

Market Clip

17 de Enero de 2018

Ignacio Dolz de Espejo. CIO

¿Por qué nos gustan los bancos?

Este principio de año está demostrando que mientras la inflación y los tipos suban de manera suave y escalonada los mercados pueden seguir fuertes. El riesgo está en un movimiento brusco de inflación o tipos, que sí podría pinchar el optimismo

Estos días hemos visto unos datos ligeramente más inflacionistas de lo esperado en EEUU (subyacente 1,8%), comentarios de autoridades chinas diciendo que podrían reducir las compras de bonos americanos y actas del BCE con argumentos un poco más agresivos por parte del Banco Central Europeo. Todo ello ha provocado una subida ligera pero generalizada de los tipos de interés (caída en el precio de los bonos). El bono alemán ha escalado en lo que va de año desde 0,43% hasta 0,58%, y el bono a 10 años americano desde el 2,40% hasta el 2,55%. La buena noticia es que, pese a este movimiento, los activos de riesgo lo han seguido haciendo bien. Los bonos high yield suben de media en el año un 0,5%, y la renta variable sigue al alza. La semana pasada las bolsas volvieron a subir un 1% de media, con EEUU a la cabeza. Acumulando, esto supone ya una rentabilidad en el año del S&P 500 del 4,2%, del 3,1% para el Euro Stoxx 50, del 3,2% para la bolsa japonesa y del 4,2% para el IBEX. Parece que mientras el alza de la inflación y los tipos sea paulatina, los mercados pueden seguir fuertes.

Precisamente por eso, estamos especialmente optimistas en sectores como energía, materias primas y bancos, donde una subida de los precios o de los tipos de interés sería en principio positiva. La semana pasada nos centramos en petroleras, y hoy lo haremos en bancos.

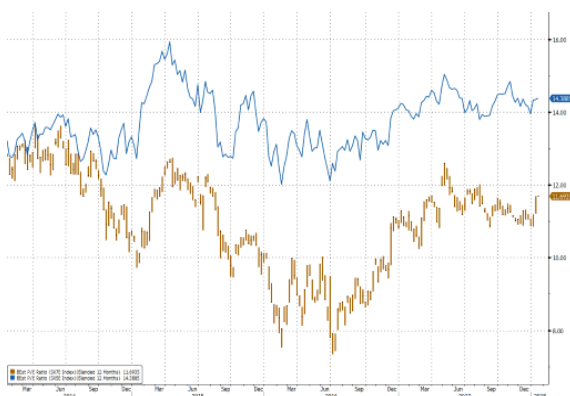
¿Por qué nos siguen gustando los bancos?

En resumen, es un sector que cotiza a múltiplos atractivos tanto en términos absolutos como relativos, y además tipos más altos ayudarían a los bancos a ganar más dinero.

“Mientras la inflación y los tipos suban de manera suave y escalonada los mercados pueden seguir fuertes”

“Estamos especialmente optimistas en sectores como energía, materias primas y bancos”

