

# **Axiom Alternative Investments**

Investir aux côtés d'un spécialiste du secteur financier

Webinaire – Résultats T1 2024 des banques européennes  
04/06/2024

---

# Avertissement



---

## Communication marketing.

Ce document est uniquement réservé aux investisseurs professionnels tels que mentionnés dans la Directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers.

Ce document est fourni à titre d'information uniquement. En raison de l'aspect simplifié de cette présentation, les informations contenues dans ce document sont non exhaustives et/ou incomplètes et ne peuvent donc pas avoir de valeur contractuelle. Ce document est réalisé à l'intention des investisseurs institutionnels et des partenaires de distribution. Il ne constitue pas une offre ou un conseil d'achat ou de vente d'un investissement ou d'un produit spécifique. Axiom Alternative Investment SARL est une société de gestion de portefeuille régulée par l'Autorité des Marchés Financiers. n° GP-06000039.

La reproduction totale ou partielle, la divulgation à des tiers, l'utilisation à quelque fin que ce soit autre que privée ou l'altération des marques, logos, dessins, analyses, signes distinctifs, images, animations, graphiques, photographies ou textes de cette présentation sont expressément interdites sans l'accord préalable d'AXIOM AI. Les marques et logos n'impliquent aucune affiliation avec les entités mentionnées ni aucune approbation de leur part.



**ASSOCIÉ-GÉRANT**  
Directeur des Investissements

**DAVID BENAMOU**



**ASSOCIÉ**  
Gérant de portefeuille

**ANTONIO ROMAN**



## Les bénéfiques continuent d'être revus à la hausse, mais les composantes évoluent

- Révisions prévisionnelles du BPA Blended de **+4% à +5%** au cours des trois derniers mois
- La composante « **commission** » se redresse alors que les revenus nets d'intérêt (NII) se sont stabilisés
- En tête, **Sabadell, AIB, BBVA** et d'autres banques espagnoles et italiennes
- **SHB, Lloyds, Société Générale** ont subi de légères contreperformances

## Malgré une performance boursière de **+26,48%** à fin mai, les multiples ont encore peu progressé

- Les multiples ont augmenté d'environ 10% à 15%, **passant de 6,5x à 7,4x**, grâce aux parcours boursiers des banques les plus décotées
- **La décote par rapport à l'ensemble du marché reste très élevée (45%)**, alors qu'elle était de 25 à 30% avant la crise du Covid
- Les banques restent le premier secteur en termes de distribution, **avec un taux « cash » global de 10,5% pour l'année 2024**

## Le scénario haussier à long terme gagne en crédibilité

- Les progrès accomplis par les banques en termes de quantité de fonds propres, de levier, de gestion des risques et de transparence sont de plus en plus intégrés par le marché
- Le cycle de resserrement réglementaire est derrière nous
- L'environnement macroéconomique est devenu favorable : les attentes plus élevées en matière de taux à long terme et d'inflation soutiennent les marges d'intérêts nettes et la qualité des actifs, tandis que les besoins d'investissement soutiennent la croissance des volumes
- La tendance à la concentration, pour l'instant au niveau national, se traduit par des rendements sur capitaux propres durablement plus élevés

## Fusions-acquisitions : banques non systémiques

- Il existe encore une marge de consolidation au sein des pays européens
- Les transactions nationales sont probables à court terme malgré les obstacles liés à IFRS 3
- Les transactions transfrontalières de grande ampleur restent difficiles

