

Estrategia de Inversión en Bancos Europeos

Analista: Rafael Alonso

Conclusión: La banca afronta un vencimiento de **476,8 Bn€ en TLTROs del BCE** el 28/jun., que puede generar inquietud/volatilidad, por la reducción de liquidez que conlleva, **caídas preventivas** en las cotizaciones y/o repuntes en el **coste de financiación**. El sector afronta los vencimientos con una **buena posición de partida**: exceso de liquidez, una base de **depósitos** diversificada y generación de **capital/liquidez**. En este entorno y como regla general, interpretamos una potencial corrección (acciones y bonos) relacionada con los TLTROs, como una **oportunidad de inversión** a precios atractivos. Nuestra recomendación de **Comprar bancos europeos** pivota en 3 ejes: (1) **rentabilidad/RoTE** al alza (>12,0% en las principales entidades), (2) buenos índices de **calidad crediticia** y (3) **múltiplos de valoración** atractivos (P/V ~0,6 x y PER 2023 e ~6,2 x vs 12,3x del ES-50) con una **rentabilidad por dividendo** media de 7,5% (vs 3,3% estimado para el ES-50 vs 2,3% del Bund alemán a 10A).

La banca y los TLTROs del BCE: El próximo 28/junio, la banca afronta un **vencimiento de 476,8 Bn€ en TLTROs del BCE** (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations*) que puede generar cierta inquietud/volatilidad, por la reducción de **liquidez** que conlleva (representa ~6,2% del balance actual del BCE, ~3,6% del PIB de la UEM y ~3,0% de los depósitos bancarios), **caídas preventivas** en las **cotizaciones** y/o repuntes en el **coste de financiación del sector** (*spreads*/diferenciales de los bonos al alza).

¿Debemos estar preocupados? Nuestra respuesta es no, porque salvo excepciones **¿banca mediana en Italia?**, el sector afronta los vencimientos de TLTROs con una **buena posición de partida**: Exceso de **liquidez** (inversión crediticia/depósitos~91,0%), una base de **depósitos** diversificada, demanda de **crédito** a la baja y elevada generación de **capital/liquidez** (ratio CET1 >13,0% y crecimiento medio en BNA >30% en 1T 2023). En este entorno, lo más probable es que el sector **acelere la devolución** de TLTROs durante los próximos meses, salvo que se produzca un cambio radical e inesperado en la regulación y/o en las condiciones de mercado. El mercado teme un incremento en los requisitos de liquidez tras la crisis de la banca regional americana. Aun así, cabe destacar que: (1) la **regulación europea**, es más exigente que la aplicada en la banca regional de EE.UU., (2) las principales entidades europeas **superan holgadamente las exigencias** regulatorias (*LCR/Liquidity Coverage ratio* y *NSFR/Net Stable Funding ratio*) y (3) de cara a potenciales cambios regulatorios, entendemos que tiene sentido aplicar un **análisis granular y de modelo de negocio** para calibrar las exigencias de liquidez. Este enfoque, implicaría un ajuste en las métricas y los **test de estrés**, pero no un cambio radical de la regulación.

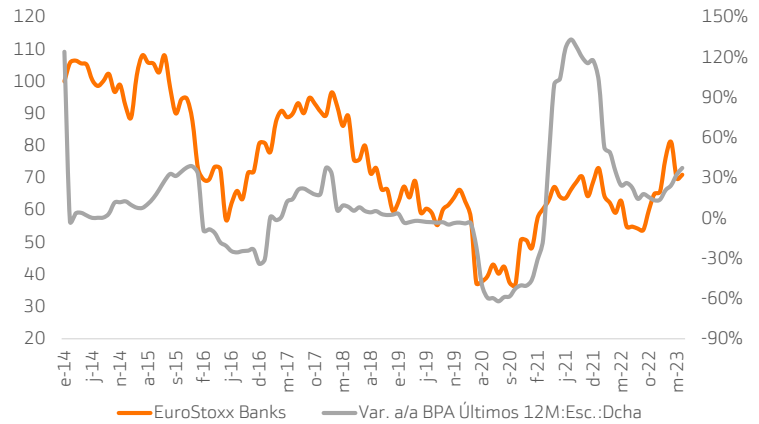
Antecedentes: Los TLTROs son un mecanismo de **financiación bancaria** a largo plazo (hasta 4 años) que el BCE implementó para reactivar la economía y la concesión de crédito en un entorno de tipos cero/negativos. Las condiciones inicialmente establecidas por el BCE tenían sentido económico para la banca, pero la subida en los **tipos de interés** de referencia (+375 pb en 12 meses hasta 3,25%/3,75%) y el descenso en la **demanda de crédito** ([link a la encuesta del BCE](#)) incentivan la devolución anticipada de estos fondos.

