumento en provisiones reduce ~2/3 el BNA de la banca comercial que obtiene una rentabilidad/RoTE~10,7% (<5,0% en 2T20), (ii) el *guidance* de las entidades anticipa un entorno complicado - tipos bajos mucho tiempo (¿2023?) e ingresos por *trading* a la baja en 2S10 - y (iii) la rentabilidad estimada por dividendo es atractiva (>2,3%) pero la probabilidad de que se revise a la baja en 2S20 es elevada.

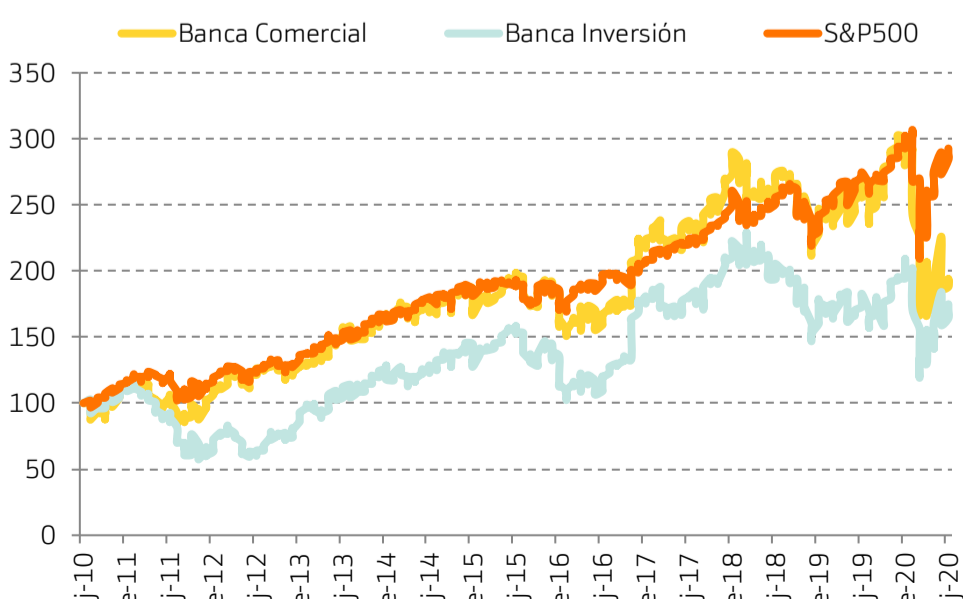
Nuestra visión: El balance de la banca americana es sólido - la ratio de capital CET1 media alcanza 11,8% -, pero el CV19 dispara las provisiones y reduce la rentabilidad (RoTE) del negocio minorista hasta <5,0% en 2T20 (vs 12,0%/14,0% en 2019). Las cifras del 2T20 no reflejan aún el aumento previsto en la morosidad, pero anticipan un volumen de provisiones similar a la crisis financiera (2008). El *guidance* de las entidades refleja un entorno complicado (-6,0% en PIB para 2020 y Tasa de Paro ~10,0%) que conlleva un impacto severo en las cuentas de 2020 y parte de 2021 (¿1S21?).

Resultados 2T20: Las cifras superan las expectativas, pero reflejan caídas bruscas en BNA que oscilan entre las pérdidas de Wells Fargo (-2,379 M\$ en 2T20) y -51,4% (JP Morgan). Morgan Stanley (+45,2%) y Goldman Sachs (+0,1%) escapan a las caídas gracias a un modelo de negocio más ligado a los mercados (gestión de activos, banca de inversión...). El denominador común es un aumento en los ingresos por *Trading* (bonos, sobre todo) difícil de repetir y un cambio a peor de la actividad comercial.

Estrategia de inversión: Nuestra estrategia de evitar el sector es acertada porque la banca acumula una caída en el año comprendida entre -34,7% (B. Comercial) y -8,8% (B. Inversión), frente a una subida de +0,8% del S&P 500.

¿Ha llegado el momento de cambiar de estrategia? No y nuestro razonamiento es el siguiente: (1) las entidades afrontan un escenario de mayor riesgo de crédito, un entorno de tipos bajos prolongado (¿2023?) y el escrutinio por parte de la Fed de la remuneración a los accionistas. La excepción es Morgan Stanley - única entidad donde nos sentimos confortables - debido a: (1) la resiliencia del negocio de gestión de activos y (2) un coste del riesgo bajo que se explica por su exposición a grandes empresas.

Evolución Bursátil: Bancos vs S&P 500



Fuente: Bloomberg.

Beneficio Neto BNA	12 M Trailing		Trimestres Estancos: Var % a/a				
	Mills \$	% Var	2T 19	3T 19	4T 19	1T 20	2T 20
Wells Fargo	5.757	-76,1%	19,7%	-23,3%	-52,6%	-88,9%	n.s
JP Morgan	24.449	-28,7%	16,1%	8,4%	10,6%	-68,8%	-51,4%
Bank of America	20.314	-30,2%	8,3%	-19,4%	-3,9%	-45,2%	-51,9%
Citigroup Inc	13.730	-25,6%	6,9%	6,3%	15,4%	-46,5%	-72,6%
US Bancorp	5.254	-26,9%	4,1%	5,1%	-19,9%	-31,1%	-62,2%
B. Comercial	69.504	-38,6%	12,4%	-6,1%	-9,1%	-61,0%	-73,7%
Goldman Sachs	7.430	-23,7%	-5,6%	-25,6%	-24,5%	-46,1%	0,1%
Morgan Stanley	9.306	12,5%	-9,7%	2,9%	46,2%	-30,1%	45,2%
B. Inversión	16.736	-7,1%	-7,6%	-12,6%	2,1%	-37,8%	21,6%
Total Bancos	86.240	-34,2%	9,3%	-7,0%	-7,6%	-57,7%	-60,9%

