

## **Introducción**

El sector bancario europeo lleva ya más de 10 años en crisis. A diferencia de lo ocurrido en otros sectores, la Gran Crisis Financiera de 2008 sigue castigando a los bancos. Es el sector maldito de la bolsa europea.

10 años consecutivos de crisis tienen un impacto psicológico muy importante en los inversores. Conforme van pasando los años sin que el sector sea capaz de sentar las bases de una recuperación sostenida, los accionistas van tirando la toalla. Durante esta década, cualquier atisbo de brotes verdes se ha saldado con fuertes caídas en el precio de las acciones de la banca europea. Esas pérdidas, unidas a la marea de malas noticias, riesgos y resultados decepcionantes del sector, hacen que hoy pocos inversores esperen que el entorno de negocio para los bancos vaya a mejorar algún día. La opinión generalizada es que los próximos 10 años serán tan malos como los 10 anteriores. El estado de crisis ha quedado cronificado en el sector bancario.

Este entorno de pesimismo se traduce en unas valoraciones poco exigentes. Como comentaremos más adelante, el sector lleva ópticamente barato desde el año 2011. Cualquier compra del sector en este periodo se ha saldado con pérdidas, por lo que el nivel de valoración no es ya un reclamo que atraiga dinero comprador. Pocos inversores institucionales tienen acciones de banca europea en sus carteras: ni los que invierten con una visión macro, ni los que utilizan el análisis fundamental, ni los que emplean análisis técnico.

## **Esperamos un gran cambio en el entorno del negocio bancario**

Para nosotros, que estamos convencidos de que para ganar dinero consistentemente hay que llevarle la contraria al mercado, éste es un marco ideal en el que buscar oportunidades de compra en el sector. Y creemos que estamos en el momento correcto para hacerlo pues están cambiando las dinámicas monetarias mundiales (especialmente en lo referente a inflación y tipos de interés), creando un entorno más favorable para la banca que en cualquier momento de la década anterior. Varios motivos explican por qué creemos que los próximos años van a ser mejores que los años anteriores:

- El ritmo de crecimiento de los activos del sector es anémico desde 2011-2012. El sector ha hecho los deberes y ha purgado la mayor parte de los excesos alcanzados durante la última etapa del ciclo previo.
- Las provisiones han hecho limpiezas profundas de los balances de los principales bancos europeos. Dado que la mayor parte del esfuerzo saneador se ha hecho durante los pasados 10 años, esperamos que durante los siguientes años las limpiezas de activos no sólo se estabilicen, sino que en muchos casos se reduzcan considerablemente.
- El marco regulatorio ha cambiado mucho desde la Gran Crisis Financiera. Los cambios implican mayores exigencias de capital, limitan la capacidad de la banca para hacer negocio y reducen su rentabilidad potencial. Pero este cambio ya ha tenido lugar y los bancos se están adaptando al nuevo marco. En otras palabras, no creemos que el marco regulatorio sea fuente de nuevas malas noticias adicionales.
- Creemos que es inminente un cambio en las condiciones monetarias en Europa. Las referencias a la inflación se están multiplicando tanto en las declaraciones de los bancos centrales, como en los resultados trimestrales de las compañías cotizadas de cualquier sector, como en la calle y en el día a día. La inflación necesariamente implicará subidas en los tipos de interés y empujamiento en la curva de tipos, creando un entorno macro mucho más benigno para el negocio bancario. Esto no había ocurrido durante la década anterior y constituye el principal cambio en la tesis de inversión del sector.

