

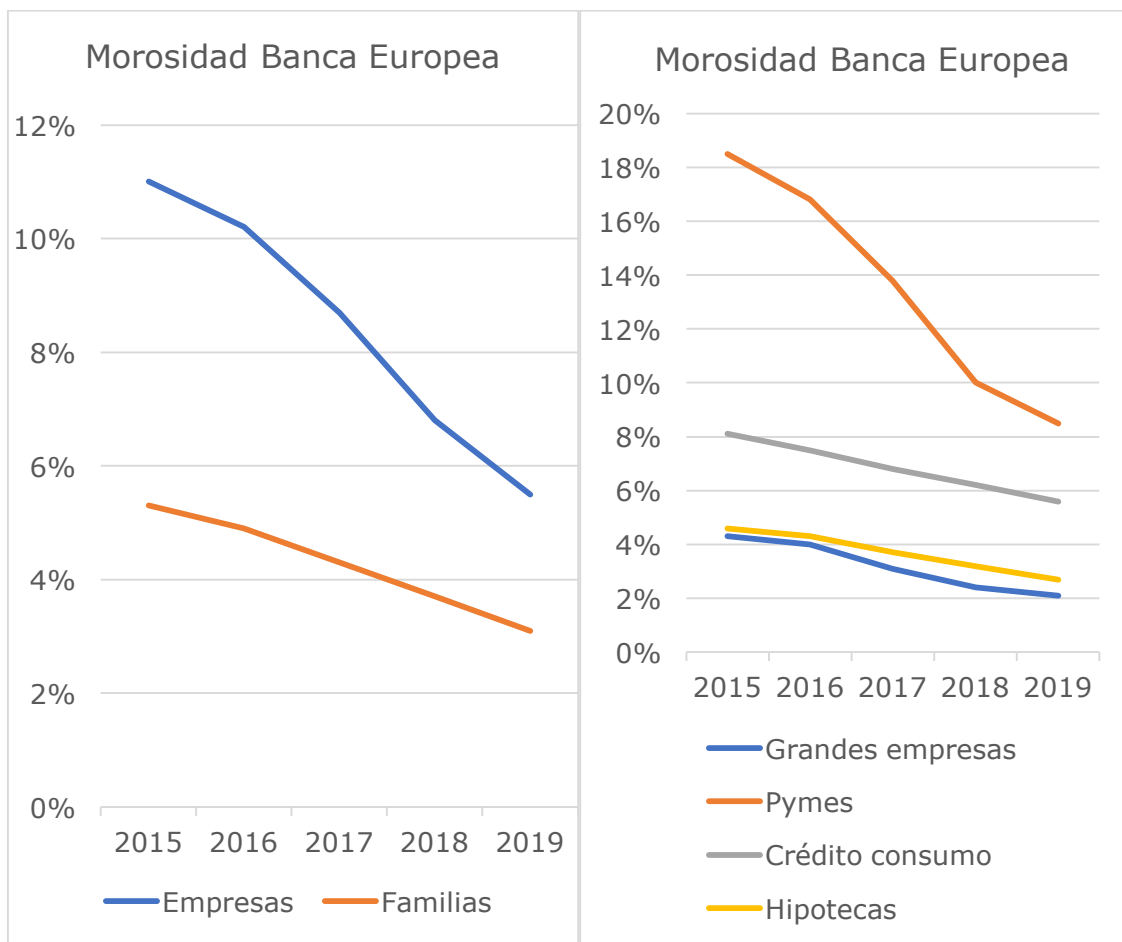
Notas del mes

Junio de 2020

La banca, esencial para superar la crisis del coronavirus

El BCE necesita a la banca minorista para que la financiación llegue a las pymes, las principales afectadas por esta crisis. El BCE intentará facilitar lo máximo a la banca minorista su trabajo, otorgándoles financiación a tipo negativo y flexibilizando los requerimientos de capital. La financiación que ofrecerá la banca a las pymes viene en gran parte avalada por los estados, y su distribución es muy diversificada (muchas empresas por pequeños importes).