Indicadores de Riesgo & Liquidez	NPLs/AT Último (iii)	NPLs / Capital (iii)		L-t-D ratio (iv)		Pasivo Retail (v)	
		2T 19	2T 20	2T 19	2T 20	2T 19	2T 20
Wells Fargo	0,4%	3,0%	4,1%	76%	69%	75%	79%
JP Morgan	0,3%	1,9%	3,1%	63%	51%	62%	65%
Bank of America	0,2%	1,6%	1,7%	70%	59%	65%	69%
Citigroup Inc	0,3%	1,8%	3,0%	71%	60%	58%	60%
US Bancorp	0,2%	1,5%	2,0%	84%	77%	82%	84%
B. Comercial	0,3%	2,0%	2,8%	73%	63%	68%	72%
Goldman Sachs	0,0%	1,0%	0,0%	48%	26%	41%	44%
Morgan Stanley	0,1%	1,2%	0,0%	47%	52%	46%	52%
B. Inversión	0,1%	1,1%	0,0%	48%	39%	43%	48%
Total Bancos	0,2%	1,5%	1,4%	60%	51%	56%	60%

(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)	
		2T 19	2T 20	2T 19	2T 20	2T 19	2T 20
Wells Fargo	10,8%	7,7%	7,0%	1,9%	0,5%	16,5%	4,2%
JP Morgan	12,0%	6,9%	6,3%	2,2%	1,6%	18,6%	13,2%
Bank of America	11,6%	7,3%	6,7%	2,7%	1,4%	16,8%	11,8%
Citigroup Inc	12,2%	7,8%	7,1%	1,6%	1,1%	12,2%	9,2%
US Bancorp	8,3%	7,5%	6,8%	1,9%	1,3%	20,4%	14,9%
B. Comercial	11,0%	7,4%	6,8%	2,1%	1,2%	16,9%	10,7%
Goldman Sachs	12,8%	7,9%	5,4%	1,8%	1,3%	13,1%	13,1%
Morgan Stanley	16,4%	7,2%	7,2%	2,2%	2,3%	13,2%	18,9%
B. Inversión	14,6%	7,6%	6,3%	2,0%	1,8%	13,1%	16,0%
Total Bancos	12,8%	7,5%	6,5%	2,0%	1,5%	15,0%	13,4%

(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	19 e	20 e		
Wells Fargo	107.934	26,2	-51,3	152,3 x	12,3 x	0,7 x	2,3%
JP Morgan	302.905	99,4	-28,7	17,3 x	11,3 x	1,3 x	3,7%
Bank of America	211.858	24,4	-30,7	16,0 x	11,3 x	0,9 x	3,0%
Citigroup Inc	107.697	51,7	-35,2	16,5 x	8,5 x	0,6 x	4,0%
US Bancorp	55.130	36,6	-38,3	15,1 x	12,4 x	1,2 x	4,5%
B. Comercial	432	-34,7	18,8 x	11,0 x	0,9 x	3,8%	
Goldman Sachs	76.007	212,0	-7,8	12,3 x	9,4 x	0,9 x	2,4%
Morgan Stanley	82.551	52,4	2,5	10,6 x	10,7 x	1,0 x	2,8%
B. Inversión	145	-8,8	12,7 x	11,6 x	1,1 x	2,3%	
S&P 500	3.257	0,8	25,9 x	20,0 x	3,5 x	1,8%	

Fuente: Bloomberg.

Estrategia de Inversión en Bancos EE.UU.

Cuenta de P&G sectorial ⁽¹⁾

P&G Ajustada ⁽²⁾ Datos en M€	2T'19	3T'19	4T'19	1T'20	2T'20	Acumulado		% Variación		
						12 M Trailing		2T'20		12M
						Último	Previo	a/a	t/t	a/a
Mg. Intereses ⁽³⁾	53.937	52.962	52.007	52.596	48.861	206.426	216.416	-9,4%	-7,1%	-4,6%
Otros ingresos ⁽⁴⁾	44.116	45.667	41.929	42.618	49.861	180.075	168.173	13,0%	17,0%	7,1%
Margen Bruto	98.053	98.629	93.936	95.214	98.722	386.501	384.589	0,7%	3,7%	0,5%
Gastos Generales	56.730	60.417	59.150	57.309	58.730	235.606	225.063	3,5%	2,5%	4,7%
Margen Neto	41.323	38.212	34.786	37.905	39.992	150.895	159.526	-3,2%	5,5%	-5,4%
Prov. insolvencias	7.736	8.203	8.610	27.368	36.251	80.432	31.531	368,6%	32,5%	155,1%
Rdo. Operativo	33.587	30.009	26.176	10.537	3.741	70.463	127.995	-88,9%	-64,5%	-44,9%
Deterioros & Extraordinarios	2.788	2.777	3.006	2.323	1.581	9.687	11.111	-43,3%	-31,9%	-12,8%
BAI.	36.375	32.786	29.182	12.860	5.322	80.150	139.106	-85,4%	-58,6%	-42,4%
Impuestos & otros	-6.549	-6.498	-5.033	-1.639	2.524	-10.646	-25.953	-138,5%	-254,0%	-59,0%
BNA Publicado	29.826	26.288	24.149	11.221	7.846	69.504	113.153	-73,7%	-30,1%	-38,6%