**I. Un point sur les résultats**

II. Un point sur les valorisations

III. Retour sur l'attractivité du secteur à long terme

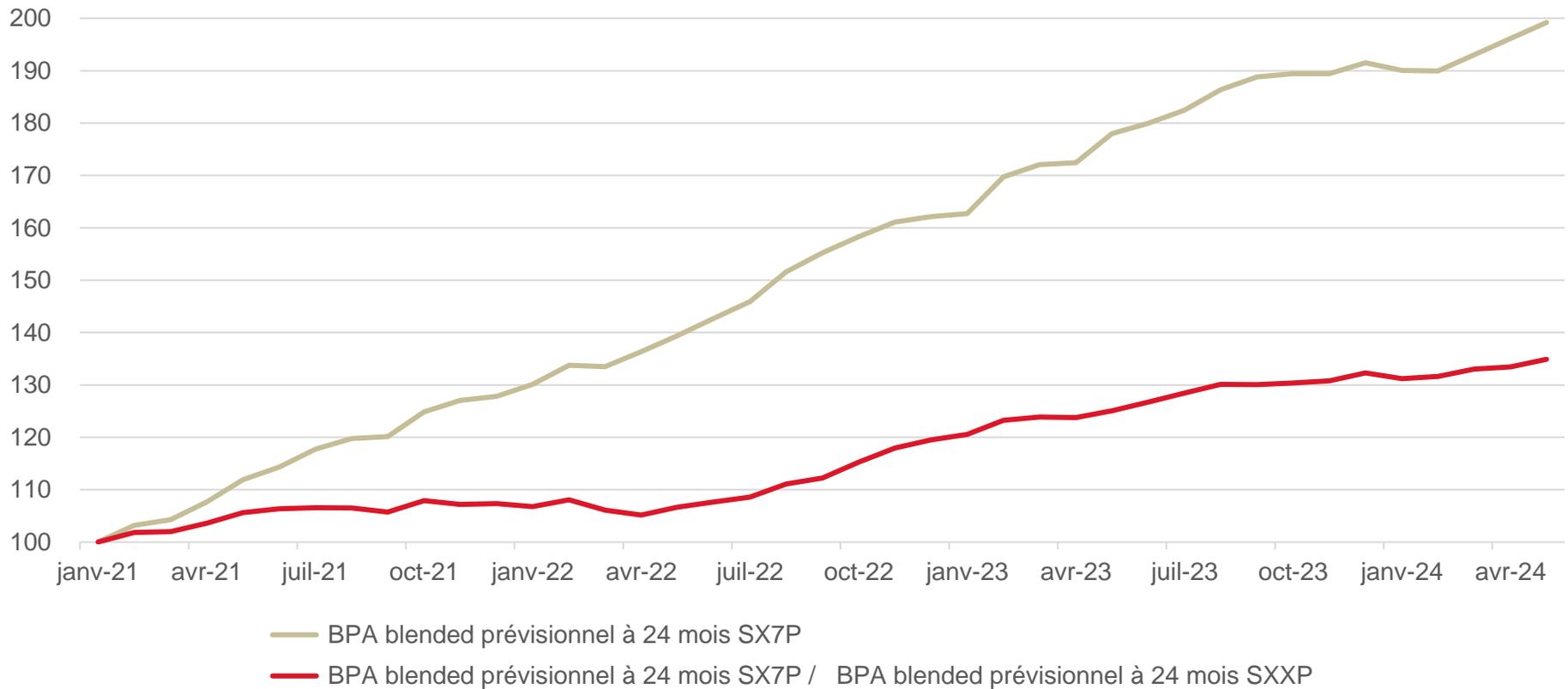
---

---

# I.1 Le cycle de révisions positives se poursuit



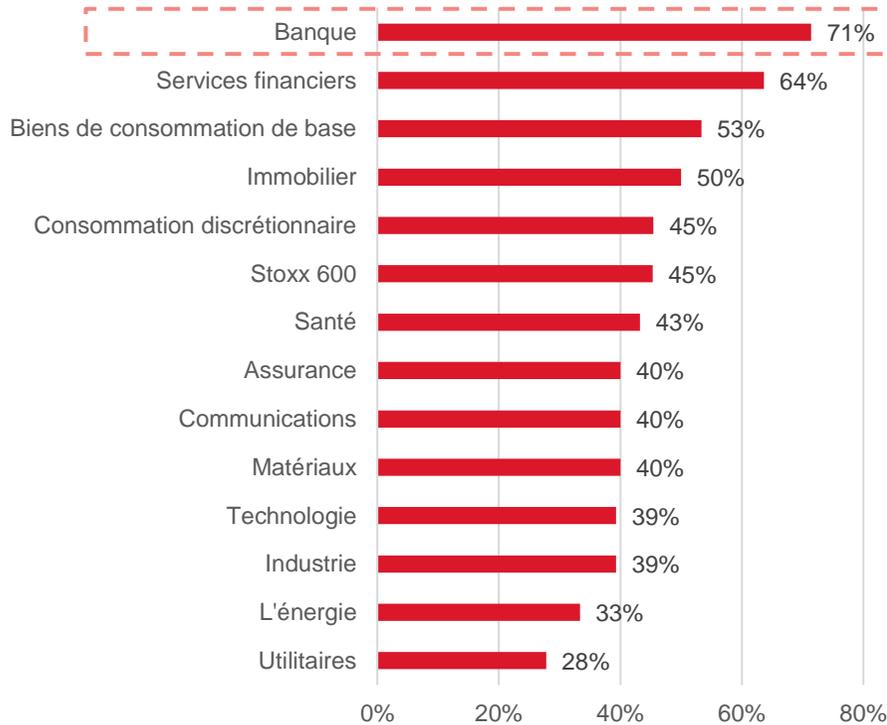
## Attentes de bénéfice absolues et relatives



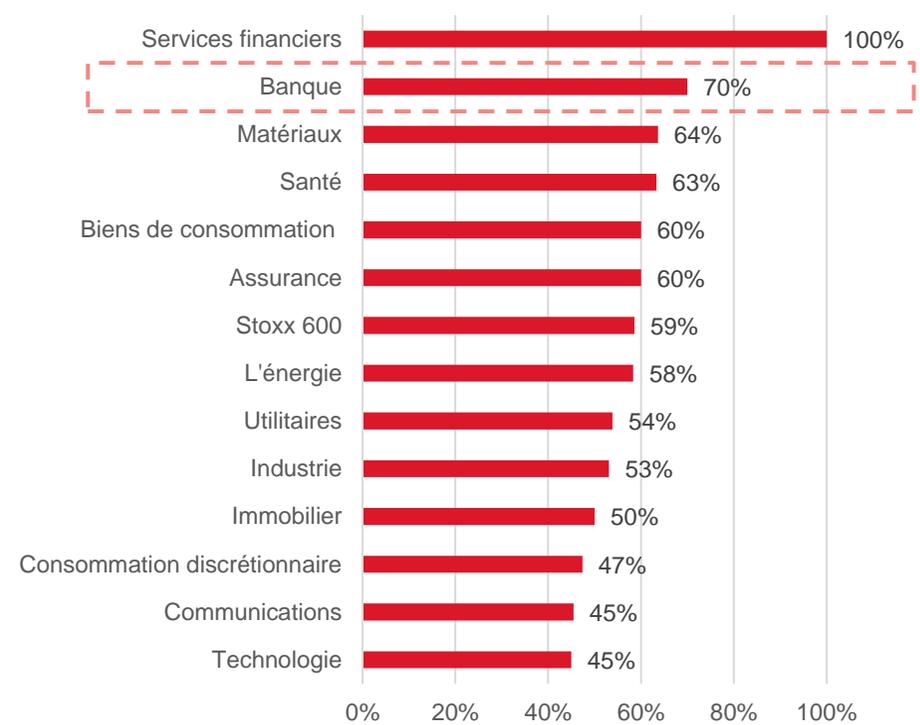
## I.2 Les banques réalisent un beau trimestre



### Taux de surprise des revenus par secteur (BICS)



### Taux de surprise des résultats par secteur (BICS)

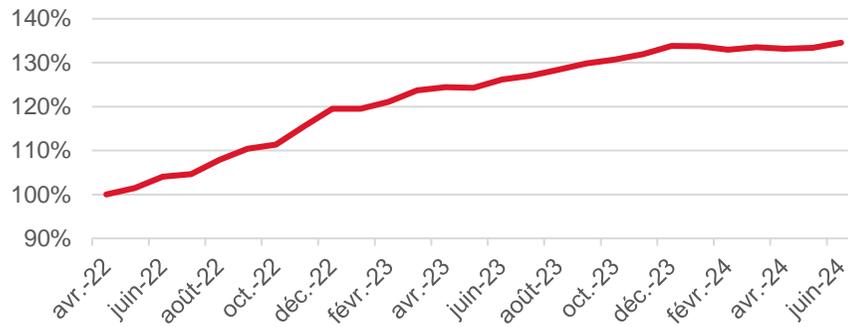


Le consensus était positivement orienté, mais les attentes ont été tout de même dépassées