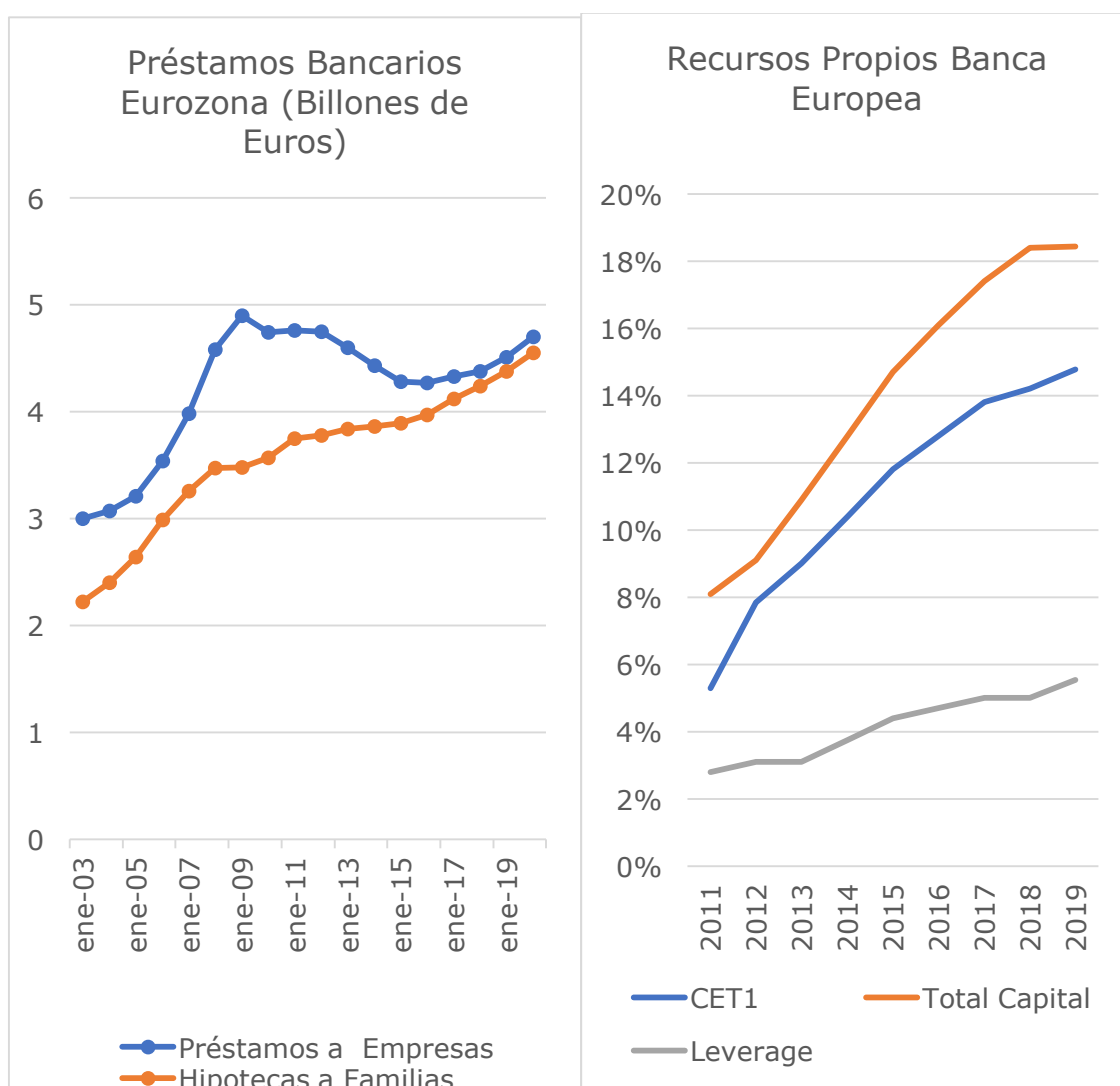
Elo lleva a que la potencial morosidad, y mucho más la pérdida finalmente asumida por la misma, sea muy limitada, incomparablemente inferior a la de la anterior crisis financiera.