1. PER bancos SX5E vs SX7E



Fuente: Bloomberg

2. Precio/VTC de los bancos de la Zona Euro (relativo al Euro Stoxx5 50)



Fuente: Morgan Stanley

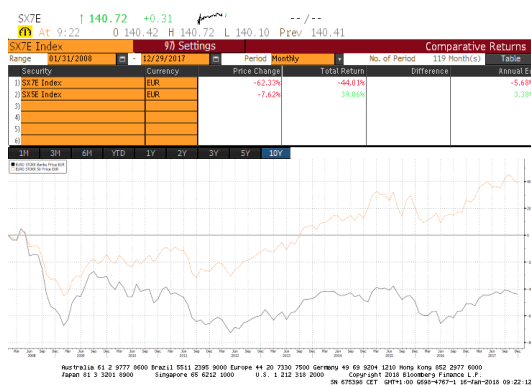
1. El crecimiento generalizado de la macro está llevando a un mayor consumo y a que crezcan los préstamos. El crecimiento de la economía es bueno para los bancos.
2. Como venimos de una crisis especialmente fuerte, los bancos todavía tienen carteras de impagados más grandes de lo normal, pero a medida que mejora la economía, la morosidad cae.
3. A medida que mejora la economía y repunta (ligeramente) la inflación, la curva del Euribor se sigue empujando: cuanto mayor sea el diferencial entre el largo y el corto plazo, mayor será el margen de intermediación. Es decir, los bancos ganan dinero pidiendo prestado a corto y prestando a largo plazo a precios más caros. A medida que ese diferencial crece, lo hace también el margen de intermediación de los bancos.
4. Si sube la inflación, subirán los tipos y los bancos ganarán más, por lo que es uno de los pocos sectores que deberían estar cubiertos ante una corrección por la subida de la inflación.
5. El PER de los bancos de la zona euro es más atractivo que el de la bolsa general. Utilizando beneficios estimados a 12 meses, podemos ver (gráfico 1) cómo el PER de los bancos de la zona euro está en torno a 12 veces, mientras que el del Euro Stoxx cotiza ligeramente por encima de 14 veces.
6. En el gráfico 2 podemos ver que el precio / valor teórico contable del sector había estado en los mismos niveles que el resto del Euro Stoxx hasta 2008. Sin embargo, desde entonces cotiza con un descuento del 50%. Los grandes bancos del Euro Stoxx cotizan con un múltiplo de cerca de una vez (San y BBVA 1, BNP y Societe 0,8 aproximadamente y Deutsche Bank 0,5). En el gráfico podemos ver cómo a pesar del rebote de los últimos trimestres, este sector cotiza mucho más barato que el Euro Stoxx.
7. El dividendo medio del sector en la zona euro es del 6,6%, muy por encima de la media.

“El sector bancario es uno de los pocos sectores que deberían estar cubiertos ante una corrección por la subida de la inflación”

“El dividendo medio del sector bancario en la zona euro es del 6,6%, muy por encima de la media”

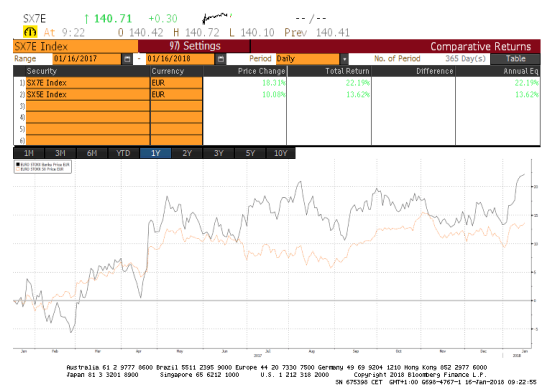
Hablemos por último de beneficios empresariales, el próximo mes será clave en EEUU. Vamos a poder ver cómo afecta la rebaja impositiva de Trump a las empresas. Debemos medir el efecto absoluto y relativo (unas empresas se beneficiarán más que otras), qué hacen con ese dinero extra (¿subida de salarios, inversión, dividendos?). Pero, en resumen, deberían incrementar las perspectivas de crecimiento de beneficios empresariales. Un dato: el tipo efectivo de los bancos (media teniendo en cuenta tipo y deducciones) era del 29%; JP Morgan y Wells Fargo apuntan a un nuevo tipo entre el 17% y el 19%. Por ahora, varias empresas importantes están anunciando de manera simultánea subidas considerables de los salarios.