Calendario: La banca mantiene aún **~1.100 Bn€ en TLTROs** (~3,2% del balance agregado del sector y ~7,1% de los depósitos), que debe devolver conforme a un calendario trimestral hasta dic.2024. Es una **reducción de liquidez importante** porque representa ~8,2% del PIB de la UEM y ~14,2% del balance actual del BCE que tiene implicaciones macro (masa monetaria/M2, **crédito** y actividad a la baja). Detallamos las fechas, importes y peso en % de cada vencimiento sobre el total de TLTROs. **Jun.2023 (476,8 Bn€; 43,4%);** Sep.2023 (83,8 Bn€;7,6%); Dic. 2023 (45,5 Bn€; 4,1%); **Marz.2024 (284,2 Bn€; 25,9%);** Jun.2024 (73,3 Bn€; 6,6%); Sep.2024 (90,9 Bn€; 8,2%); Dic. 2024 (43,9 Bn€; 4,0%).

Situación post-TLTROs: Según nuestras estimaciones, **las principales entidades pueden afrontar la devolución de TLTROs sin deteriorar significativamente sus métricas de liquidez**. La de ratio liquidez media del sector (LCR) se sitúa en ~160% (vs 100,0% exigido por la regulación). Si la ratio L-T-D (inversión/depósitos) se mantiene relativamente estable, el sector tiene capacidad para devolver el 100% de los TLTROs (mar. 2024) y mantener una **ratio de liquidez/LCR >150%** (vs 130%/140% que podrían exigir el mercado y las agencias de rating).

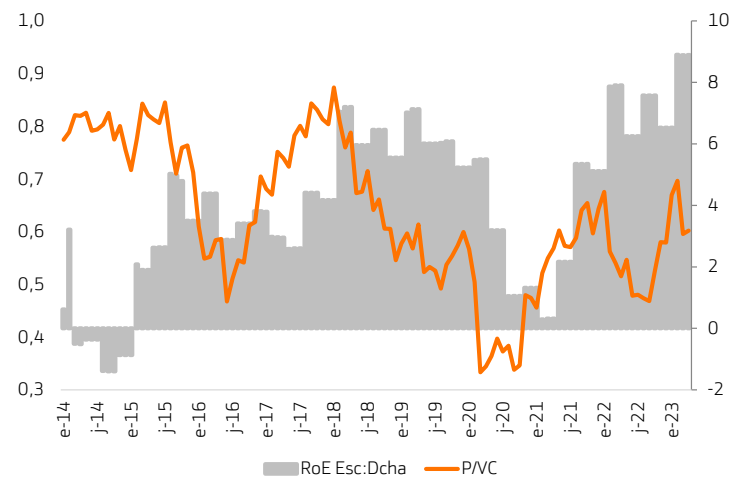
Estrategia: En este entorno y como regla general, interpretamos una potencial corrección (acciones y bonos) relacionada con los TLTROs, como una **oportunidad de inversión** a precios atractivos. Nuestra recomendación de comprar bancos europeos pivota en 3 ejes: (1) **rentabilidad/RoTE** al alza (>12,0% en las principales entidades), (2) buenos índices de **calidad crediticia** y (3) **múltiplos de valoración** atractivos (P/V ~0,6 x y PER 2023 e ~6,2 x vs 12,3x del ES-50) con una **rentabilidad por dividendo** media de 7,5% (vs 2,3% del Bund alemán a 10A).

