

Estrategia de Inversión en Bancos EE.UU.

Analista: Rafael Alonso

El entorno de tipos no acompaña y el *trading* sólo mitiga parcialmente la presión en márgenes y rentabilidad (RoE).

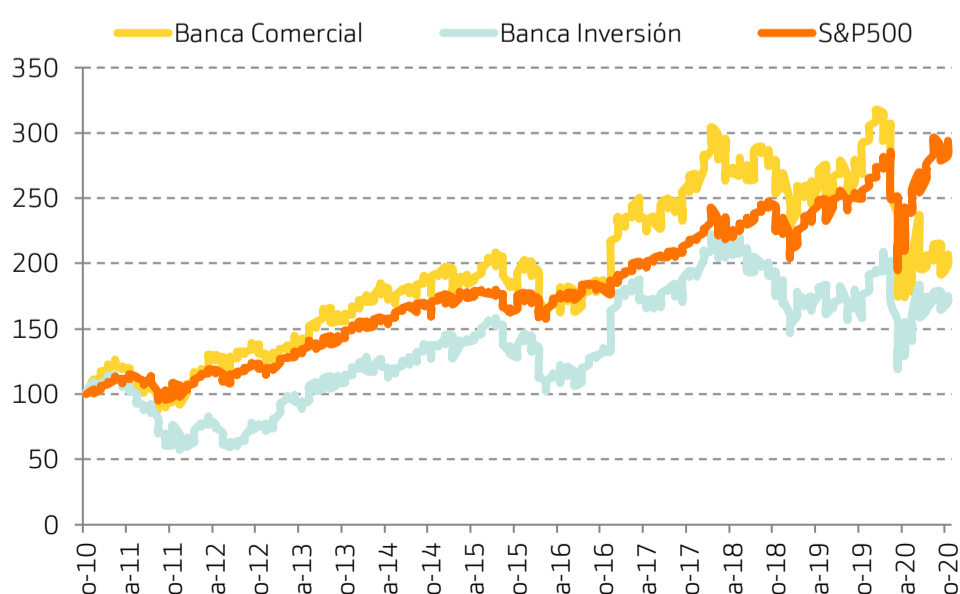
Conclusión: La banca afronta el CV19 en mejores condiciones de liquidez y solvencia que en la crisis de 2008 y cotiza con múltiplos de valoración aparentemente atractivos (ver pag.4) pero mantenemos nuestra recomendación de **evitar el sector, con la excepción de Morgan Stanley** - única entidad donde nos convencen las cifras -: (i) el *guidance* para 2021 es prudente porque se atisba un entorno complicado - tipos bajos y morosidad al alza -, (ii) los ingresos por *trading* alcanzan niveles difíciles de superar y (iii) la rentabilidad por dividendo estimada es atractiva (2,1%/4,8%) pero está sujeta a la capacidad de generar **capital** y el escrutinio de la Fed.

Nuestra visión: El balance de la banca americana es sólido - el volumen de préstamos dudosos representa ~3,0% del capital y las ratios de solvencia superan las exigencias regulatorias, pero la política de tipos bajos de la Fed y una **curva de tipos** sin apenas pendiente, reducen los márgenes y la rentabilidad (ROE) a la mitad. El *guidance* de las entidades es prudente (tipos, volumen y coste del riesgo) y la estructura de costes es un *handicap*, en entidades como Well Fargo y Bank of America donde las ratios de eficiencia (costes/ingresos) alcanzan ~80,0% y ~70,0% respectivamente (vs ~60% del sector).

Resultados 3T20: Las cifras baten las expectativas, gracias al *trading* (>30% en bonos; >15% en acciones) y menos provisiones (-77,0% t/t), pero el BNA 9M20 acumula caídas que oscilan entre -21,6% (Goldman Sachs) y -86,0% (Wells Fargo). Morgan Stanley consigue crecer +18,0% en 9M20, gracias a un modelo de negocio orientado al mercado - gestión de activos, intermediación y banca de inversión - y la integración del broker E*Trade. El 3T20 parece marcar un punto de inflexión a mejor en la parte baja de la cuenta de P&G (menos provisiones) pero no en los **ingresos típicos** (-12,7% en Margen de Intereses) y la **rentabilidad** (RoTE) que continúa en niveles históricamente bajos.