3. Bancos vs EXX a 1 año



Fuente: Bloomberg

4. Bancos vs EXX a 10 años



Fuente: Bloomberg

Ponderación de las carteras respecto a los índices



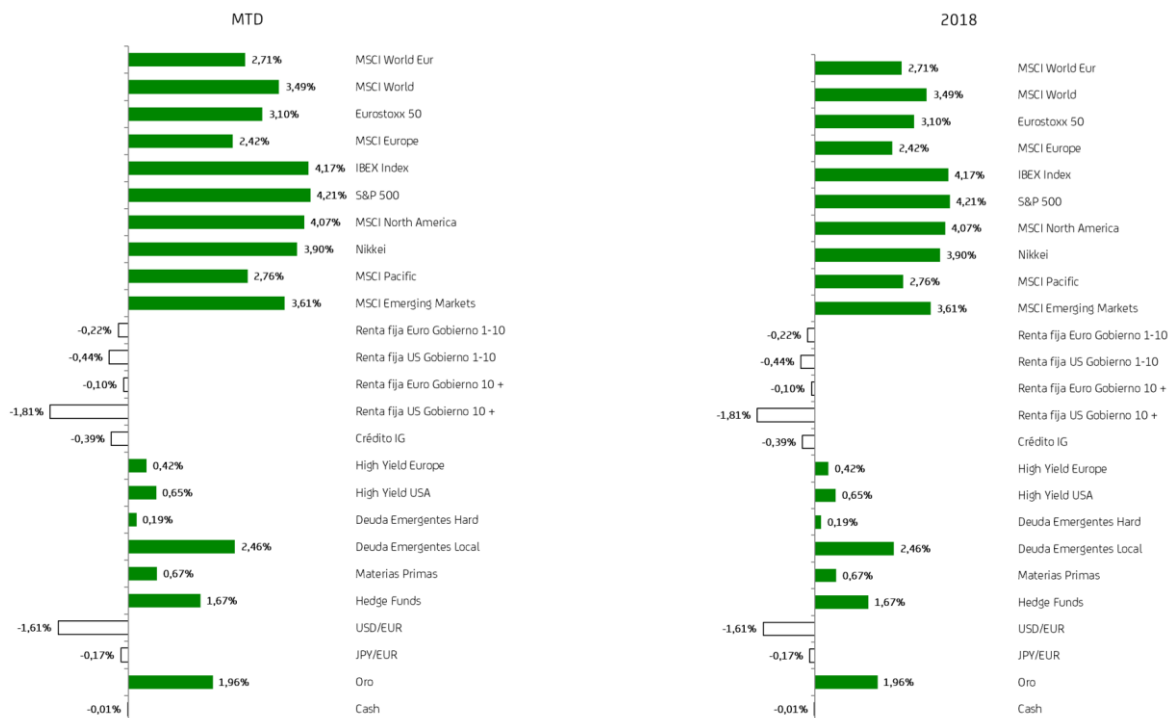
Los cuadros coloreados del gráfico indican para cada tipo de activo si estamos **sobreponderados**, **neutrales** o **infraponderados** respecto a los índices de referencia.

En el caso del dólar, no hay divisas en el índice por lo que el gráfico indica nuestra visión.

La posición más a la izquierda significa en este caso ausencia de exposición neta.

Fuente: Alantra Wealth Management

Rentabilidades de los índices



Fuente: Alantra Wealth Management, Bloomberg (datos a 12/01/2018)
 Índice RF (70/30): 70% Govies (Bloomberg/EFFAS Bond Índices), 30% Corporates (Citigroup EuroBIG Corporate)
 Índice Alternativos: HFRX Global Hedge Index Cash: Eonia

Nota importante

El presente documento ha sido elaborado por Alantra Wealth Management Gestión, SGIC, S.A. ("Alantra Wealth Management Gestión") con el fin único y exclusivo de recoger las opiniones y expectativas del equipo de profesionales de dicha sociedad sobre la actualidad de los mercados financieros. Dichas opiniones y expectativas no constituyen, en ningún caso, recomendaciones en materia de inversión ni una oferta para la adquisición o suscripción de instrumentos financieros.