Gráfico I: EuroStoxx Banks (Base:100) vs Var. a/a Beneficios



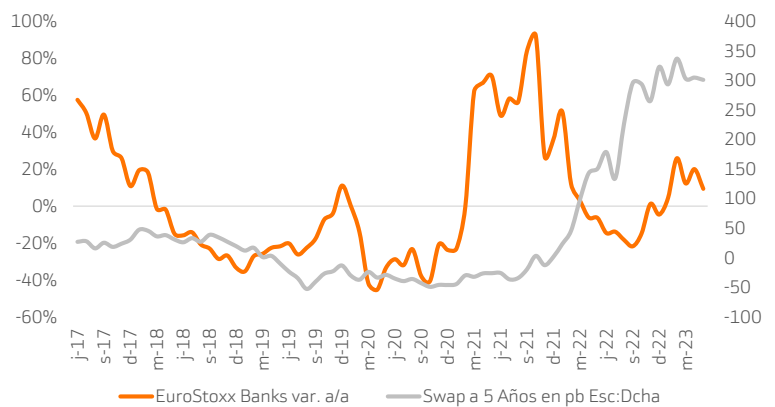
Fuente: Bloomberg

Gráfico II: EuroStoxx Banks: ROE vs P/PV



Fuente: Bloomberg

Gráfico III: EuroStoxx Banks vs Swap a 5A



Fuente: Bloomberg

Estrategia de Inversión en Bancos Europeos

1. Indicadores de Negocio: Inversión Crediticia & Tipos de interés

Gráfico 1.1 Crédito hipotecario (Stock): % Variación a/a

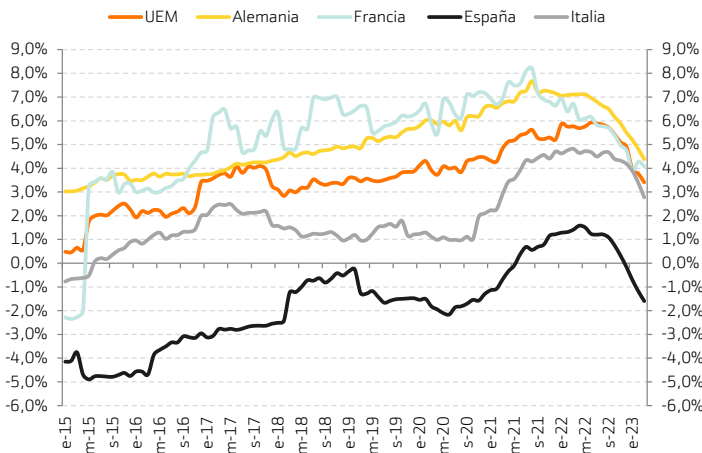


Gráfico 1.2 Crédito a empresas (Stock): % Var. Anual

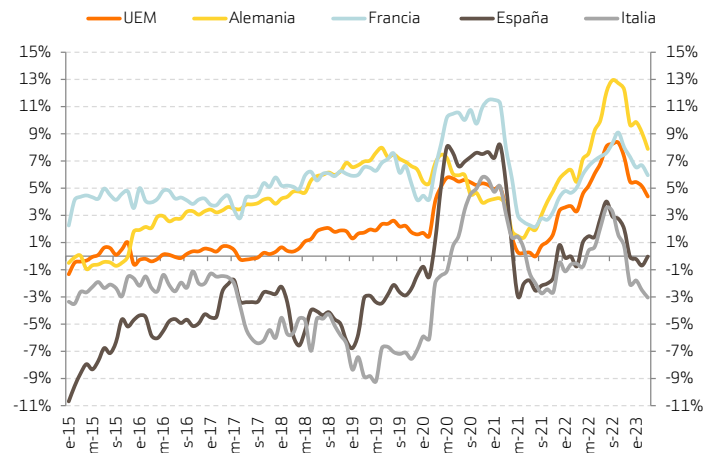


Gráfico 1.3 UEM: Coste de los Depósitos (Hogares)