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

(2) La cuenta de P&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 MM€	2T'19	3T'19	4T'19	1T'20	2T'20	MM \$		Variación	
						a/a	t/t	a/a	%
									t/t
Liquidez ⁽⁵⁾	1.851	1.837	1.807	2.153	2.627	776	474	41,9%	22,0%
Cartera Valores	2.653	2.762	2.637	2.846	3.080	427	235	16,1%	8,2%
Inversión Crediticia	3.935	3.955	3.980	4.220	4.009	74	-211	1,9%	-5,0%
Otros	1.078	1.083	1.072	1.285	987	-91	-298	-8,5%	-23,2%
Total Activo	9.517	9.637	9.496	10.503	10.703	1.186	200	12,5%	1,9%
Depósitos	5.587	5.674	5.752	6.376	6.707	1.121	332	20,1%	5,2%
Finac. Mayorista	2.944	2.985	2.783	3.173	3.041	97	-133	3,3%	-4,2%
Fondos Propios	986	978	961	955	955	-31	0	-3,2%	0,0%
Total Pasivo & F.Propios	9.517	9.637	9.496	10.503	10.703	1.186	200	12,5%	1,9%
APR 's ⁽⁶⁾	5.834	5.848	5.815	6.045	5.847	12	-198	0,2%	-3,3%
TCE ⁽⁷⁾	702	690	679	671	671	-32	-1	-4,5%	-0,1%

(5) Incluye interbancario

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

Métricas de Gestión

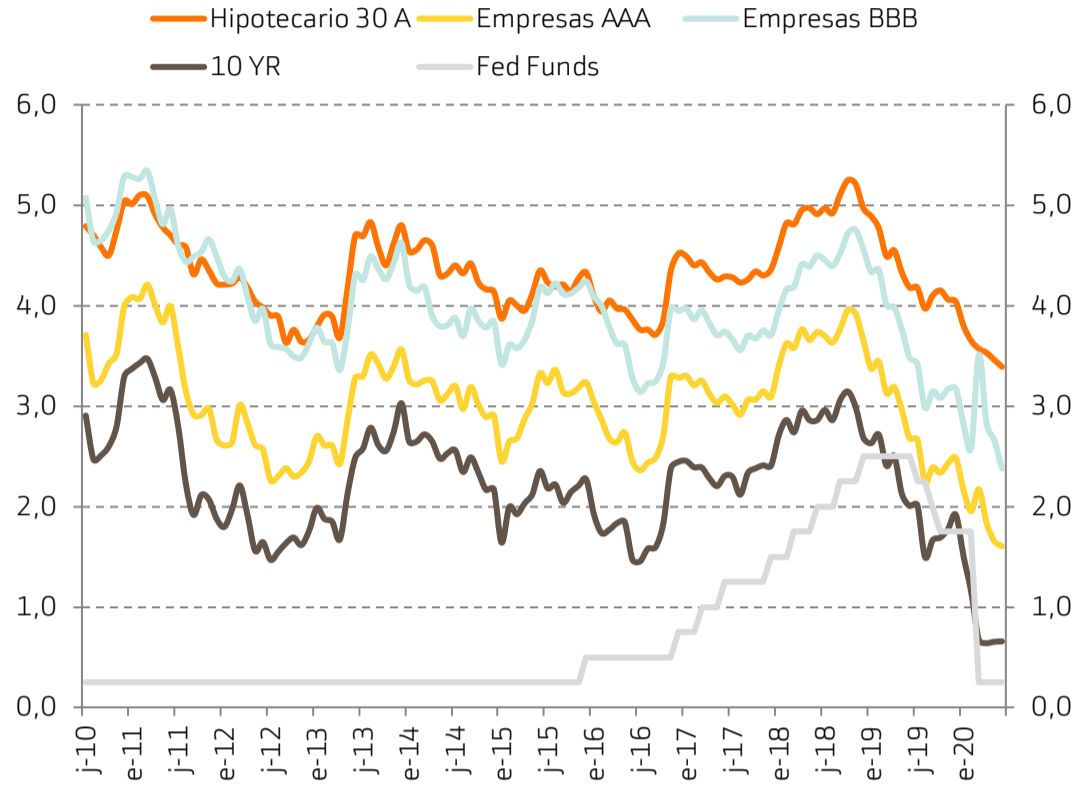
	2T'19	3T'19	4T'19	1T'20	2T'20	Variación en pb	
						a/a	t/t
L-t-D ⁽⁸⁾	70,4%	69,7%	69,2%	66,2%	59,8%	-10,7 pb	-6,4 pb
APR 's/ Activos ⁽⁹⁾	61,3%	60,7%	61,2%	57,6%	54,6%	-6,7 pb	-2,9 pb
TCE/ Fondos Propios	71,2%	70,5%	70,7%	70,3%	70,2%	-1,0 pb	-0,1 pb
ROTE ⁽¹⁰⁾	17,0%	15,2%	14,2%	6,7%	4,7%	-12,3 pb	-2,0 pb
ROA ⁽¹¹⁾	1,3%	1,1%	1,0%	0,4%	0,3%	-1,0 pb	-0,1 pb