Estrategia de inversión: Nuestra recomendación de evitar el sector es acertada porque la banca acumula en 2020 una caída comprendida entre -37,2% (B. Comercial) y -7,2% (B. Inversión), frente a +7,4% del S&P 500. **¿Ha llegado el momento de cambiar de opinión? No** y nuestro razonamiento es el siguiente: (1) la caída en las cotizaciones básicamente refleja la mala evolución de los beneficios (-36,3% en media), (ii) la política de tipos bajos va para largo (¿2024?) y (3) el sector, la Fed y los principales organismos internacionales estiman una recuperación gradual en 2021/2022 (vs forma de V tras el *shock* del CV19). La excepción es **Morgan Stanley** - **única entidad donde nos sentimos confortables** - debido a: (1) la resiliencia del negocio de gestión de activos e intermediación y (2) un coste del riesgo inferior a la media 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	3T 19	4T 19	1T 20	2T 20	3T 20
Wells Fargo	3.182	-86,0%	-23,3%	-52,6%	-88,9%	-138,3%	-55,9%
JP Morgan	25.515	-27,1%	8,4%	20,6%	-68,8%	-51,4%	4,0%
Bank of America	19.418	-29,9%	-19,4%	-3,9%	-45,2%	-51,9%	-15,5%
Citigroup Inc	12.047	-35,7%	6,3%	15,4%	-46,5%	-72,6%	-34,3%
US Bancorp	4.926	-32,4%	5,1%	-19,9%	-31,1%	-62,2%	-17,2%
B. Comercial	65.088	-41,6%	-6,1%	-6,5%	-61,0%	-73,7%	-19,5%
Goldman Sachs	7.120	-21,6%	-25,6%	-24,5%	-46,1%	-84,6%	92,7%
Morgan Stanley	9.850	18,2%	2,9%	46,2%	-30,1%	45,2%	25,0%
B. Inversión	16.970	-2,6%	-12,6%	2,1%	-37,8%	-22,8%	56,4%
Total Bancos	82.058	-36,3%	-7,0%	-5,3%	-57,7%	-66,9%	-9,3%

Indicadores de Riesgo & Liquidez	NPLs/AT Último (iii)	NPLs / Capital (iii)		L-t-D ratio (iv)		Pasivo Retail (v)	
		3T 19	3T 20	3T 19	3T 20	3T 19	3T 20
Wells Fargo	0,4%	2,9%	4,4%	75%	68%	75%	79%
JP Morgan	0,3%	1,9%	4,2%	62%	49%	61%	67%
Bank of America	0,2%	1,3%	1,7%	71%	56%	65%	69%
Citigroup Inc	0,2%	1,9%	2,7%	69%	57%	60%	62%
US Bancorp	0,2%	1,6%	2,2%	83%	76%	83%	85%
B. Comercial	0,3%	1,9%	3,0%	72%	61%	69%	72%
Goldman Sachs	0,0%	1,5%	0,0%	46%	26%	41%	43%
Morgan Stanley	0,1%	1,0%	0,0%	48%	47%	47%	52%
B. Inversión	0,1%	1,3%	0,0%	47%	36%	44%	48%
Total Bancos	0,2%	1,6%	1,5%	59%	49%	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)	
		3T 19	3T 20	3T 19	3T 20	3T 19	3T 20
Wells Fargo	11,3%	7,6%	6,9%	1,8%	0,3%	15,7%	2,4%
JP Morgan	12,7%	6,8%	6,1%	2,3%	1,7%	18,9%	13,7%
Bank of America	12,0%	7,3%	6,5%	1,9%	1,3%	15,9%	11,3%
Citigroup Inc	12,4%	7,7%	6,9%	1,6%	1,0%	12,4%	8,1%
US Bancorp	8,6%	7,5%	6,6%	1,9%	1,2%	20,2%	14,1%
B. Comercial	11,4%	7,4%	6,6%	1,9%	1,1%	16,6%	9,9%
Goldman Sachs	13,1%	7,9%	5,2%	1,6%	1,3%	12,1%	12,7%
Morgan Stanley	16,6%	7,2%	7,1%	2,2%	2,4%	13,1%	19,6%
B. Inversión	14,9%	7,6%	6,1%	1,9%	1,8%	12,6%	16,1%
Total Bancos	13,1%	7,5%	6,4%	1,9%	1,5%	14,6%	13,0%

(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/VC e	Div Yield e
		P. Ultimo	YTD	20 e	21 e		
Wells Fargo	93.746	22,7	-57,8	61,8 x	11,6 x	0,6 x	2,1%
JP Morgan	305.827	100,4	-28,0	13,9 x	11,3 x	1,3 x	3,6%
Bank of America	207.530	24,0	-32,0	14,0 x	11,4 x	0,8 x	3,1%
Citigroup Inc	89.505	43,0	-46,2	10,9 x	7,3 x	0,5 x	4,8%
US Bancorp	58.967	39,2	-34,0	13,2 x	12,7 x	1,2 x	4,3%
B. Comercial	415	-37,2	14,9 x	10,7 x	0,9 x	3,9%	
Goldman Sachs	74.349	207,4	-9,8	9,3 x	8,6 x	0,9 x	2,5%
Morgan Stanley	93.046	51,5	0,7	9,1 x	10,0 x	1,0 x	2,8%
B. Inversión	148	-7,2	11,0 x	11,0 x	1,1 x	2,3%	
S&P 500	3.469	7,4	25,6 x	20,6 x	3,7 x	1,7%	

Fuente: Bloomberg.

Estrategia de Inversión en Bancos EE.UU.