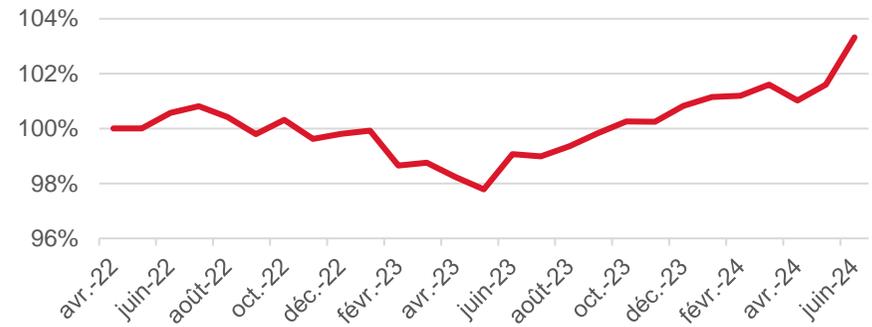
# I.3 Les commissions se redressent fortement



**Revenu net d'intérêt 2024e (rebasé)**



**Commissions 2024e (rebasé)**



**Coûts 2024e (rebasé)**



**Provisions 2024e (rebasé)**

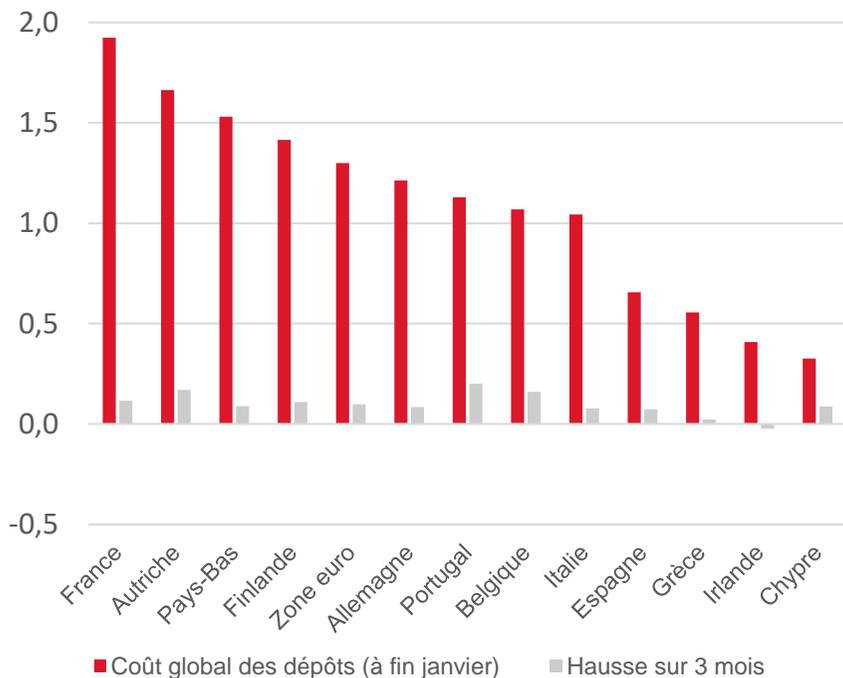


L'augmentation des commissions et la baisse du coût du risque sont à l'origine des surprises en matière de bénéfices, confortés par une stabilisation des revenus nets d'intérêts et des coûts administratifs

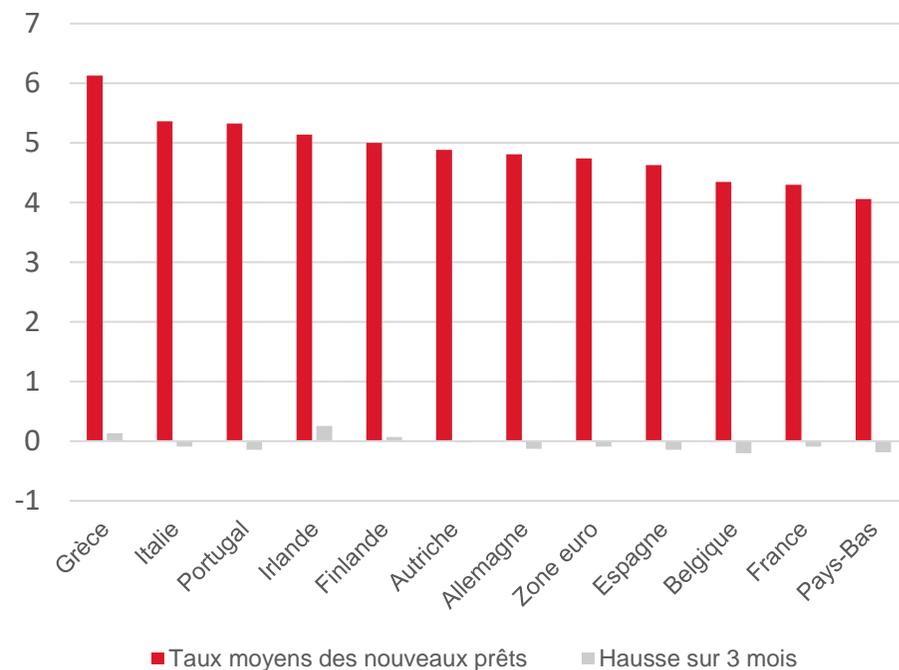
## 1.4 Les marges se sont maintenues dans un contexte de taux de swap plus élevés et d'un *deposit beta* faible



Coût global des dépôts (à fin janvier)