(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

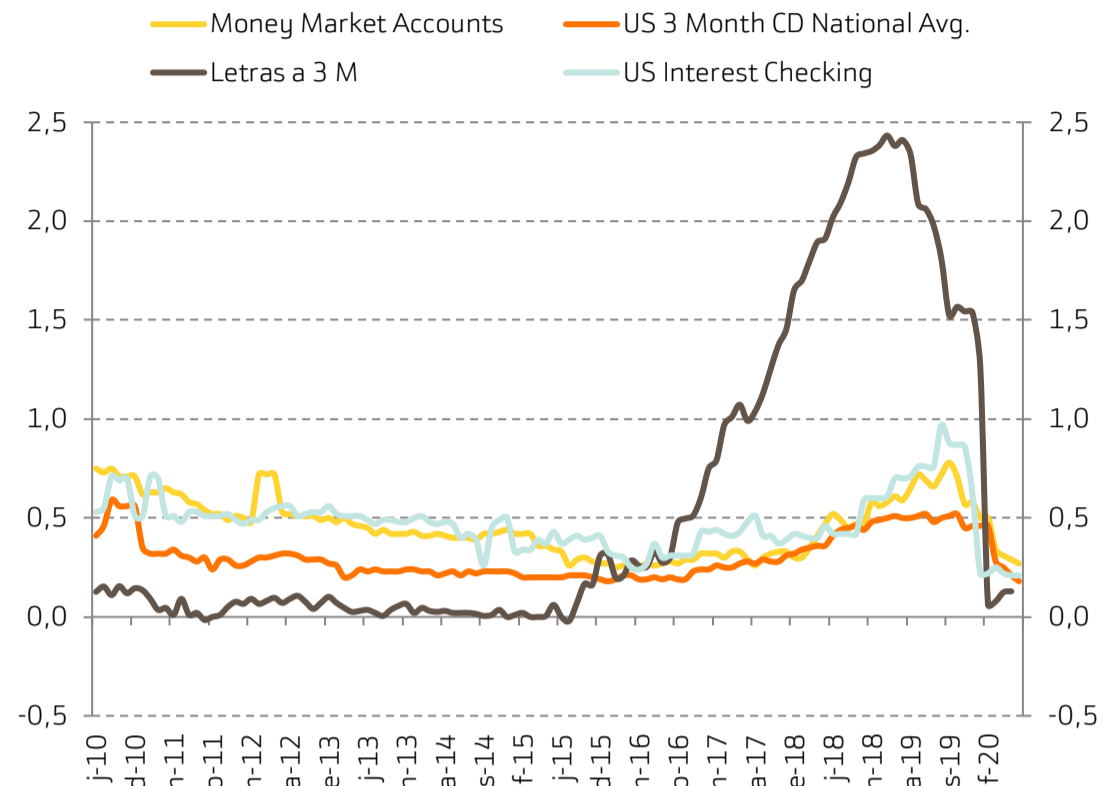
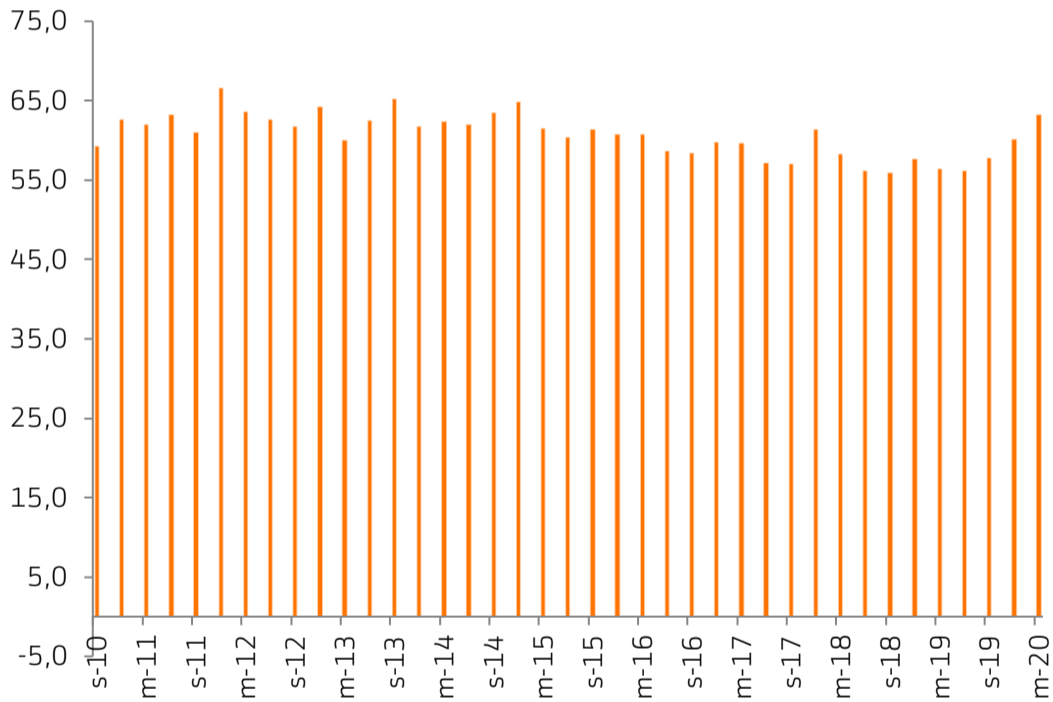