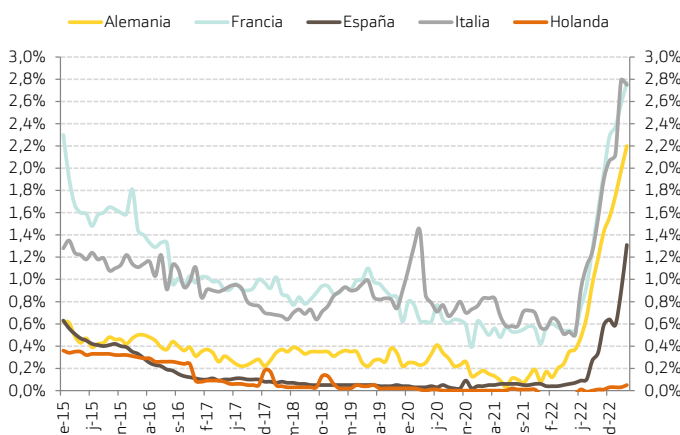


Gráfico 1.4 UEM: Evolución Prevista en la Demanda de Crédito

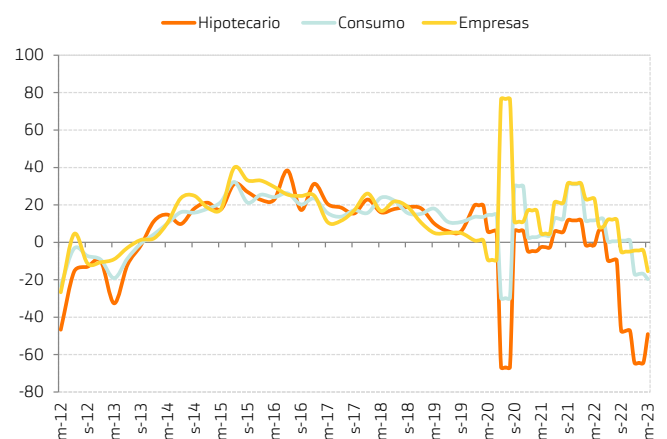


Gráfico 1.5 Hipotecario: Tipos interés nuevas operaciones

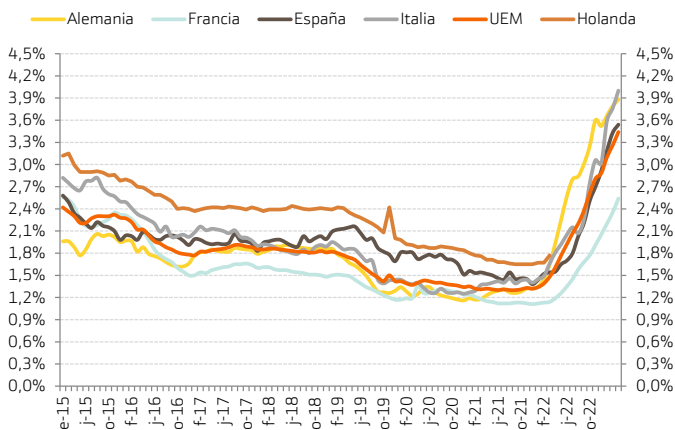
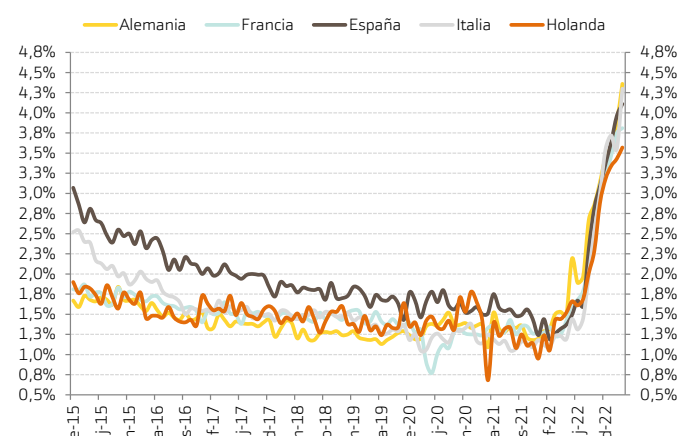