## **Las valoraciones son extremas y muy sensibles a cualquier cambio a mejor**

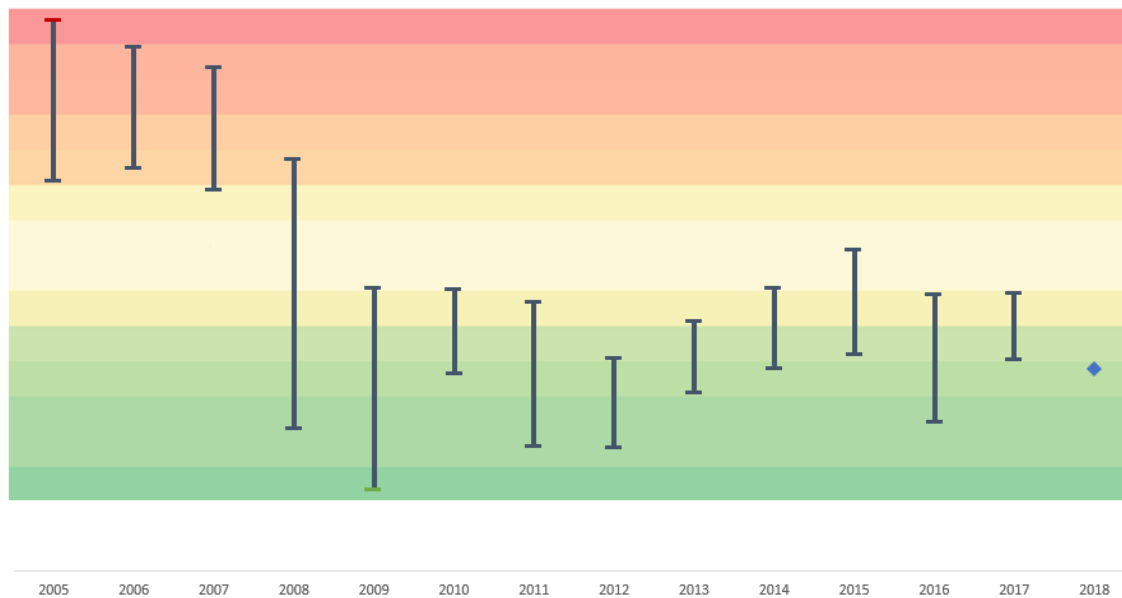
Para que la valoración de una compañía varíe, es necesario que ocurra algún cambio en sus fundamentales que altere el sentimiento de los inversores. Durante la década anterior, el sector no ha gozado de cambio alguno capaz de mejorar el sentimiento del mercado. Al contrario, incluso las noticias positivas de concentración del sector, recapitalización y la

implementación de políticas monetarias agresivas no hacían más que confirmar la mala salud de los bancos. En una situación así, difícilmente aparecerá dinero comprador que empuje al alza el precio de las acciones de los bancos.

Sin embargo, como ya dijimos, esperamos que durante el próximo año sea cada vez más evidente un cambio esencial en el entorno para hacer negocios de los bancos. Nuestra opinión es que el cambio en las condiciones monetarias va a ser muy favorable para los resultados de los bancos. La mejoría en resultados marcará la vuelta de la confianza de los inversores y, con ella, veremos cómo las valoraciones del sector se expanden. Dicho con otras palabras, esperamos ganar por una doble vía: obteniendo más beneficios y expandiendo los múltiplos de valoración sobre esos beneficios.

El nivel de partida de las valoraciones es muy atractivo. En el siguiente gráfico les enseñamos los datos del Indicador de Rentamarkets sobre la valoración de los principales bancos europeos.

**GRÁFICO 1: Evolución de las valoraciones del sector bancario en los últimos 13 años.**



FUENTE: RENTAMARKETS.

Cada barra muestra el rango anual del índice de valoración bancario desde 2005. Cuanto más rojo esté el color de fondo, más sobrevalorado estará el sector; mientras que cuanto más verde.

