

Sector Financiero: ¿Quién ganará la batalla? Recuperación de ingresos vs riesgo provisiones.

Agosto de 2022

Nuria Álvarez- Equity Research Analyst

La incertidumbre persiste y eso se recoge en el comportamiento de las cotizaciones.

En lo que llevamos de año el **comportamiento de los valores financieros continúa confirmando el gap existente entre banca doméstica vs banca global**, con los primeros habiéndose revalorizado de media un +13% vs los segundos acumulando una caída del -15%. Este mejor comportamiento sigue respondiendo al mayor impacto positivo en los valores domésticos de la subida de tipos (cuyas expectativas se han acelerado de forma considerable) y la recuperación del Euribor a 12 meses a niveles c.1,4% que no se veían desde abril-12. De hecho, BBVA y Santander marcaron mínimos del año a mediados de julio mientras que los mínimos de los bancos domésticos se produjeron en 1T22.

Con el **anuncio del impuesto a la banca** en el mes de junio las **cotizaciones cayeron de media un -21%**, -12% banca global vs -25% banca doméstica, hasta el **14 de julio** donde se produjo un **suelo. Desde entonces la recuperación media de los valores financieros ha sido del +9,4%** (vs +5,1% del Ibex), con BBVA, Unicaja y Caixabank a la cabeza con avances de doble dígito.

Identificamos varios factores que han contribuido a la recuperación de las cotizaciones:

1. El **buen tono de los resultados** empresariales que **a cierre de 1S22** han mostrado una muy **buena evolución operativa**, no sólo en ingresos, sino también en coste de riesgo. Se superaron ampliamente las estimaciones mientras que asistimos a una **mejora de guías de forma generalizada** principalmente en margen de intereses y coste de riesgo.
2. La **continuidad en la recuperación del Euribor** que ha marcado nuevos máximos desde 2012.
3. Las **expectativas de una subida de tipos por parte del BCE más agresiva** con un mercado que descuenta actualmente subida hasta el 2% en el tipo depo para mediados de 2023 vs 1% que descontaba a finales de julio, en un entorno de mayor inflación, con el consecuente efecto positivo sobre margen de intereses.
4. Importante **repunte de TIRes desde mediados de agosto**, tras una corrección desde mediados de junio cuando tocaron máximos.

En un entorno macro más débil, ¿Qué descontará el mercado en el corto plazo? ¿La recuperación del margen de intereses a futuro o el riesgo de incremento de las provisiones?

A pesar de encontrarnos en un entorno macroeconómico más débil, con un escenario de inflación más tensionado, **nuestra visión sobre el sector financiero a medio plazo sigue siendo positiva, con unos bancos en cobertura que actualmente cotizan de media a un PER 22e del 6,7x y a un P/VC 22e de 0,6x, múltiplos que suponen un descuento del 34% y 17% vs media 2017-21 respectivamente.**

Los **beneficios en ingresos por las subidas de tipos**, a pesar del impacto del impuesto que estimamos en un -15%/-20% menos de beneficio neto, **consideramos que son superiores al potencial riesgo de una subida de la morosidad que obligue a las entidades a dotar más provisiones**. Hay que tener en cuenta que la sensibilidad del margen de intereses a una subida de tipos de interés de +100 pbs es de doble dígito a 12 meses vista, de media en un rango entre el +10%/+15%. A esto se le une el efecto positivo del repunte de TIRes que permite una mayor contribución de las carteras de renta fija, un coste del pasivo minorista contenido donde no se aprecia tensionamiento y el ahorro que supondrá no tener que pagar por la liquidez en balance (en niveles máximos actualmente).

En el corto plazo, si el mercado se muestra excesivamente negativo con el entorno macroeconómico, y comienza a descontar una recesión más fuerte y duradera, **consideramos que las cotizaciones podrían mostrar caídas, ante el miedo de costes de riesgo elevados que puedan reducir significativamente la generación de beneficio neto** y ponga en peligro el cumplimiento de los objetivos de los planes estratégicos.

En un **escenario base** donde se mantenga la expectativa de una recesión suave, a pesar de que podamos asistir a cierta revisión a la baja de las previsiones macroeconómicas para 2023 como consecuencia de un entorno inflacionario más complejo, el **potencial crecimiento de los ingresos debería ser suficiente para hacer frente a mayores costes y cierto repunte de las provisiones** dentro de la dinámica habitual en un contexto de recesión.