Taux moyens des nouveaux prêts

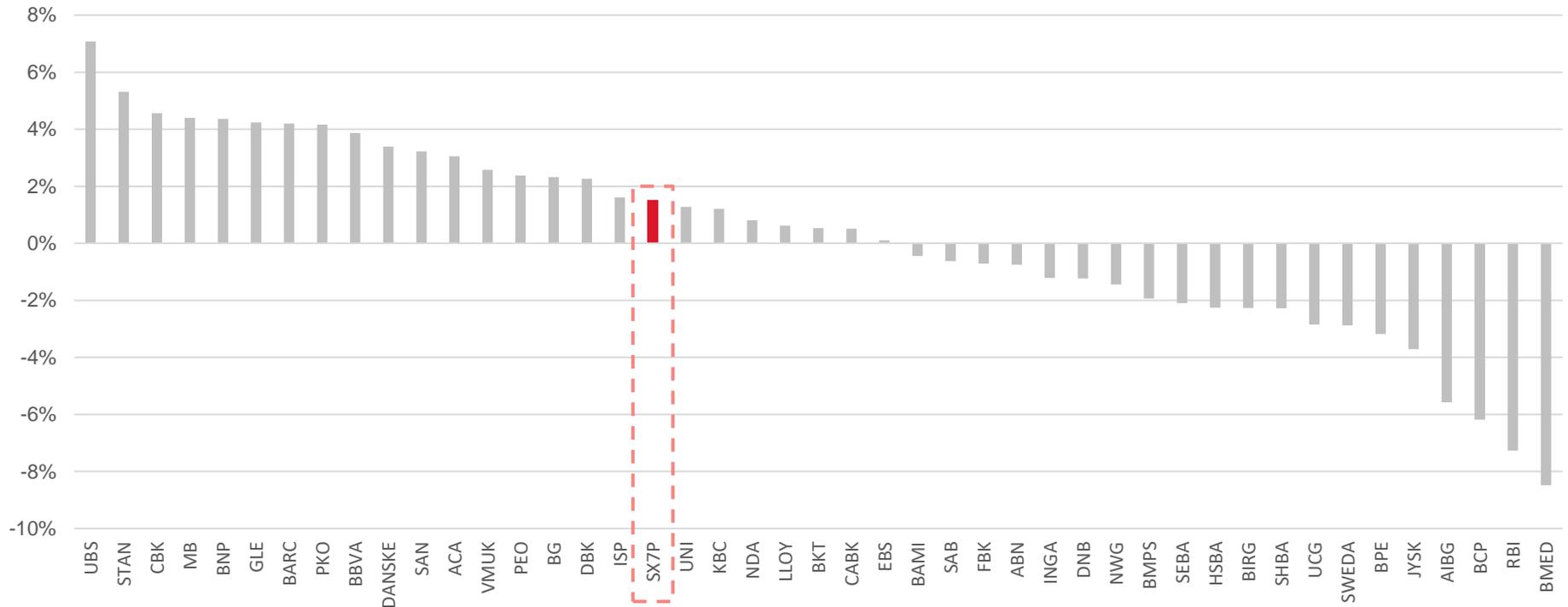


Le coût des dépôts a continué d'augmenter progressivement (2-3 points de base / mois) alors que les taux de prêts sont restés stables.

## I.5 La profitabilité du secteur n'est plus considérée « transitoire »



Taux de croissance annuel moyen des revenus 23-25E



Le consensus s'est éloigné de l'idée d'un "pic de revenus d'intérêts" et prévoit une croissance des revenus de 1 à 2% au cours des deux prochaines années.

## I.6 Facteurs de révisions du consensus



Les moteurs de performance	Consensus	Facteur de hausse	Facteur de baisse
<b>Revenus nets d'intérêts</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 5% de hausse sur la base des modèles d'Axiom, qui prévoient une durée plus élevée que le consensus</li> <li>• Pays avec potentiel de révisions à la hausse : Allemagne, Autriche, Italie, Pays-Bas, Belgique, Royaume-Uni</li> <li>• Pays en ligne : Espagne, Irlande</li> <li>• Pays avec risque de révisions négatives : Suède, France, Norvège</li> </ul>	Pentification des courbes de taux	Baisse prolongée des volumes, accélération du deposit beta
<b>Commissions</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Potentiel de hausse en cas de reprise de l'activité de financement et des fusions-acquisitions</li> <li>• Le consensus prévoit une croissance de 2-3% en 2025</li> <li>• 2024 : favorable pour la gestion d'actifs</li> <li>• 2025 : favorable pour les fusions et acquisitions, activités de financement</li> </ul>	Les baisses de taux d'intérêt stimulent l'activité	Baisse des marchés et de l'activité
<b>Coûts</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Incertain</li> <li>• L'inflation des salaires semble se modérer</li> <li>• IA : investissements vs bénéfices ?</li> </ul>		
<b>Qualité des actifs</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Catalyseur positif si déblocage des provisions</li> <li>• Le consensus voit un coût normalisé</li> </ul>	Déblocage des provisions	Si les pertes sur l'immobilier commercial se matérialisent et/ou si nous entrons en récession