Gráfico 1.6 Crédito empresarial: Tipos interés nuevas operaciones



Fuente: Bloomberg & BCE.

Estrategia de Inversión en Bancos Europeos

Métricas de Gestión

Tabla 1	Tamaño			Liquidez, Riesgo & Solvencia						Rentabilidad & Eficiencia			
	Datos en Mills €			Datos en %						Datos en %			
	Capitaliz. Bursátil	Activos Totales	Ingresos ⁽¹⁾ 12 M	L-t-D ⁽²⁾ ratio	Pasivo Retail	NPL's/TCE ⁽³⁾ Ultimo	CoR ⁽⁴⁾ 12 M	APR's/ Activos	CET - I FL	ROTE 12 M ⁽⁵⁾	RoRWA's Last ⁽⁶⁾	Opex/ Oper. ⁽⁷⁾	APR's ⁽⁸⁾
Santander	51.180	1.749.402	55.852	99,4%	60,5%	48,1%	1,21%	35,5%	12,0%	13,5%	14,3%	2,3%	4,7%
BBVA	38.339	739.564	25.844	91,5%	57,5%	29,0%	1,00%	47,1%	12,6%	14,9%	16,2%	3,1%	3,3%
Caixabank	26.528	618.708	11.287	91,1%	66,0%	43,8%	0,29%	34,8%	12,5%	11,3%	12,2%	2,1%	2,7%
Sabadell	5.404	248.481	5.026	96,4%	68,4%	55,3%	0,55%	31,3%	12,5%	8,0%	7,7%	1,5%	3,8%
España	121.451	3.356.155	98.009	94,6%	63,1%	44,0%	0,76%	37,2%	12,4%	11,9%	12,6%	2,2%	3,7%
Intesa	40.405	955.175	25.281	95,2%	49,4%	23,5%	0,48%	30,9%	13,5%	11,2%	17,3%	2,3%	5,5%
Unicredit	36.048	895.327	21.769	89,7%	57,7%	20,5%	0,16%	33,4%	16,0%	14,7%	13,5%	3,7%	3,4%
Banco BPM	5.652	198.712	4.648	102,5%	56,2%	38,7%	0,63%	25,5%	13,4%	7,0%	8,8%	2,1%	4,5%
MPS	2.609	124.286	3.293	103,7%	61,0%	40,7%	0,56%	39,7%	15,6%	0,3%	11,6%	1,3%	4,6%
Italia	84.713	2.173.500	54.991	97,8%	56,1%	30,9%	0,46%	32,4%	14,6%	8,3%	12,8%	2,3%	4,5%
BNP	68.246	2.693.796	45.594	85,3%	39,1%	19,1%	0,35%	25,8%	12,3%	12,3%	17,0%	1,8%	4,4%
SocGen	18.031	1.553.624	27.449	92,2%	36,3%	25,6%	0,26%	23,2%	13,3%	3,4%	5,6%	2,2%	5,1%
Crédit Agricole	32.474	2.167.621	23.985	58,6%	39,4%	33,2%	0,29%	17,0%	11,2%	19,6%	12,3%	2,3%	3,9%
Francia	118.751	6.415.041	97.028	78,7%	38,3%	26,0%	0,30%	22,0%	12,3%	11,8%	11,6%	2,1%	4,4%
Deutsche Bank	19.680	1.306.777	27.446	81,5%	48,0%	21,4%	0,27%	27,5%	13,4%	10,3%	9,3%	1,6%	5,7%
Commerzbank	12.043	497.357	9.985	90,2%	62,2%	22,3%	0,18%	34,5%	14,1%	6,7%	7,4%	0,3%	1,1%
Alemania	31.723	1.804.134	37.431	85,9%	55,1%	21,8%	0,22%	31,0%	13,8%	8,5%	8,3%	0,9%	3,4%
Erste Group	12.954	342.921	9.369	83,6%	74,0%	25,5%	0,11%	42,6%	14,2%	14,8%	14,2%	2,5%	3,9%
Raiffeisen	4.595	210.977	11.255	98,6%	64,6%	19,2%	0,76%	46,7%	16,0%	25,2%	16,9%	6,0%	4,5%
Austria	17.549	553.898	20.624	91,1%	69,3%	22,4%	0,44%	44,7%	15,1%	20,0%	15,5%	4,3%	4,2%
ING (Holanda)	42.464	1.022.188	19.528	95,8%	68,1%	23,1%	0,16%	32,0%	14,5%	9,7%	12,6%	2,2%	3,4%
ABN (Holanda)	12.606	403.764	8.455	95,2%	68,7%	23,7%	0,00%	32,6%	15,2%	20,4%	10,1%	2,0%	4,4%
KBC (Bélgica)	25.105	347.355	8.300	78,5%	70,3%	11,0%	0,08%	31,0%	15,4%	18,2%	18,3%	3,6%	4,0%
Benelux	80.175	1.773.307	36.283	89,8%	69,0%	19,3%	0,08%	31,9%	15,0%	16,1%	13,7%	2,6%	3,9%
Media	15.276	734.781	15.810	86,6%	51,9%	28,9%	0,39%	29,3%	13,1%	11,7%	11,9%	2,1%	4,1%