El punto de partida es mucho más sólido que en 2008 cuando venían de muchos años de expansión del crédito a doble dígito y a tipos altos. Hoy, los bancos vienen de muchos años de disminución o estancamiento de la concesión de crédito, en especial en préstamos a empresas, y con tipos de interés cero o negativos.

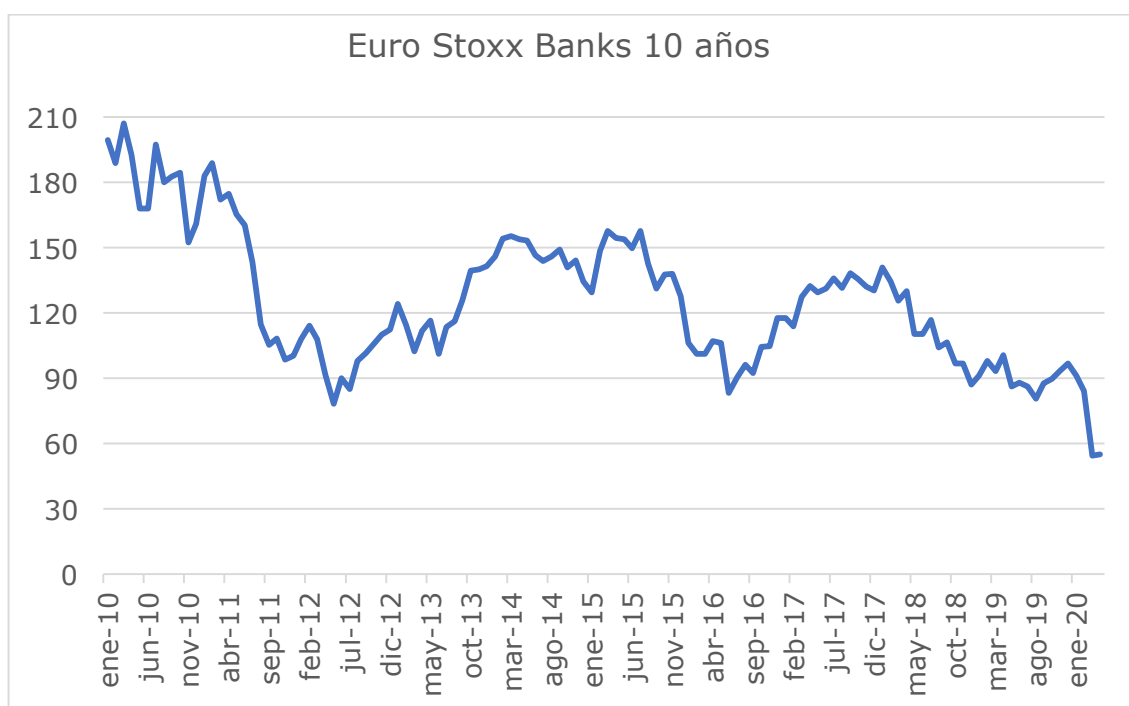
Contención y selectividad en la concesión de créditos que, además viene acompañada de incrementos muy significativos de la solvencia, gracias a las retenciones de beneficios y ampliaciones de capital producidas en los últimos años.

Así, la banca europea ha mejorado de forma muy notable su base de recursos propios, que duplica, o hasta casi triplica, en todas sus ratios de solvencia, los niveles alcanzados hace una década. La ratio de capital de mayor calidad sobre activos ponderados por riesgo, CET1 o *common equity tier 1*) ha pasado de niveles inferiores al 6% en 2011 a superar el 14% en la actualidad. La ratio de apalancamiento (CET1 sobre total activos, sin ponderar por riesgo) ha pasado el 3% al 6%, y la de capital computable total (capital total computable, sobre activos ponderados por riesgo), del 8% al 18% en el mismo período.