Cuenta de P&G sectorial ⁽¹⁾

P&G Ajustada ⁽²⁾	3T'19	4T'19	1T'20	2T'20	3T'20	Acumulado		% Variación		
						12 M Trailing		3T'20		12M
Datos en M€						Último	Previo	a/a	t/t	a/a
Mg. Intereses ⁽³⁾	52.962	55.490	52.596	48.861	46.230	203.177	215.784	-12,7%	-5,4%	-5,8%
Otros ingresos ⁽⁴⁾	45.667	41.851	42.618	49.861	45.356	179.686	171.366	-0,7%	-9,0%	4,9%
Margen Bruto	98.629	97.341	95.214	98.722	91.586	382.863	387.150	-7,1%	-7,2%	-1,1%
Gastos Generales	60.417	59.072	57.309	58.730	60.869	235.980	229.614	0,7%	3,6%	2,8%
Margen Neto	38.212	38.269	37.905	39.992	30.717	146.883	157.536	-19,6%	-23,2%	-6,8%
Prov. insolvencias	8.203	8.610	27.368	36.251	8.373	80.602	32.498	2,1%	-76,9%	148,0%
Rdo. Operativo	30.009	29.659	10.537	3.741	22.344	66.281	125.038	-25,5%	497,3%	-47,0%
Deterioros & Extraordinarios	2.777	226	2.323	1.581	2.736	6.866	11.187	-1,5%	73,1%	-38,6%
BAI.	32.786	29.885	12.860	5.322	25.080	73.147	136.225	-23,5%	371,3%	-46,3%
Impuestos & otros	-6.498	-5.033	-1.639	2.524	-3.911	-8.059	-24.775	-39,8%	-255,0%	-67,5%
BNA Publicado	26.288	24.852	11.221	7.846	21.169	65.088	111.450	-19,5%	169,8%	-41,6%

(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	3T'19	4T'19	1T'20	2T'20	3T'20	MM \$		Variación	
						a/a	t/t	a/a	t/t
Datos en MM€									
Liquidez ⁽⁵⁾	1.837	1.807	2.153	2.627	2.556	719	-71	39,1%	-2,7%
Cartera Valores	2.762	2.637	2.846	3.008	3.036	273	28	9,9%	0,9%
Inversión Crediticia	3.955	3.980	4.220	4.009	3.928	-27	-82	-0,7%	-2,0%
Otros	1.083	1.072	1.285	1.059	1.163	80	103	7,4%	9,8%
Total Activo	9.637	9.496	10.503	10.703	10.682	1.044	-21	10,8%	-0,2%
Depósitos	5.674	5.752	6.376	6.707	6.763	1.089	56	19,2%	0,8%
Finac. Mayorista	2.985	2.783	3.173	3.041	2.949	-36	-92	-1,2%	-3,0%
Fondos Propios	978	961	955	955	970	-9	15	-0,9%	1,5%
Total Pasivo & F.Propios	9.637	9.496	10.503	10.703	10.682	1.044	-21	10,8%	-0,2%
APR 's ⁽⁶⁾	5.848	5.815	6.045	5.836	5.769	-79	-67	-1,3%	-1,2%
TCE ⁽⁷⁾	690	679	672	672	684	-6	12	-0,8%	1,8%

(5) Incluye interbancario

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

Métricas de Gestión

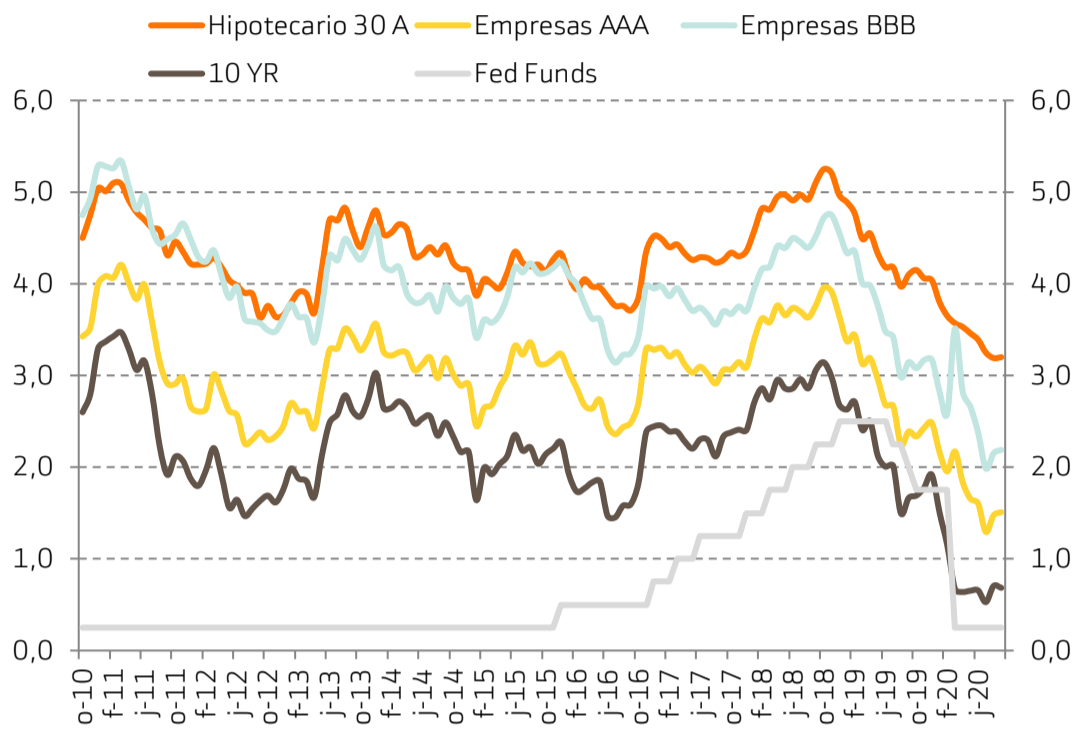
	3T'19	4T'19	1T'20	2T'20	3T'20	Variación en pb	
						a/a	t/t
L-t-D ⁽⁸⁾	69,7%	69,2%	66,2%	59,8%	58,1%	-11,6 pb	-1,7 pb
APR 's/ Activos ⁽⁹⁾	60,7%	61,2%	57,6%	54,5%	54,0%	-6,7 pb	-0,5 pb
TCE/ Fondos Propios	70,5%	70,7%	70,4%	70,4%	70,5%	0,1 pb	0,2 pb
ROTE ⁽¹⁰⁾	15,2%	14,6%	6,7%	4,7%	12,4%	-2,9 pb	7,7 pb
ROA ⁽¹¹⁾	1,1%	1,0%	0,4%	0,3%	0,8%	-0,3 pb	0,5 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