(i): Margen Bruto ex - Rdos puesta en equivalencia; (2) Inversión Crediticia/Depósitos; (3) Dudosos/Tangible Common Equity. (4) CoR (12 m Trailing): Provisiones/Inversión crediticia

(5) BNA/ TCE medio; (6) BNA anualizado / TCE; (7) M.Explotación/Activos Poderados por Riesgo; (8) Gtos Operativos/APR's

Estrategia de Inversión en Bancos Europeos

Evolución bursátil & Múltiplos de Valoración

Tabla 2	Precio Ultimo	% Revalorización					PER		P/VC 2023 e	P/TBV 2023 e	PTBV/ROTE Ultimo	% Cash Div. Yield 2023 e
		YTD	1M	3M	6 M	12 M	23 e	24 e				
Santander	3,11	11,0	-2,4	-16,4	9,1	3,2	5,3 x	4,9 x	0,6 x	0,7 x	0,05 x	5,9
BBVA	6,36	12,9	-4,4	-13,8	13,3	25,2	5,7 x	5,8 x	0,8 x	0,9 x	0,05 x	8,4
Caixabank	3,54	-3,7	5,5	-12,7	-0,7	5,0	6,9 x	6,9 x	0,8 x	0,9 x	0,08 x	8,5
Sabadell	0,96	9,0	1,7	-22,2	8,0	15,3	5,7 x	5,7 x	0,4 x	0,5 x	0,07 x	7,8
España		7,8	-1,0	-15,8	7,7	10,8	6,1 x	5,9 x	0,7 x	0,8 x	0,06 x	7,6
Intesa	2,21	6,4	-7,3	-13,7	4,1	8,8	6,0 x	5,8 x	0,7 x	0,9 x	0,05 x	11,7
Unicredit	18,57	39,9	3,5	-4,0	42,6	70,4	5,4 x	5,0 x	0,6 x	0,7 x	0,05 x	6,5
Banco BPM	3,73	11,9	1,2	-9,6	12,6	14,9	5,2 x	4,8 x	0,4 x	0,5 x	0,06 x	10,0
MPS	2,07	7,6	-0,9	-17,9	10,0	-87,1	4,4 x	5,0 x	0,3 x	0,3 x	0,03 x	0,0
Italia		21,1	-1,9	-9,4	21,3	32,5	5,6 x	5,4 x	0,6 x	0,7 x	0,05 x	9,0
BNP	55,29	3,8	-5,6	-16,4	3,5	4,1	6,6 x	5,9 x	0,6 x	0,7 x	0,04 x	8,0
SocGen	22,31	-5,0	1,3	-18,3	-7,0	-10,8	5,4 x	4,2 x	0,3 x	0,3 x	0,05 x	7,1
Crédit Agricole	10,73	9,2	-3,2	-7,2	11,7	4,1	7,1 x	6,4 x	0,5 x	0,5 x	0,04 x	7,5
Francia		4,0	-3,9	-14,2	4,1	1,8	6,5 x	5,8 x	0,5 x	0,6 x	0,04 x	7,7
Deutsche Bank	9,65	-8,9	-3,0	-18,3	-4,7	-7,0	4,9 x	4,3 x	0,3 x	0,4 x	0,04 x	4,6
Commerzbank	9,62	8,8	-4,5	-16,6	20,1	19,0	5,9 x	5,0 x	0,4 x	0,5 x	0,06 x	5,5
Alemania		-2,2	-3,5	-17,6	4,7	2,9	5,3 x	4,6 x	0,4 x	0,4 x	0,05 x	5,0