El contenido del presente documento está basado en información que se considera correcta y que ha sido obtenida de la información pública disponible y de las propias estimaciones del equipo de profesionales de Alantra Wealth Management Gestión. No obstante, ni Alantra Wealth Management Gestión ni ninguno de sus respectivos administradores, directivos y empleados garantizan la integridad y exactitud del contenido del presente documento, el cual no deberá interpretarse como que refleja íntegramente el pasado, presente y futuro de las entidades que se mencionan en el mismo.

Las conclusiones del presente documento se fundamentan en condiciones económicas y de mercado vigentes a fecha de hoy, las cuales podrían experimentar alteraciones, lo que obligaría a revisar algunas de las hipótesis asumidas en el mismo.

Alantra Wealth Management Gestión no ha realizado ni obtenido de un experto una verificación independiente acerca de la exactitud e integridad de la información que ha servido de base para la elaboración del presente documento, ni una confirmación de la razonabilidad de las hipótesis utilizadas para el mismo.

La información que se incluye en el presente documento se ha obtenido de fuentes consideradas fiables, y aunque se ha tenido un cuidado razonable para garantizar que la información que incluye no sea ni incierta ni equívoca en el momento de su publicación, no se garantiza que sea exacta y completa.

El presente documento lleva implícito la formulación de juicios subjetivos. En particular, gran parte de los criterios utilizados se basan, en todo o en parte, en estimaciones sobre los resultados futuros de las entidades mencionadas en el mismo, por lo que dadas las incertidumbres inherentes a cualquier información concerniente al futuro, algunas de estas hipótesis podrían no materializarse tal y como se han definido.

Este documento no constituye, y no puede ser utilizado como una oferta para la inversión, suscripción o adquisición de instrumentos financieros. Cualquier decisión de compra o venta sobre los valores emitidos por las entidades mencionadas en el mismo, deberá adoptarse teniendo en cuenta la información pública existente sobre tales valores y, en su caso, atendiendo al contenido del folleto o folletos registrados en los organismos supervisores correspondientes. Los receptores de este documento deberán tener en cuenta que los valores o instrumentos a los que el mismo se refiere pueden no ser adecuados a sus objetivos de inversión o a su posición financiera, y que los resultados históricos de las inversiones no garantizan resultados futuros.

En consecuencia con todo lo anterior, ni Alantra Wealth Management Gestión, ni ninguna empresa de su grupo, ni sus respectivos socios, administradores, directivos y empleados, asumen responsabilidad alguna por los daños o perjuicios que, directa o indirectamente, pudieran derivarse de las decisiones que se adopten sobre la base del presente documento ni del uso que sus destinatarios hagan de la misma.

Sus datos profesionales se encuentran albergados en un fichero automatizado en nuestras oficinas de Madrid, en la calle Padilla, 17, 4ª Planta - 28006 Madrid. A menos que se especifique lo contrario, estos datos pueden ser utilizados por Alantra Wealth Management Gestión, SGIC, S.A. o Alantra Wealth Management Agencia de Valores, S.A. (en adelante "Alantra Wealth Management") con el propósito de remitirle comunicaciones comerciales. En caso de querer ejercer sus derechos de acceso, rectificación, cancelación y oposición, por favor, póngase en contacto con nosotros a través de la dirección de email infoalantrawm@alantra.com.

En caso de que no desee recibir ninguna comunicación por parte de Alantra Wealth Management, por favor notifíquenoslos a través de la dirección del email infoalantrawm@alantra.com.

Alantra Wealth Management Gestión, S.G.I.I.C., S.A. Inscrita en el Registro Mercantil de Madrid al Tomo 20.284, Folio 85, Sección 8ª, Hoja M-358562. Inscrita en el Registro Especial Administrativo de Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva de la Comisión Nacional del Mercado de Valores con el número 202. C.I.F. A-84050301.

www.alantrawealthmanagement.com

Madrid ■ Barcelona ■ Bilbao ■ A Coruña ■ Sevilla ■ Zaragoza