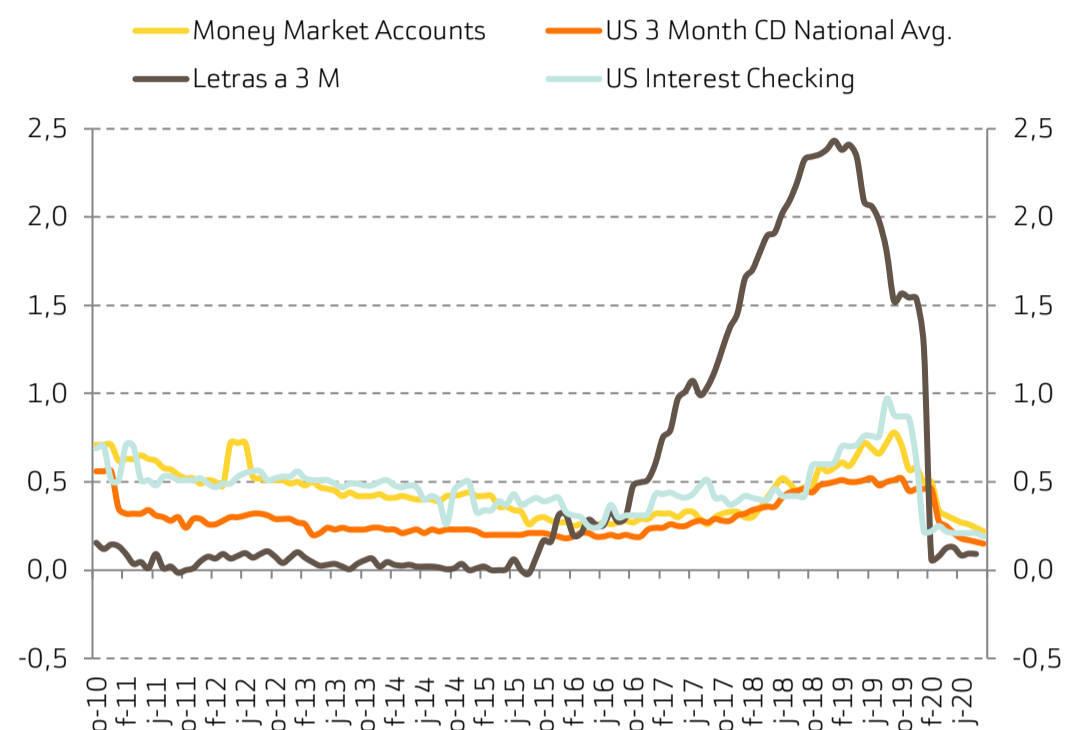
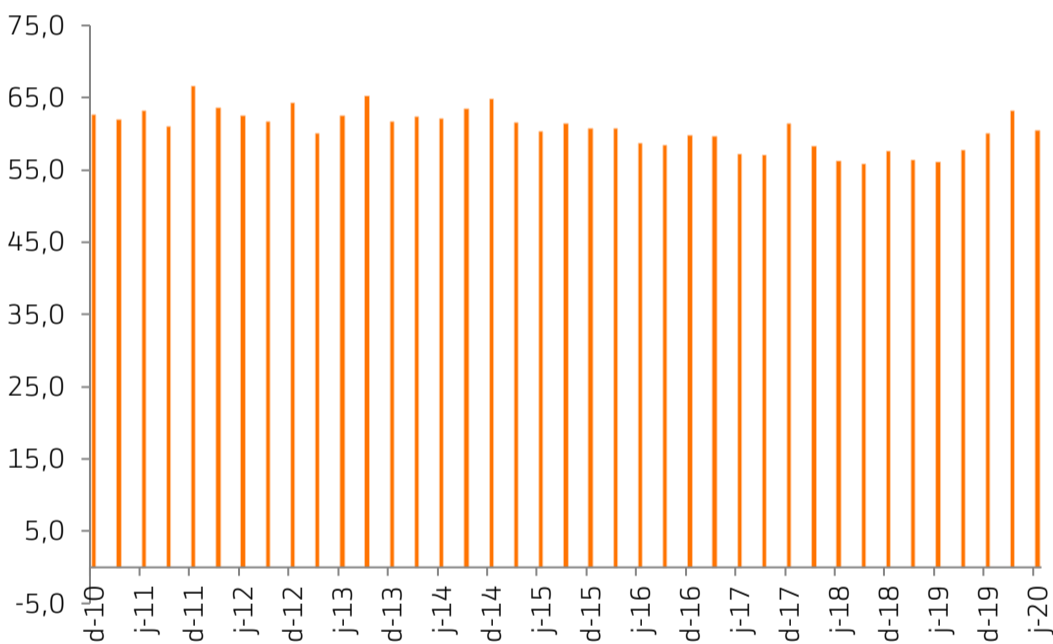