Las cotizaciones actuales representan una valoración de 0,4 veces recursos propios computables, 5 veces el beneficio y 10% de rentabilidad por dividendo sobre la base de las magnitudes de 2019. 2020 será un año de completa retención de beneficios, sin pago de dividendos y con gran dotación, precautoria, a provisiones. Pero a partir de 2021, y desde luego en 2022, los beneficios que obtendrán, y los dividendos que podrán pagar los bancos, no serán sustancialmente distintos de los de 2018 y 2019.

Las dudas sobre el euro han sido determinantes, en los últimos años en la evolución bursátil del sector bancario. En 2011, la crisis de la deuda soberana provocó que el índice Euro Stoxx Banks perdiera más de la mitad de su valor. *El whatever it takes* de Draghi revirtió dicha situación. Hasta que, en 2015, un acontecimiento político inesperado, el resultado del referéndum sobre el Brexit, volvió a desatar las dudas sobre la estabilidad del proyecto europeo, y asistimos a un segundo desplome de las cotizaciones bancarias. Una vez desvanecido el temor a un Brexit desordenado el mercado bursátil devolvía las cotizaciones bancarias a niveles más razonables hasta que, en la primavera de 2018 una coalición populista euroescéptica formaba gobierno en Italia, despertando otra vez los fantasmas de la ruptura del euro (con repuntes muy significativos de la prima de riesgo soberana). En 2019, ante la evidencia de que Italia no estaba por la labor de romper la disciplina presupuestaria necesaria para su permanencia en la UE, las cotizaciones bancarias parecían estabilizarse hasta que estalló la crisis del coronavirus. En las dos últimas semanas ha empezado a revertirse la caída, una vez comprobado el compromiso de la UE y del BCE para evitar una nueva crisis de deuda soberana.



Si asumimos que el euro no se romperá, y que los bancos no necesitarán ampliaciones de capital relevantes, el atractivo de la inversión es altísimo, con expectativas de revalorización medias próximas al 100% en un plazo de entre 1 y 2 años.

1962 Capital SICAV

Decíamos en la anterior carta que la vuelta a la normalidad nos convencería de que la crisis del coronavirus fue un breve paréntesis en nuestras vidas. Y parece que los mercados bursátiles están cerrando ya ese paréntesis. Desde luego, lo está haciendo la bolsa americana, prácticamente en máximos. La europea todavía no. El Euro Stoxx 50 cerraba la primera semana de junio en niveles un 10% inferiores a los de inicio de año, una caída relevante pero no excepcional, y muy lejos de los niveles de auténtico pánico que vivimos a finales de marzo. En suma, **las bolsas han recuperado entre tres cuartas partes y la práctica totalidad de las caídas experimentadas en los momentos de mayor virulencia de la pandemia.** Aunque algunos sectores, como los relacionados con viajes, hostelería y turismo y, sobre todo, el bancario, que llegaron a perder más de la mitad de su valor bursátil en poco más de un mes, todavía no han llegado a mitad de camino de la recuperación.

La drástica reducción de las cifras de mortalidad, como consecuencia de las duras medidas de confinamiento, y la evidencia de que, una vez levantadas las medidas restrictivas, la actividad económica se recupera (como ha puesto de manifiesto la disminución de la cifra de parados en Estados Unidos del último mes), explican esta rápida recuperación.