Reiteramos nuestra idea de que el mejor comportamiento relativo de la banca doméstica vs banca global debería mantenerse, **siempre y cuando el mercado continúe descontando un escenario de recesión suave**

En cuanto a recomendación de valores

- 1. Dentro de los bancos domésticos optamos por CaixaBank**, expectativas de crecimiento de ingresos y potencial de mejora, apoyado por un perfil hipotecario de la cartera de crédito y el negocio de seguros, con palancas que no están incluidas en el Plan Estratégico como las sinergias de ingresos por seguros y la recuperación del Euribor a 12 meses. Con un RoTE >10% 2023 R4e y unos múltiplos atractivos, PER 2023e 6,9x y P/VCT de 0,7x, el valor cuenta con una política de dividendos que nos lleva a una elevada RPD 2024 R4e c.10%. Si asumimos que la cotización debería ajustarse al VCT, estaríamos hablando de un potencial >+50% tomando el VCT a 2023e de 4,56 eur/acc.
- 2. Entre los globales optaríamos por BBVA**, que cuenta con un mejor perfil de riesgo y mejor gestión de las coberturas, con menor exposición a banca de empresas, mayor solidez de capital, visibilidad de generación de capital (c.1.500 mln de euros próximos 3 años) y una política de remuneración al accionista más atractiva. Mejor comportamiento de México vs Brasil, y el riesgo de Turquía acotado.

DISCLAIMER

El presente informe no presta asesoramiento financiero personalizado. Ha sido elaborado con independencia de las circunstancias y objetivos financieros particulares de las personas que lo reciben. El inversor que tenga acceso al presente informe debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que éstos no han sido tomados en cuenta para la elaboración del presente informe, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario.

El contenido del presente documento así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, han sido elaborados por Grupo Renta 4, con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del informe y está sujeto a cambios sin previo aviso. Este documento está basado en informaciones de carácter público y en fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por Grupo Renta 4 por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

Grupo Renta 4 no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento. Ni el presente documento ni su contenido constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni puede servir de base a ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo. Grupo Renta 4 no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida directa o indirecta que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor tiene que tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

Recientemente se ha producido una reorganización en el equipo de analistas de Renta 4 Banco. Como consecuencia de ello, una parte de las sociedades emisoras sobre las que se efectúan informes se han asignado a nuevos analistas. Dado que las recomendaciones de los valores publicadas son opiniones de los analistas acerca de las perspectivas de negocio de cada uno de los emisores, la reasignación a otro miembro del equipo puede conllevar criterios diferentes a los publicados con anterioridad sobre este emisor.

El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad (high yield securities) pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes de los mismos. Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos.

Cualquier Entidad integrante del Grupo Renta 4 o cualquiera de las IICs o FP gestionados por sus Gestoras, así como sus respectivos directores o empleados, pueden tener una posición en cualquiera de los valores o instrumentos a los que se refiere el presente documento, directa o indirectamente, o en cualesquiera otros relacionados con los mismos; pueden negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento u otros servicios al emisor de dichos valores o instrumentos, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados y pueden tener intereses o llevar a cabo cualesquiera transacciones en dichos valores o instrumentos o inversiones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable. El Grupo Renta 4 tiene implementadas barreras de información y cuenta con un Reglamento Interno de Conducta de obligado cumplimiento para todos sus empleados y consejeros para evitar o gestionar cualquier conflicto de interés que pueda aflorar en el desarrollo de sus actividades.

Grupo Renta 4 puede mantener posiciones o actuar como creador de mercado en los instrumentos financieros de cualquiera de los emisores aquí mencionados o actuar como asegurador, agente de colocación, asesor o prestamista de dichos emisores, liquidando honorarios por estos servicios.

Los empleados de Grupo Renta 4 pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opciones contrarias a las expresadas en el presente documento.

Renta 4 Banco tiene contratos de liquidez con Clínica Baviera, Castellana Properties (asesor registrado), Millenium Hotels (asesor registrado), Gigas (asesor registrado) y Almagro (asesor registrado). Asimismo, tiene un contrato de servicios bancarios, inversión y/o gestión con Grupo Ezentis, S.A., Atrys Health y Almagro, y cobertura de Análisis en Azkoyen, servicios por los que cobra honorarios, a la vez que presta servicios de inversión a Grupo Ecoener, S.A. y/o accionistas o consejeros.

Ninguna parte de este documento puede ser: (1) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio (2) redistribuida o (3) citada, sin permiso previo por escrito de Grupo Renta 4. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a aquellos países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción relevante.

El sistema retributivo del autor/es del presente informe no está basado en el resultado de ninguna transacción específica de banca de inversiones.

Grupo Renta 4 es una entidad regulada y supervisada por la CNMV.

Renta 4 Banco. Paseo de la Habana, 74, 28036 Madrid

Departamento de Análisis

Tel: 91 398 48 05 Fax 91 384 85 07. e-mail: online@renta4.es

Del total de recomendaciones elaboradas por el Departamento de Análisis de Renta 4 Banco: 70% Sobreponderar, 23% Mantener y 7% Infraponderar.