Gráfico 1.3: Ratio de Eficiencia



Fuente: Bloomberg & FDIC

Gráfico 1.4: Ratio de morosidad

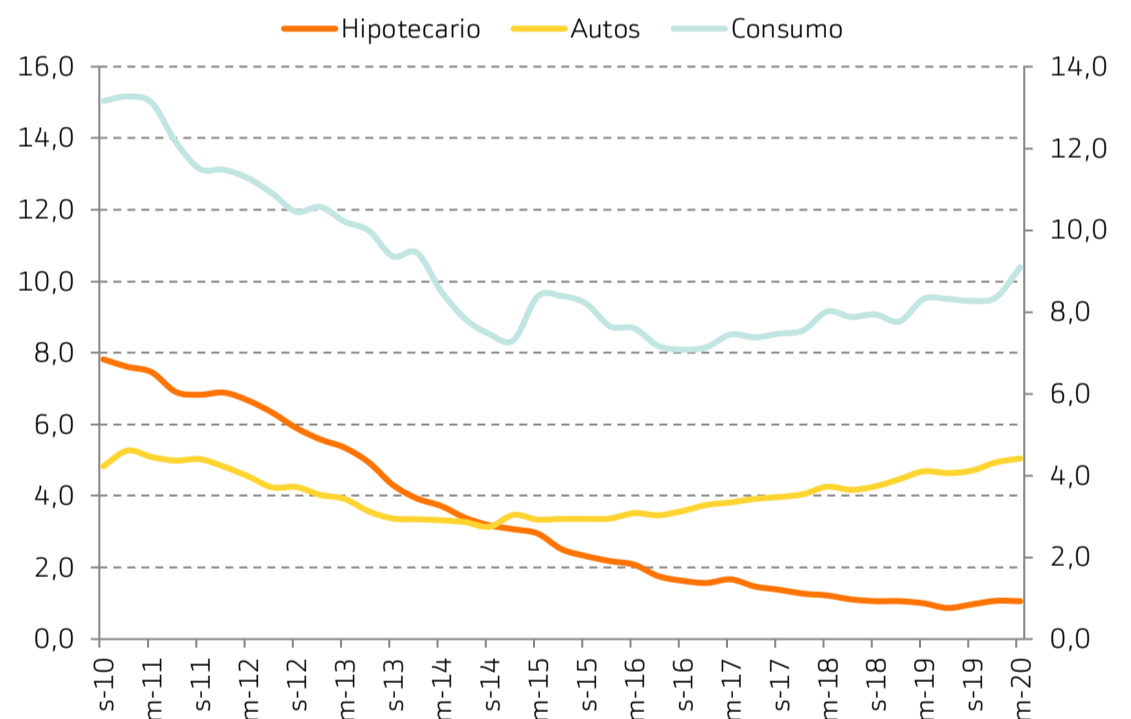
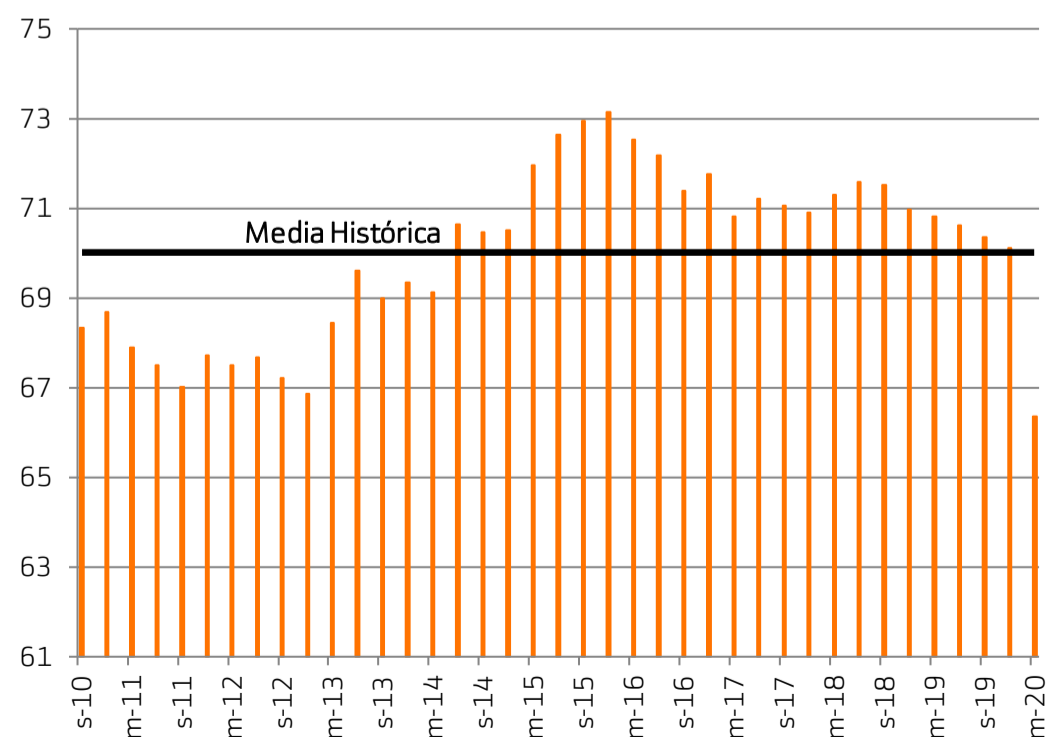
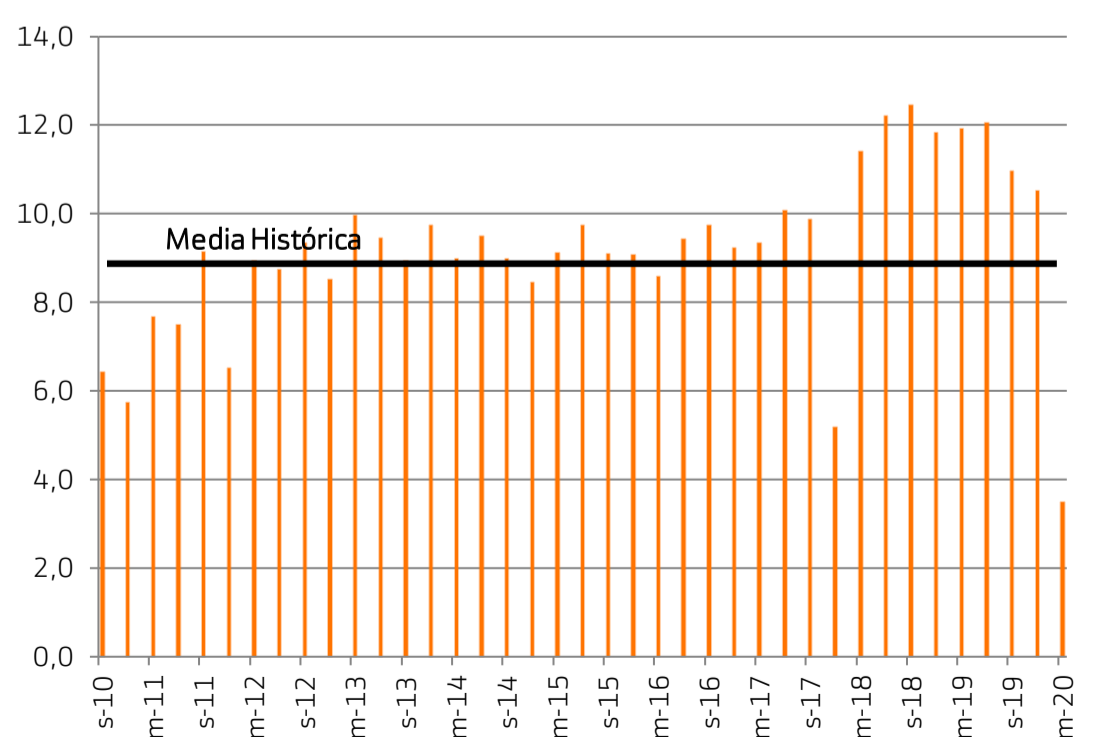