Evidentemente, tres meses de casi completa parálisis económica en muchos sectores, y otros tres, los de verano, en los que probablemente la recuperación de la actividad no sea completa, dejarán consecuencias negativas en los resultados y los balances de las compañías. **2020 será un año de fuertes caídas de beneficios en muchos sectores, de recortes generalizados de dividendos, y de incremento del endeudamiento. Pero, si como es previsible, en 2021 la mayor parte de compañías recupera plenamente la normalidad, el valor fundamental perdido en esta crisis no superará el dígito porcentual.**

Las ayudas públicas, en forma de seguros de desempleo, créditos avalados y, sobre todo, financiación barata y abundante, gracias a las medidas de los bancos centrales, habrán sido decisivas para que la mayor caída trimestral de la historia reciente en términos de actividad económica no haya degenerado en una gran depresión. **En Europa, en especial, la actitud del BCE ha sido determinante.** Esperamos que sea confirmada por la acción política de la Unión Europea, una vez confirmen los planes de reactivación económica que implican la concesión, no solo de préstamos a bajo coste, sino también de subvenciones, a los países más afectados.

El plan de la UE y el incremento del programa de compra de activos por parte del BCE, conocidos las dos últimas semanas, han sido determinantes para el inicio de la recuperación bursátil del sector bancario. Unos bancos cotizando a 0,3 veces su valor en libros no solo implicaban una asunción de gran repunte de la morosidad. Dicho precio incluía, sin duda, un cálculo de una probabilidad no despreciable de ruptura del euro como consecuencia de crisis de deuda soberana ante la dificultad que habrían tenido algunos países, como Italia o España, de financiar el excepcional gasto público generado por la pandemia sin la ayuda de la UE y del BCE. Con dicha ayuda, el euro está fuera de discusión.

Y si el euro no se rompe, un año de beneficio perdido, que éste será el saldo de esta crisis, no disminuye el valor fundamental de los bancos en más de un 10%. Antes de la crisis la banca europea ya cotizaba a múltiplos muy bajos, de 0,6 veces valor en

libros. A pesar de que, incluso en el adverso escenario de tipos negativos, ya estaba siendo capaz de obtener ROE's próximas al doble dígito, lo que implicaría valoraciones cercanas a una vez recursos propios. Expresado en puntos de índice Euro Stoxx Banks: antes de la crisis cotizaba a 100 puntos y su valor fundamental (a 0,9 veces libros) podía establecerse en 150 puntos. Si los bancos se dejan un año de beneficio, pierden un 10% de su valor, lo que reduciría su valor fundamental a 135 puntos. Hoy cotizan por debajo de 70 puntos (tras recuperar un 40% desde los mínimos vistos en marzo, inferiores a 50 puntos). El potencial de revalorización sigue siendo muy notable, próximo al 100%.

Hemos aprovechado los marcados movimientos bursátiles para realizar algunos cambios en nuestra cartera. Incorporamos de nuevo a la SICAV Airbus y AB Inbev, a precios un 40% inferiores a los que tenían en septiembre de 2019, cuando las habíamos vendido. Y hemos vendido Sanofi en precios próximos a su máximo histórico. La cartera de la SICAV está compuesta en la actualidad por 25 valores, incluyendo 8 bancos y 2 aseguradoras. El elevado peso del sector financiero en nuestra cartera explica la inferior rentabilidad de la SICAV frente al Euro Stoxx 50 en lo que llevamos de año (-21% frente a -10%, a 8 de junio). Pero esperamos que sea la principal fuente de contribución en adelante, con un potencial de revalorización muy superior al del conjunto del índice.

Muchas gracias por su confianza,

Ofelia Marín-Lozano

Consejera Delegada

1962 Capital SICAV, S.A.

	1962 Capital	Euro Stoxx 50
Último precio (8/6/2020)	5,84	3.366
Revalorización 2020	-21,0%	-10,1%
Revalorización 2019	31,4%	24,8%
Revalorización 2018	-22,7%	-14,3%
Revalorización 2017	10,9%	6,5%
Revalorización 2016	5,5%	0,7%
Revalorización 2015	7,5%	3,9%
Revalorización 2014	3,6%	1,2%
Revalorización 2013	34,9%	18,0%
Revalorización 30/6/12 hasta 31/12/12	44,4%	16,4%
Desde inicio (30/6/12 hasta 8/6/20)	104%	49%