Gráfico 1.3: Ratio de Eficiencia



Fuente: Bloomberg & FDIC

Gráfico 1.4: Ratio de morosidad

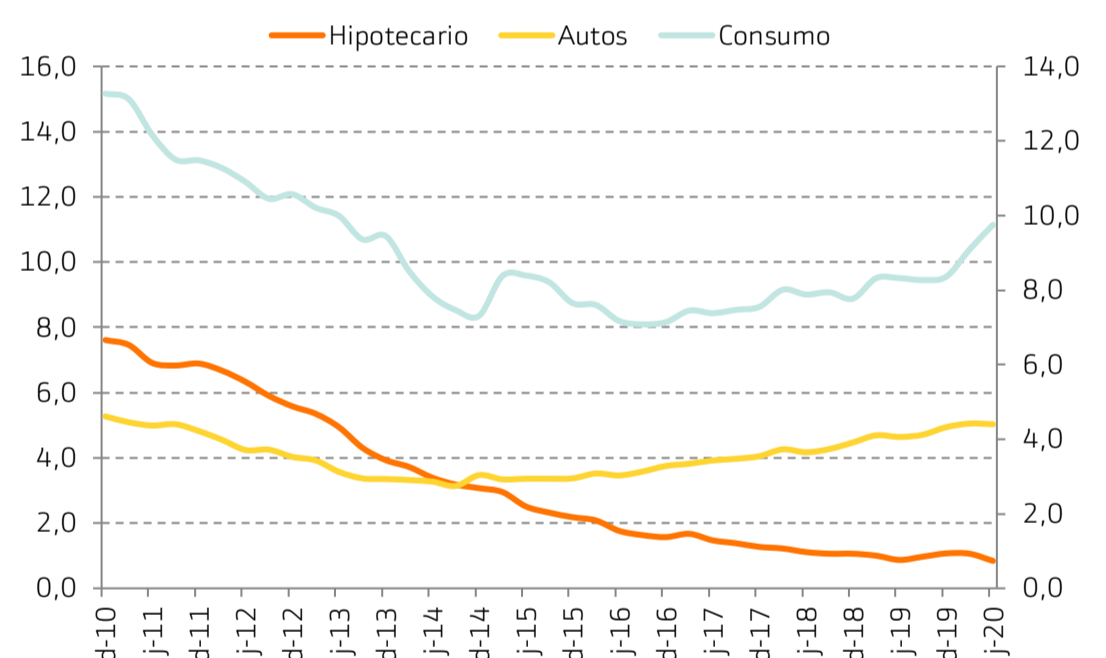
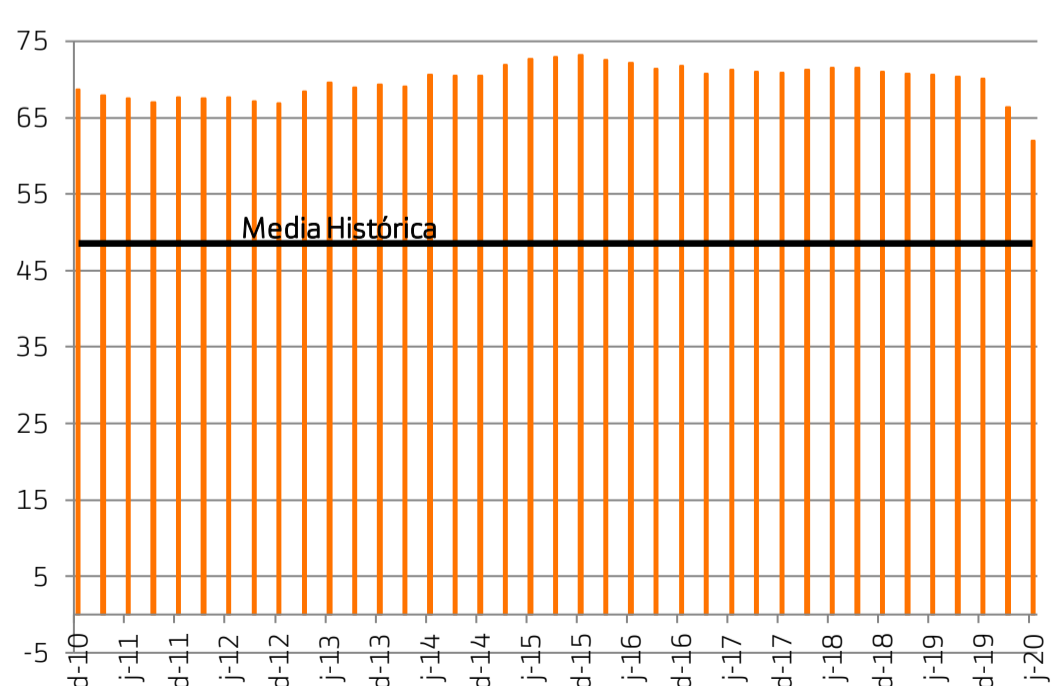
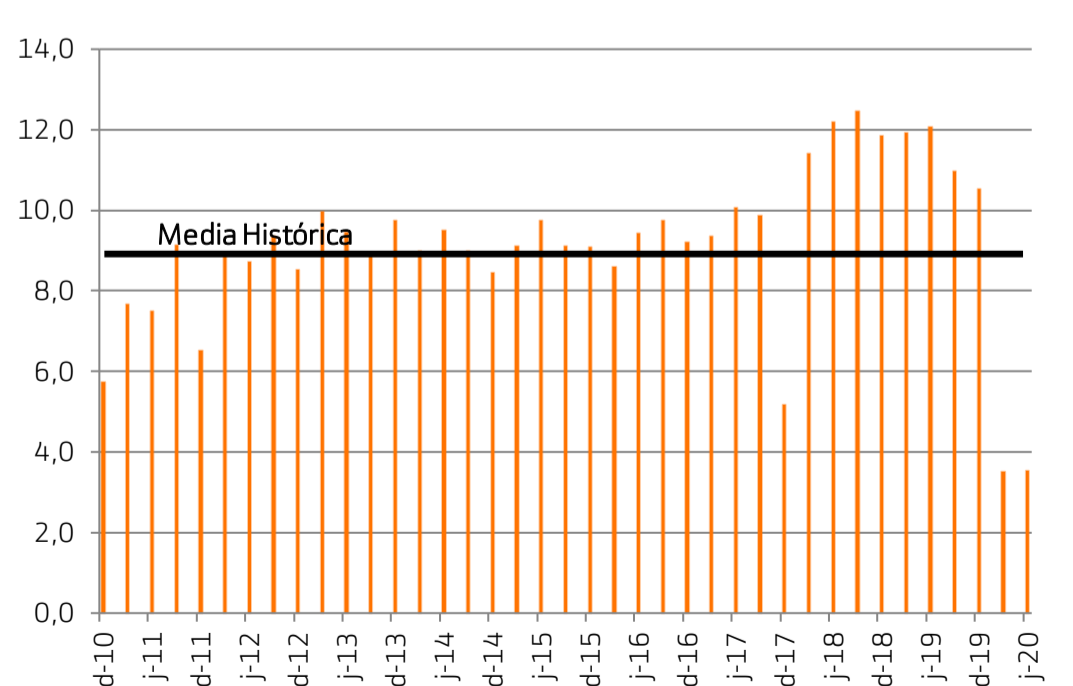