Erste Group	30,14	0,8	-8,4	-18,9	1,8	3,9	5,6 x	5,7 x	0,7 x	0,8 x	0,06 x	7,3
Raiffeisen	13,97	-9,0	0,4	-11,6	-7,1	12,9	2,0 x	3,2 x	0,3 x	0,3 x	0,02 x	4,1
Austria		-1,8	-6,1	-17,0	-0,5	6,3	4,7 x	5,0 x	0,6 x	0,7 x	0,05 x	6,4
ING (Holanda)	11,73	3,7	4,8	-11,6	1,9	12,2	7,0 x	6,5 x	0,8 x	0,9 x	0,07 x	7,4
ABN (Holanda)	14,05	8,7	-3,2	-15,9	14,8	28,8	6,6 x	5,8 x	0,6 x	0,6 x	0,06 x	7,4
KBC (Bélgica)	60,18	0,2	-7,1	-14,9	14,1	3,6	8,1 x	7,8 x	1,2 x	1,5 x	0,08 x	8,6
Benelux		3,4	-0,2	-13,3	7,8	12,1	7,3 x	6,8 x	0,9 x	1,0 x	0,07 x	7,8
Media		6,1	-2,7	-14,2	7,5	9,2	6,2 x	5,7 x	0,6 x	0,7 x	0,05 x	7,5

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://docs.bankinter.com/file_source/broker/estaticos/documentos/fuentes-de-informacion.pdf
- Por favor, consulte importantes advertencias legales en:
https://docs.bankinter.com/file_source/broker/estaticos/documentos/responsabilidad-legal.pdf

NOTAS DE COMPAÑÍAS

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

EQUIPO DE ANÁLISIS:

Ramón Forcada - Director	Rafael Alonso - Bancos	Aránzazu Bueno - Eléctricas	Pedro Echeguren - Farma & Salud
Pilar Aranda - Petróleo	Eduardo Cabero - Seguros	Esther Gutiérrez de la Torre - Autos	Aránzazu Cortina - Industriales
Jorge Pradilla - Logística	Pedro Ribeiro - Químicas	Juan Moreno - Inmobiliarias & Hoteles	Juan Tuesta - Construcción & Tecnología
Elena Fernández-Trapiella - Consumo & Lujo		Carlos Pellicer - Alimentación & Distribución	

Temáticas y activos de responsabilidad compartida por todo el Equipo:

- Macroeconomía
- Estrategia de Inversión
- Bonos
- Divisas
- Fondos de Inversión y Planes de Pensiones
- ETFs
- Carteras Modelo de Fondos de Inversión y de Renta Variable
- Capital Asvisor y Bankinter Roboadvisor