I. Un point sur les résultats

**II. Un point sur les valorisations**

III. Retour sur l'attractivité du secteur à long-terme

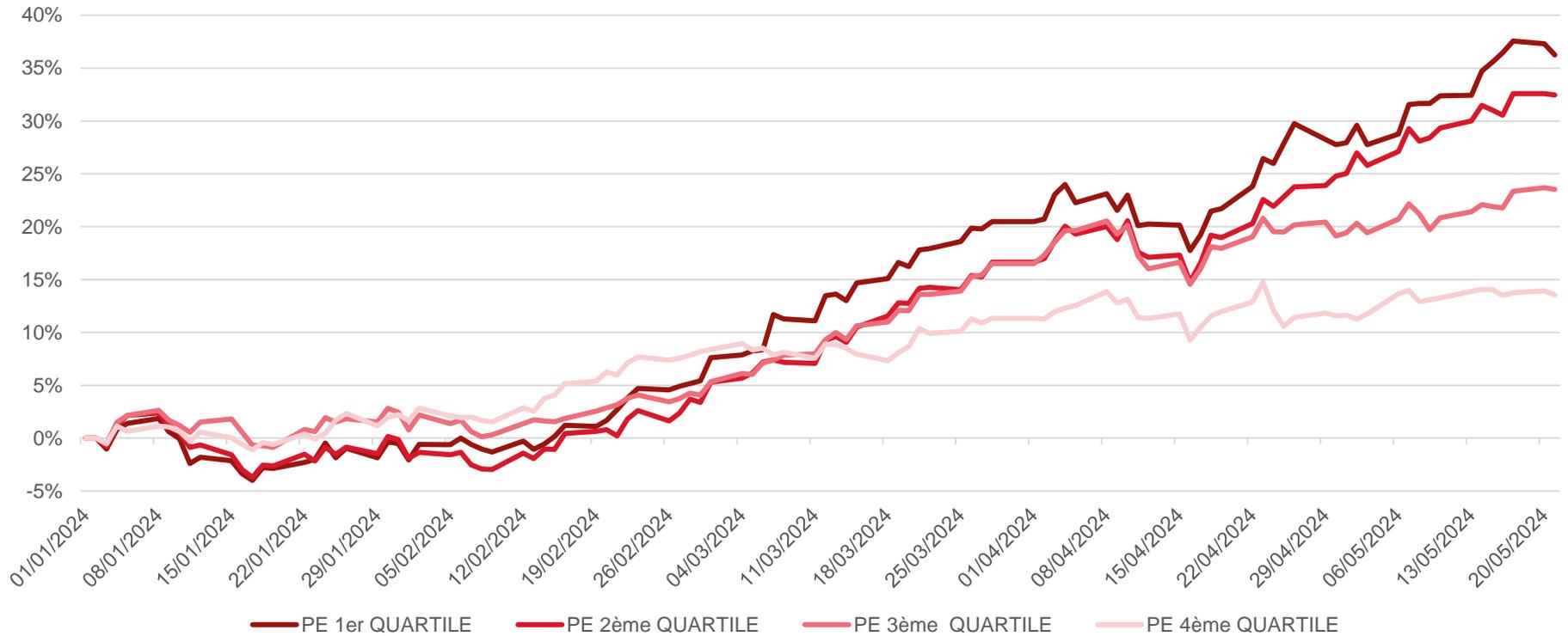
---

---

## II.1 Une expansion des multiples tirée par les banques les plus décotées



Les banques les plus décotées ont été plébiscitées par les investisseurs depuis le début de l'année

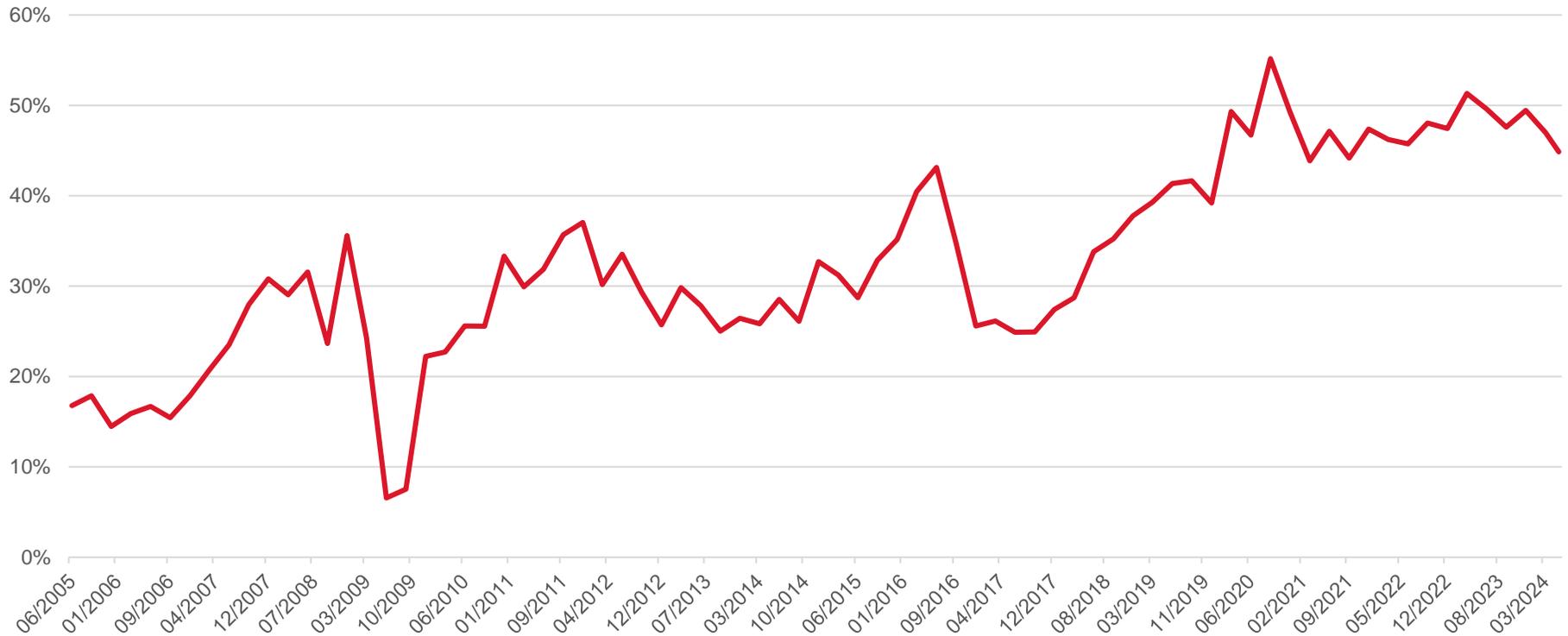


Les banques bon marché ont dépassé les banques les mieux valorisées de plus de 20% depuis le début de l'année

## II.2 La décote par rapport à l'ensemble du marché reste anormale



Les multiples des banques restent en retrait extrême par rapport au reste du marché



La décote du multiple du SX7P continue d'évoluer dans sa fourchette de 40% à 50% post-Covid. Nous nous attendons à ce qu'elle se resserre progressivement autour de 25%.