Gráfico 1.5: Densidad de capital



Fuente: Bloomberg & FDIC

Gráfico 1.6: RoE



Estrategia de Inversión en Bancos EE.UU.

Múltiplos de Valoración: P/VC histórico

Gráfico 1.13: P/VC histórico de Wells Fargo

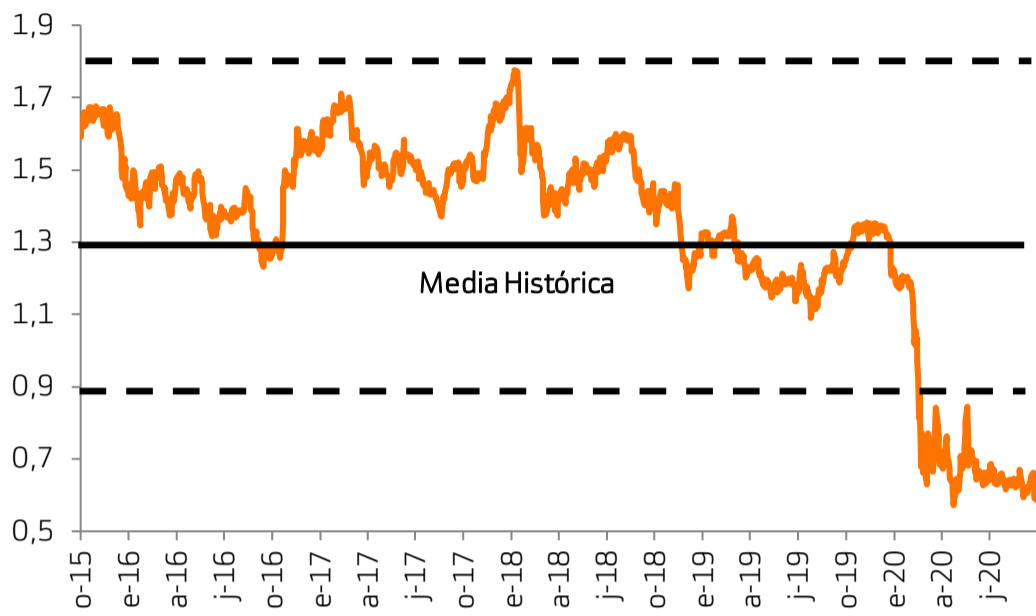


Gráfico 1.14: P/VC histórico de JP Morgan

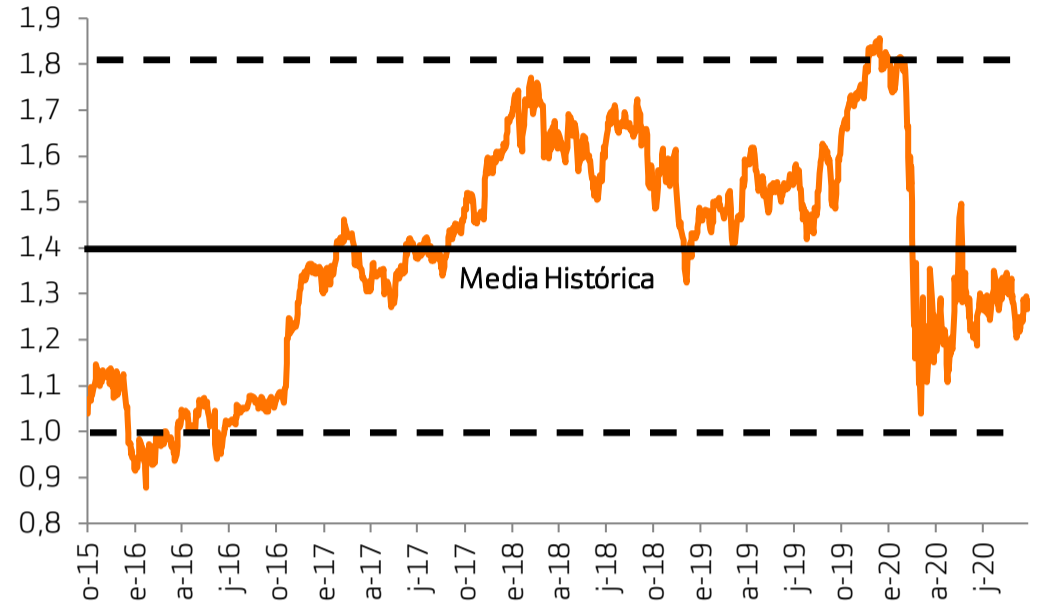