<sup>1</sup> Se trata de un compendio de múltiplos de valoración como el PER, el Precio/Beneficio Antes de Provisiones, el Precio/Valor Contable y el Precio/Valor Contable Tangible. Para confeccionarlo utilizamos la información pública periódica publicada por los bancos (informes anuales y trimestrales, principalmente). Una vez extraído el dato le aplicamos el tratamiento contable necesario para purgar lecturas extraordinarias, eliminar elementos no recurrentes y recolocar la información contable donde creemos que debería estar para que aporte una visión más cercana a la realidad de la empresa. Este tratamiento permite extraer información homogénea y comparable que, acompañada de un análisis estratégico de cada banco, nos permite tomar decisiones de inversión bien fundamentadas.

esté el color de fondo, más infravalorado estará el sector. El punto azul es el nivel actual a cierre de septiembre de 2018.

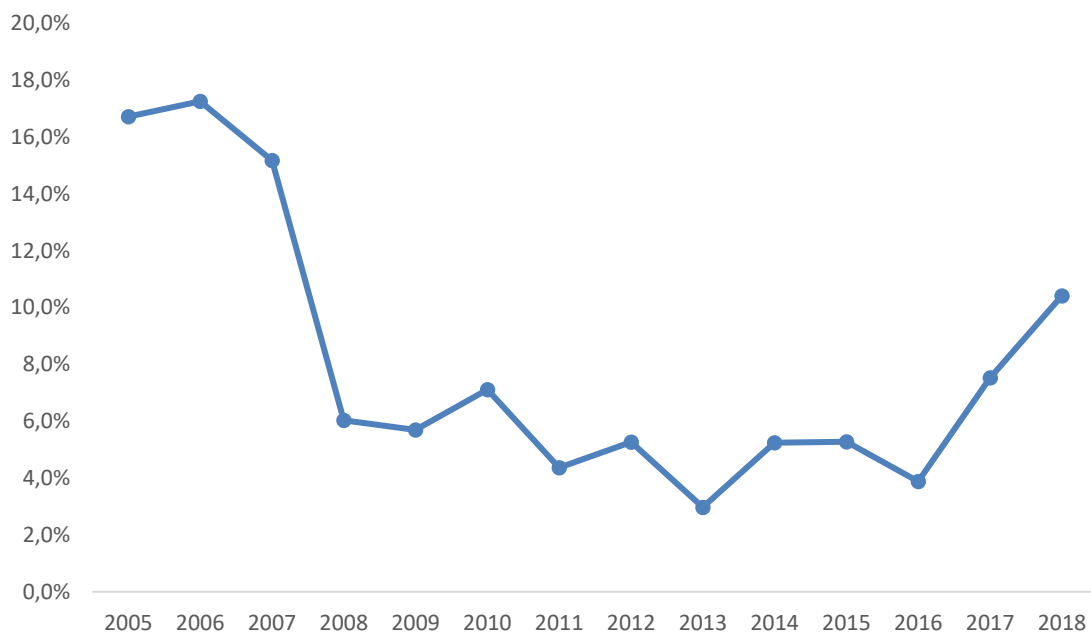
Del gráfico anterior podemos extraer importantes conclusiones:

1. Desde la Gran Crisis Financiera de 2008, las valoraciones de los principales bancos europeos han colapsado y han permanecido en nivel históricamente bajos.
2. Esos deprimidos niveles de valoración se justifican por discurrir en un entorno muy negativo para el sector, unido a la expectativa de que dicho entorno no vaya a mejorar en muchos años.
3. Las políticas monetarias no convencionales que inició el BCE en 2012 tuvieron un fuerte impacto en la banca hasta 2015. A partir de entonces sus valoraciones han perdido buena parte de lo ganado desde 2012.
4. El nivel de valoración actual es coherente con un entorno negativo para el negocio bancario. Esto hace que el precio de las acciones sea muy sensible ante cualquier mejora del marco general, al mismo tiempo que reflejan ya unas valoraciones que descuentan una expectativa muy baja.

### ¿Dónde vemos la oportunidad?

En el siguiente gráfico vemos la rentabilidad sobre fondos propios de nuestro universo de cobertura. Para el año 2018 y siguientes mostramos nuestra propia estimación.