## II.3 Les multiples bancaires n'ont pas suivi le resserrement des spreads de crédit

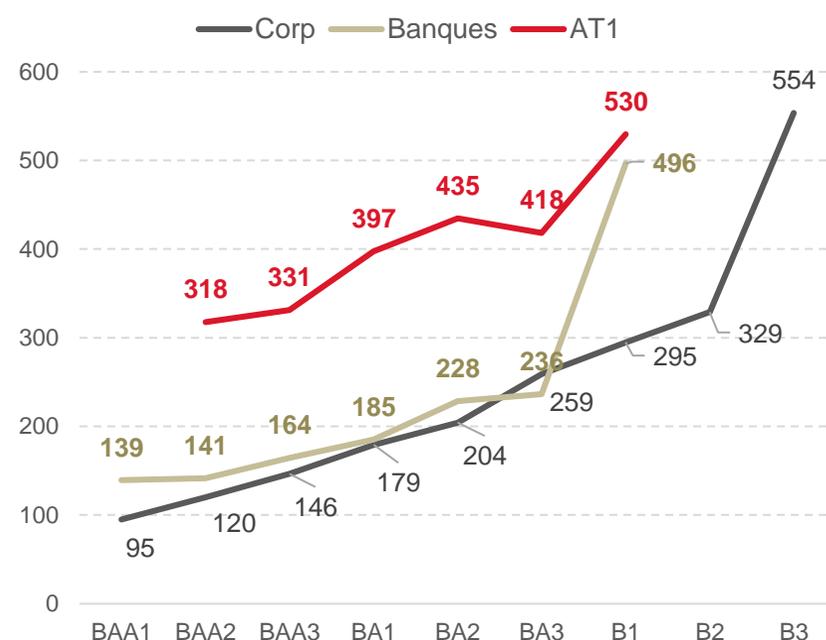
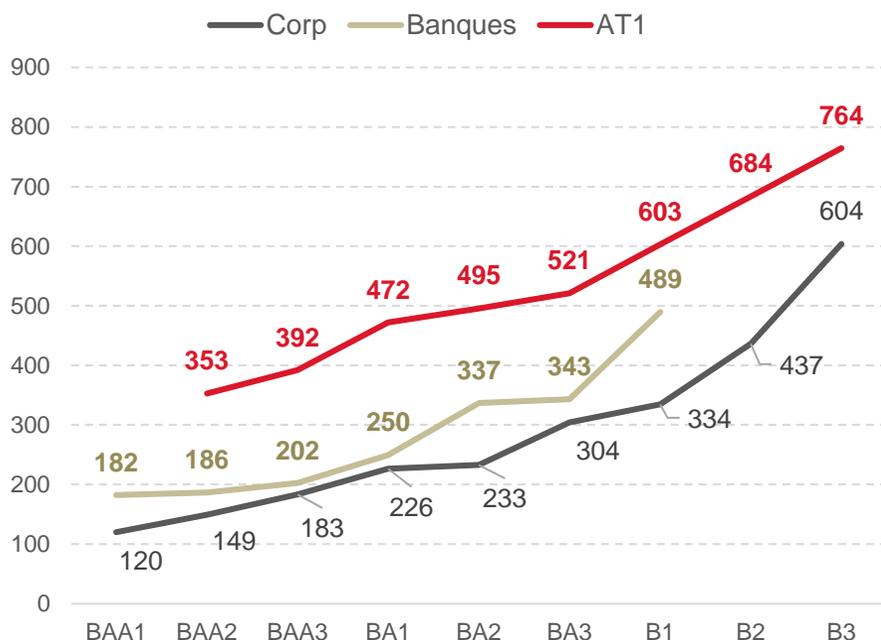


La prime de risque des actions n'a pas suivi la compression observée sur les marchés du crédit

Novembre 2023



Avril 2024

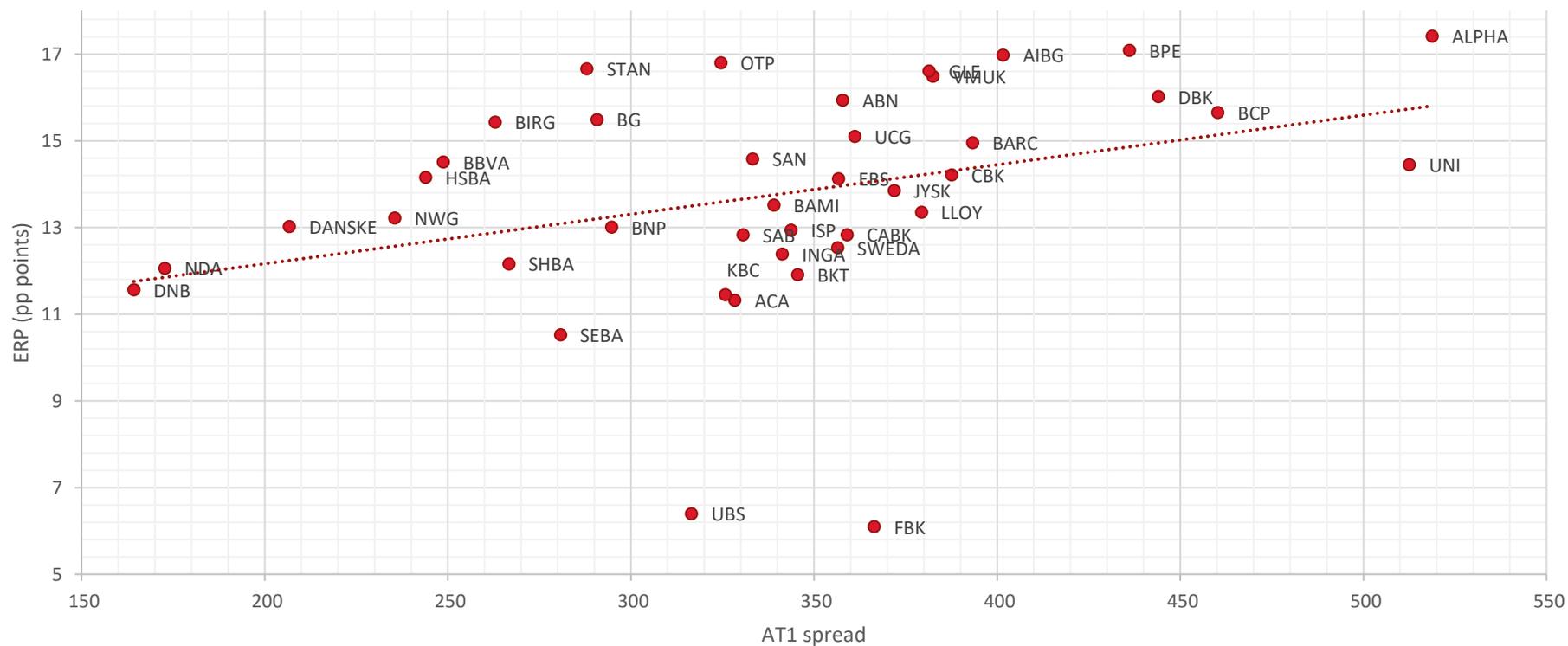


L'écart entre les actions et les obligations AT1 est resté stable à un niveau élevé depuis 2019.