Gráfico 1.15: P/VC histórico de Bank of America

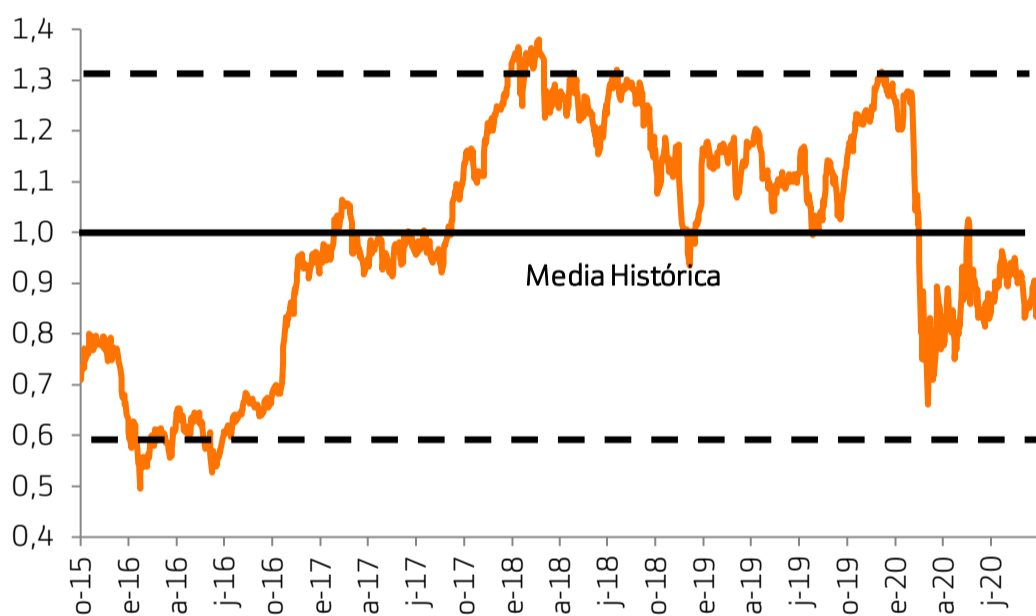


Gráfico 1.16: P/VC histórico de Citigroup

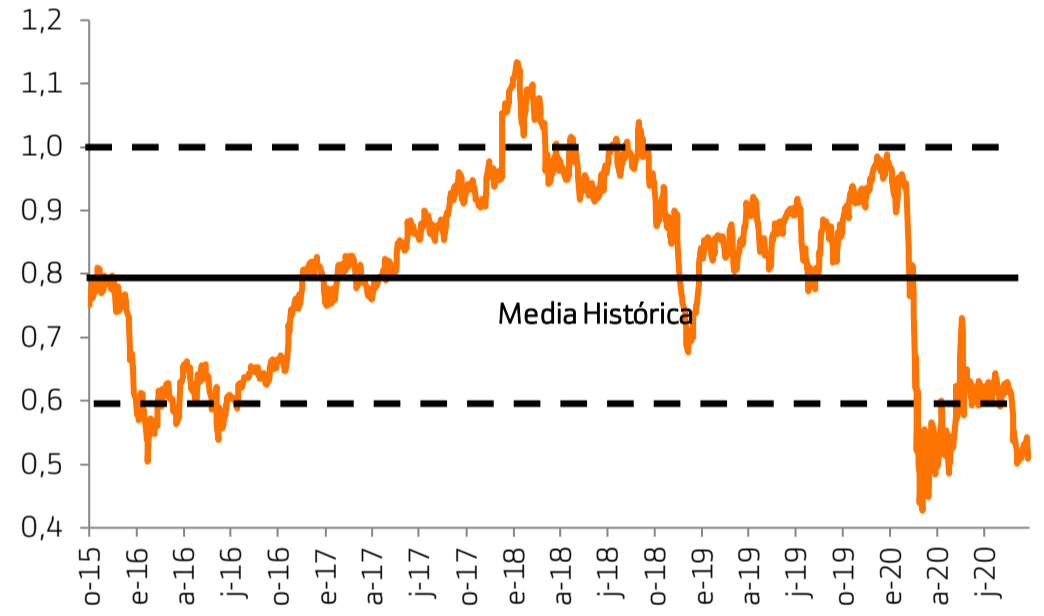


Gráfico 1.16: P/VC histórico de Goldman Sachs

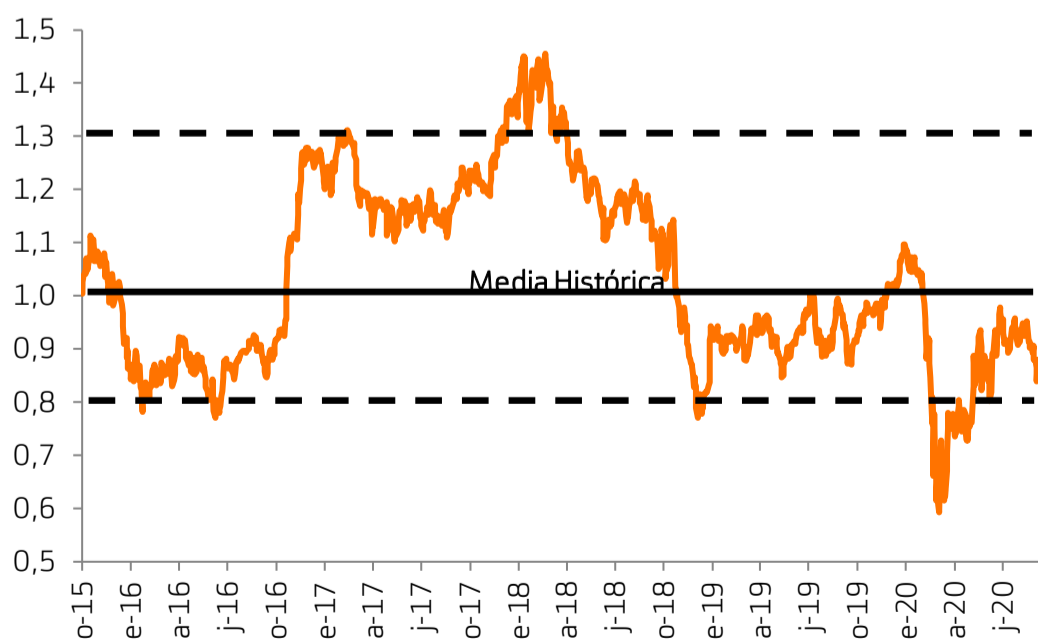
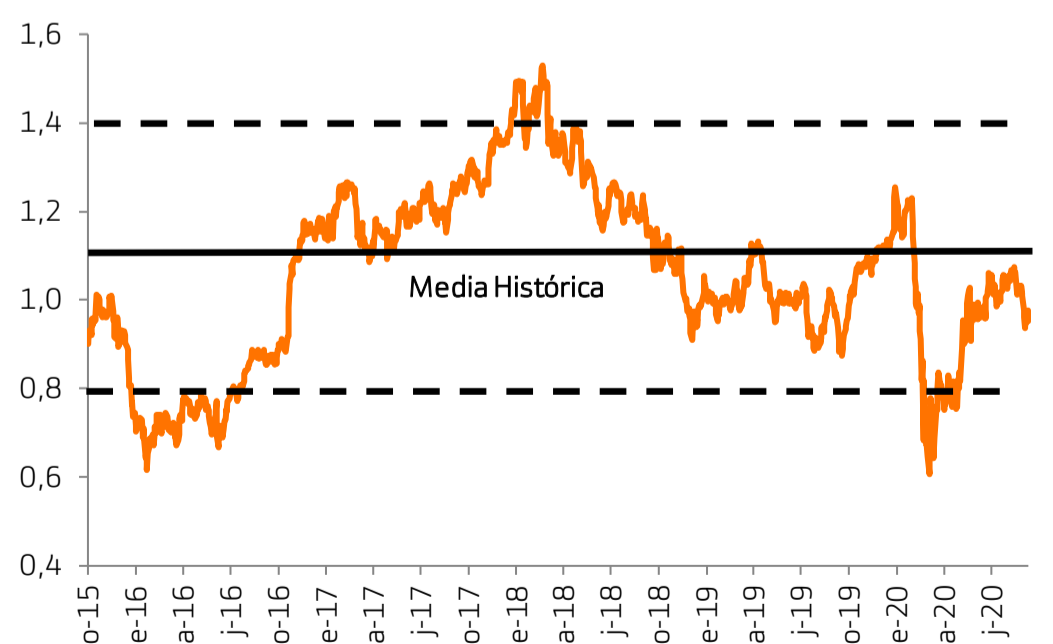


Gráfico 1.17: P/VC histórico de Morgan Stanley



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

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 - Consumo	Esther Gutiérrez de la Torre - Autos
Juan Tuesta - Construcción & Tecnología	Elena Fernández - Consumo	Pedro Echeguren - Farma & Salud
Ana de Castro - Analista	Rafael Diogo (Portugal)	Susana André (Mkt. Support)

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