Gráfico 1.5: Densidad de capital



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

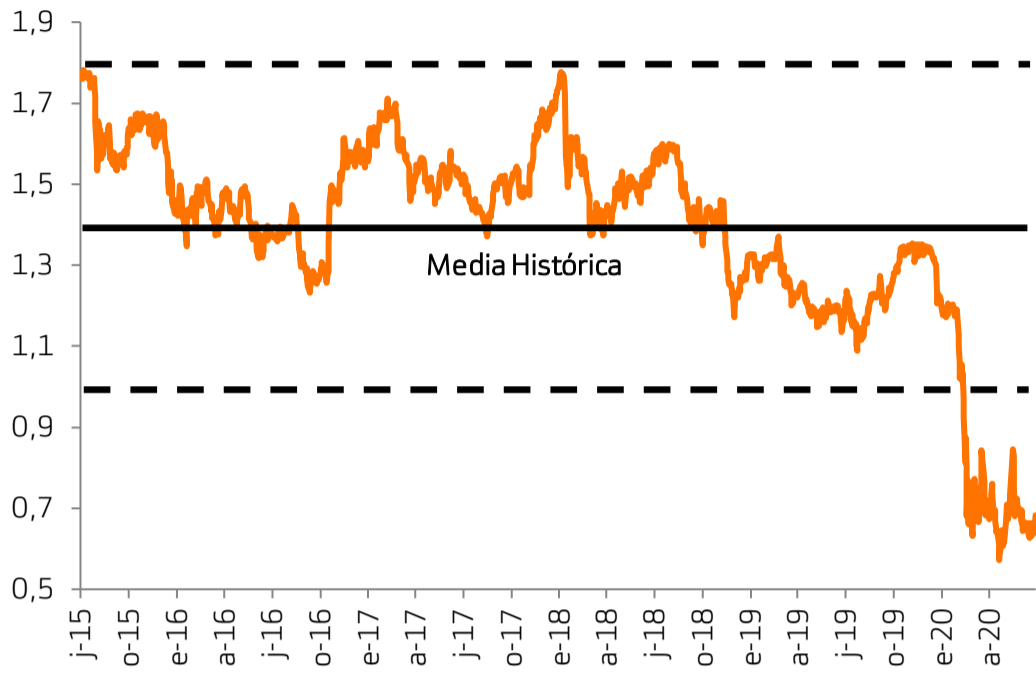


Gráfico 1.14: P/V histórico de JP Morgan

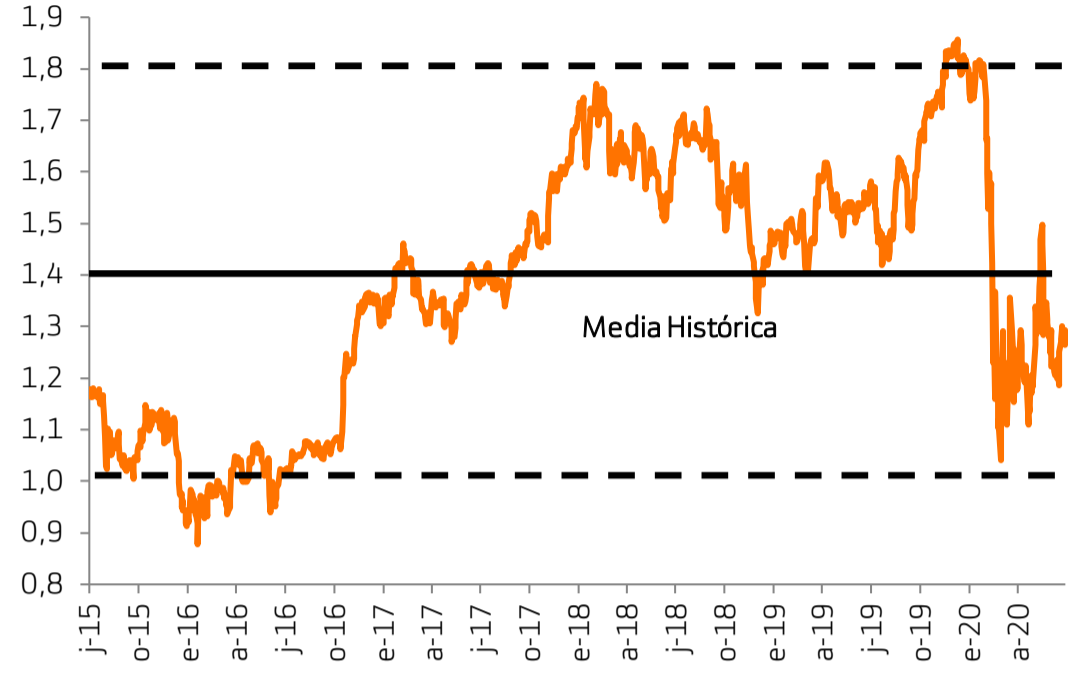


Gráfico 1.15: P/V histórico de Bank of America