## II.4 Une plus faible dispersion des multiples suggère de se positionner sur les banques de qualité



ERP (pp points) vs spreads AT1

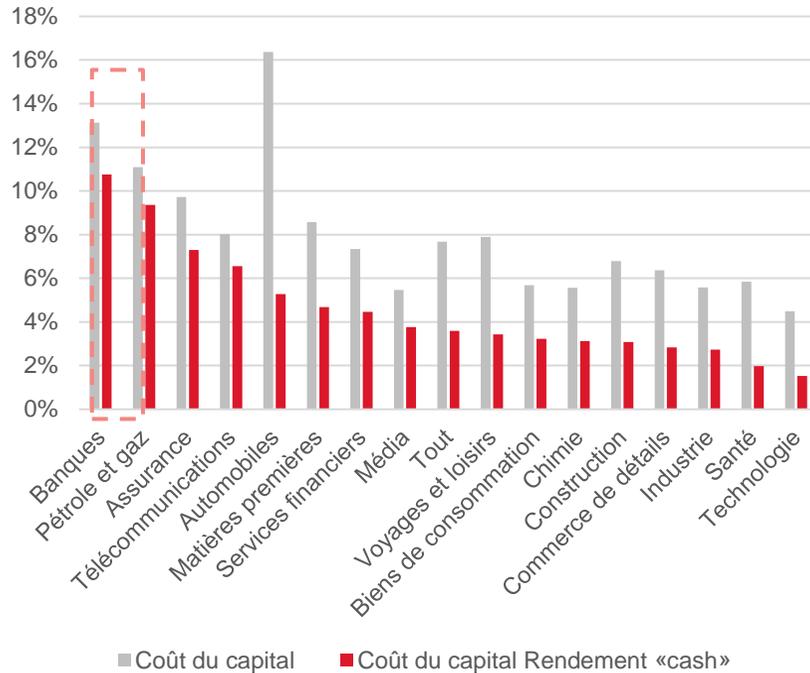


La prime de qualité est plus marquée sur le marché AT1 que sur le marché des actions.

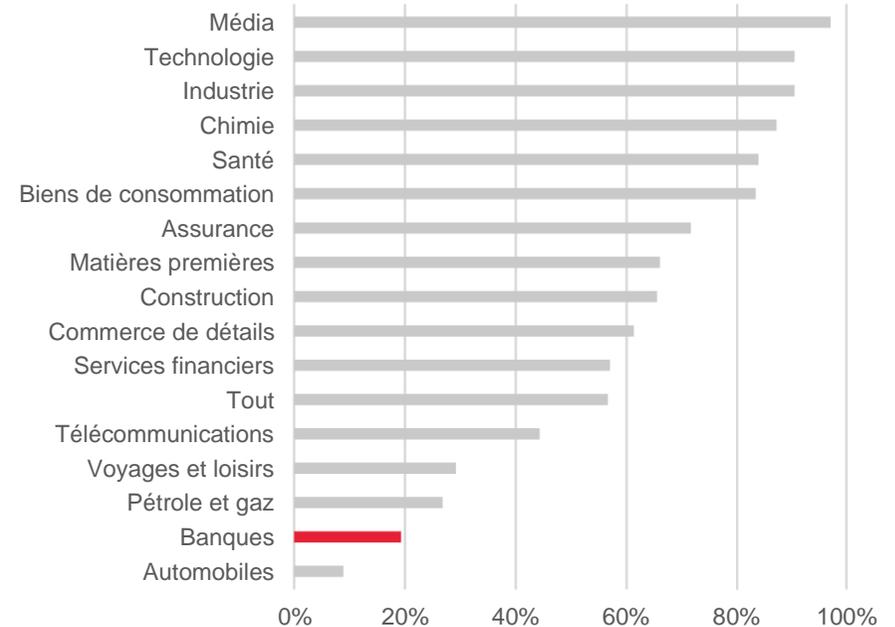
## II.5 Le secteur offre toujours un rendement « cash » à deux chiffres



Rendement des distributions  
(dividendes + rachats d'actions)