**GRÁFICO 2: Rentabilidad sobre fondos propios.**



FUENTE: RENTAMARKETS.

Como ya hemos comentado, creemos que el entorno para los próximos 10 años será sensiblemente mejor que el de los 10 años previos. Esto no quiere decir que esperemos el entorno ideal para el negocio bancario sino, simplemente, uno menos malo que el anterior. Dado que las valoraciones descuentan que generación de beneficios del sector va a

ser tan pobre en el futuro como lo ha sido desde el año 2008, el precio de las acciones de la banca europea es mucho más sensible a cualquier mejora (lo cual sería una sorpresa positiva respecto al momento actual) que a cualquier empeoramiento (que no sería más que la prolongación del entorno actual, que es lo esperado).

Nuestro análisis, de estar en lo cierto, apunta a que la rentabilidad sobre fondos propios de la gran banca europea tendría que oscilar entre el 10% y el 14% dependiendo de la posición competitiva y del modelo de negocio de cada banco. Al mismo tiempo, nuestro análisis indica que algunos de los grandes bancos europeos se enfrentan a riesgos e incertidumbres tan grandes que sus valoraciones no son capaces de compensarlos. Como siempre, bajo las medias hay individuos que sobresalen por la parte de arriba y otros que sobresalen por la parte de abajo. Es importante que revisen cuidadosamente el anexo de este informe, donde le describimos el detalle de los principales bancos europeos, para elegir aquellos que, siendo capaces de maximizar la rentabilidad de su capital, se adapten a su perfil de riesgo.

Para aquellos bancos en los que esperamos que sus tasas de rentabilidad se sitúen entre el 10% y el 14%, el múltiplo medio sobre valor contable debería oscilar entre 0,9x y 1,3x. Actualmente, como verán en secciones posteriores de este documento, la mayor parte de los grandes bancos europeos tienen una rentabilidad sobre fondos propios inferior a su potencial y, consecuentemente, tienen una valoración inferior a la que podrían tener si nuestra tesis es correcta. Si tenemos en cuenta que la rentabilidad por dividendo de las compañías que conforman nuestro universo oscila entre el 4% y el 6% mayoritariamente, si estamos en lo cierto podríamos obtener retornos de doble dígito durante los próximos años invirtiendo en el sector bancario europeo.

### **Conclusión**

Tras 10 años de crisis, creemos que el entorno para los bancos europeos va a mejorar sensiblemente durante los próximos años. Si estamos en lo cierto, tres palancas jugarían a favor del sector para los próximos años:

1. Mayor generación de beneficios por el cambio en el entorno bancario.
2. Expansión de las valoraciones, reflejando esa mejora en el entorno.
3. Abultada rentabilidad por dividendo.

Con estos tres elementos, esperamos retornos de doble dígito en el sector. El punto inicial parte de un nivel de pesimismo extremo, por lo que el cambio potencial en las valoraciones es muy asimétrico a favor de la compra.

Sin embargo, hay que ser conscientes de que durante la última década hemos oído en numerosas ocasiones la llegada de los brotes verdes y, finalmente, lo que los inversores consiguieron fueron pérdidas abultadas. El sector bancario es un sector muy complejo, muy expuesto a los vaivenes de la macroeconomía y a comentarios de políticos, banqueros centrales y reguladores. Por todo ello, es imprescindible marcar un nivel de máxima pérdida (stop loss) coherente con el perfil de riesgo de cada uno. El nivel actual de valoración es atractivo, hay catalizadores que pueden generar un cambio muy rápido en el entorno y tras años de crisis, el sector se ha ajustado mucho. Nuestra opinión es que las probabilidades están de nuestro lado, pero no tenemos el 100% de la probabilidad. Por ello es prudente tener un stop loss que limite nuestras pérdidas y conserve nuestro capital para volver a intentarlo más adelante, mientras las dinámicas del cambio en la política monetaria sigan apuntado a una mejora en el entorno bancario.