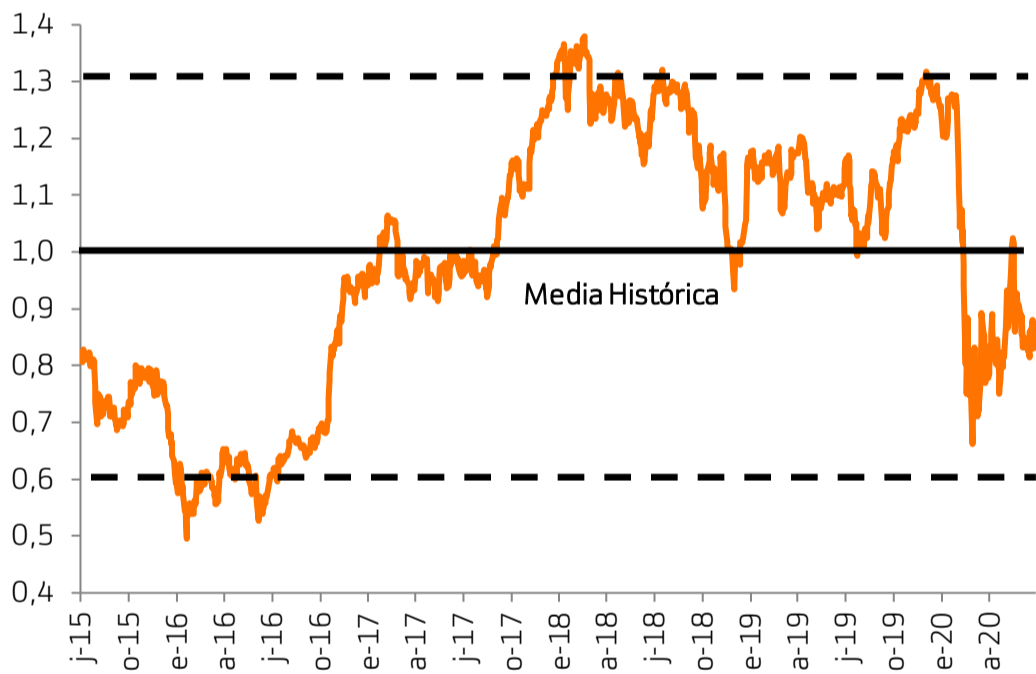


Gráfico 1.16: P/V histórico de Citigroup

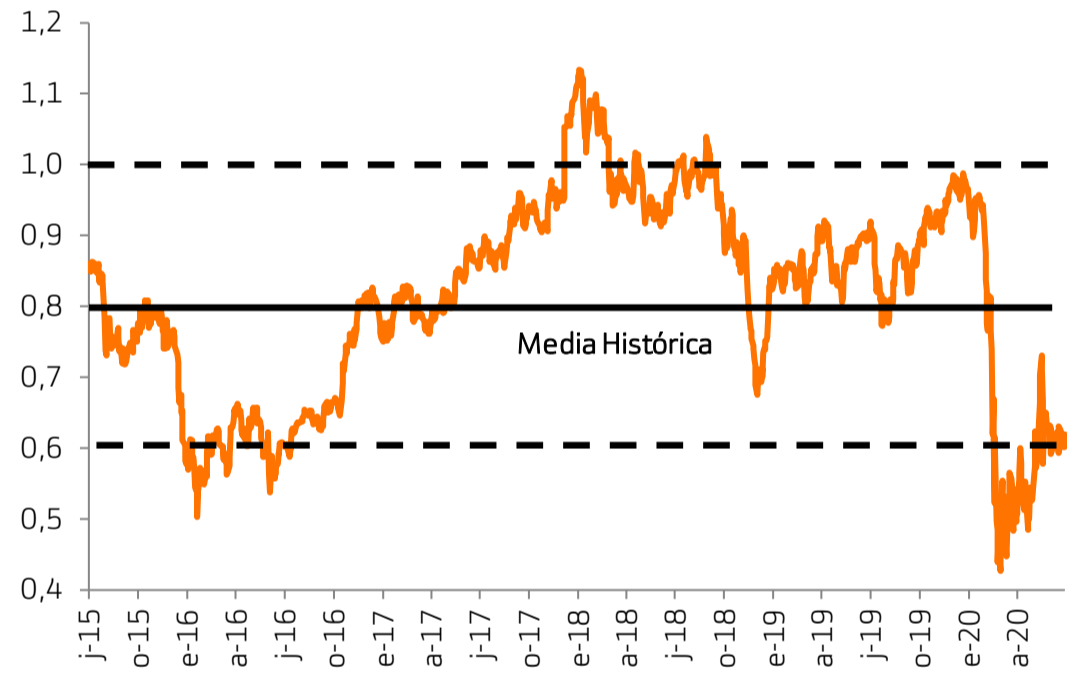


Gráfico 1.16: P/V histórico de Goldman Sachs

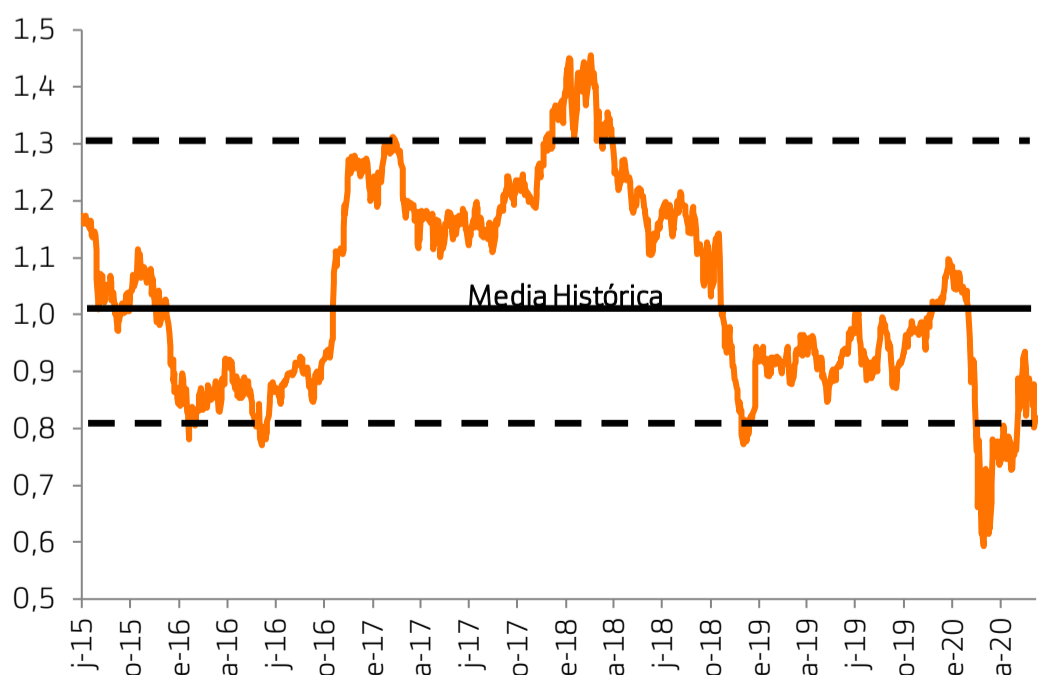
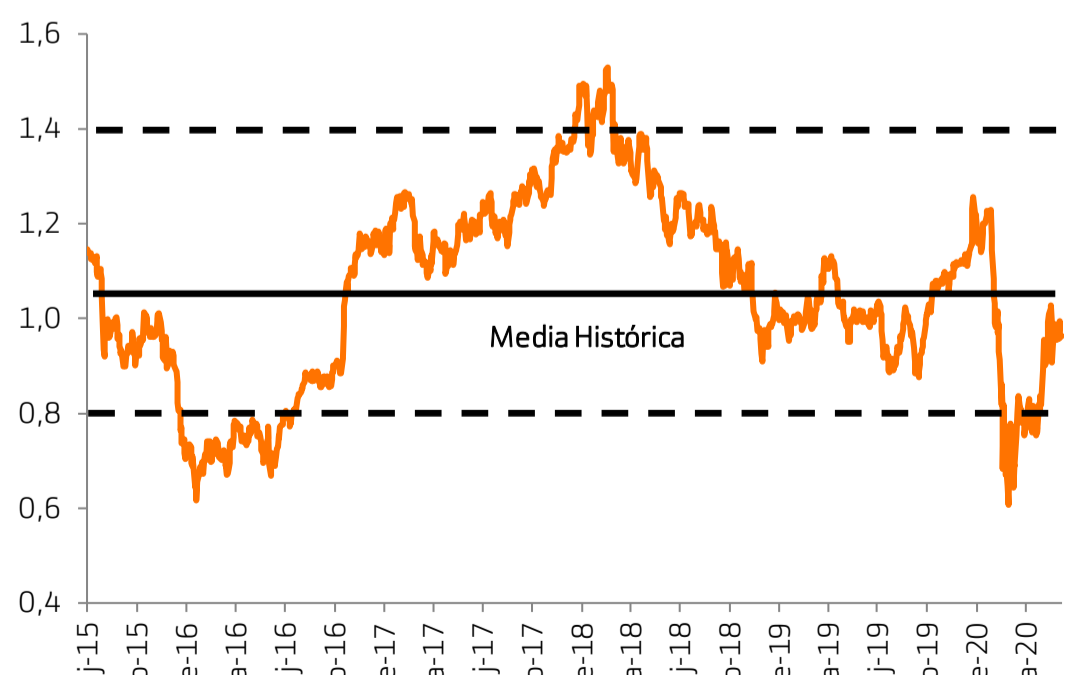


Gráfico 1.17: P/V histórico de Morgan Stanley



Fuente: Bloomberg.

Estrategia de Inversión en Bancos EE.UU.

INFORMACIÓN IMPORTANTE.-

- Todos nuestros informes se encuentran disponibles en nuestro website: <https://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

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