Quantile de valorisation sur 15 ans



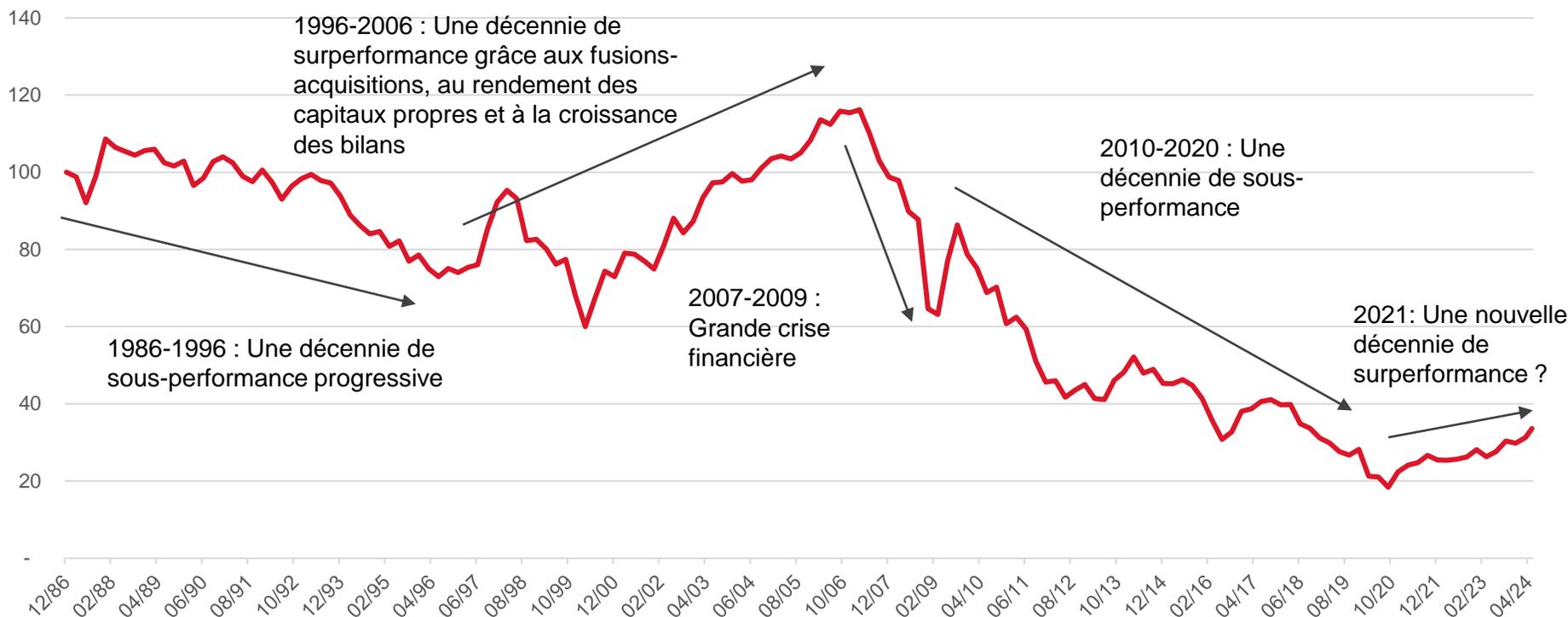
Les banques offrent toujours le taux de distribution total le plus élevé (~10,5%).  
En termes de quantiles de valorisation, seuls les constructeurs automobiles font mieux.

- I. Une mise à jour sur les revenus
  - II. Une mise à jour sur les valorisations
  - III. Retour sur l'attractivité du secteur à long-terme**
- 
-

# III.1 Et si nous étions à l'aube d'une nouvelle décennie de surperformance ?



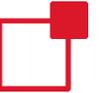
Les performances des actions des banques de la zone euro semblent évoluer sur des cycles de 10 ans



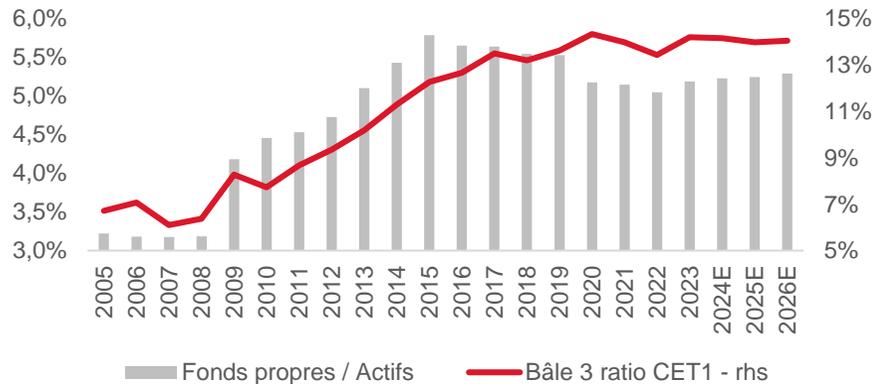
**Nous avons tourné la page de la décennie post-crise financière. Quels sont les facteurs clés pour la prochaine décennie ?**

Données au 20/05/2024 | Source : Axiom Alternative Investments, Autonomous

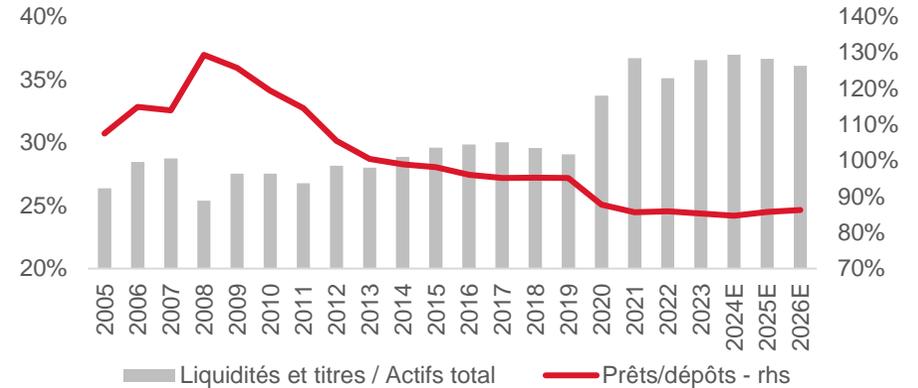
## III.2 Des indicateurs de santé largement positifs



### Plus de capital et moins de risque de dilution



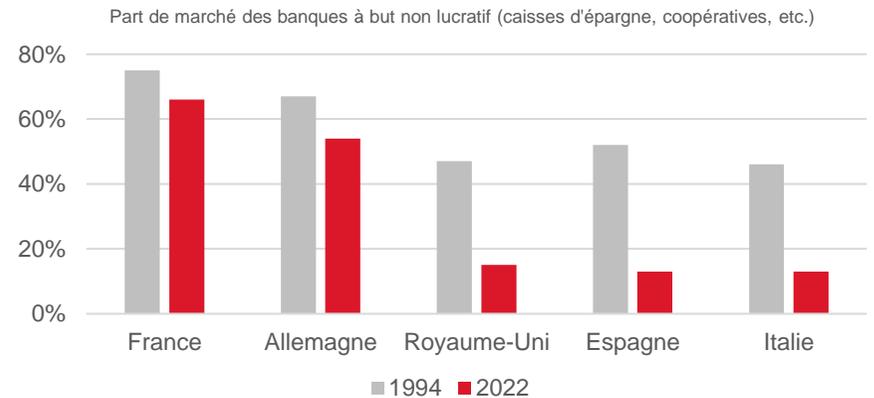
### Une amélioration du profil de liquidité



### Moins de risques de litiges



### Un meilleur environnement concurrentiel



# III.3 La fin du grand chantier réglementaire



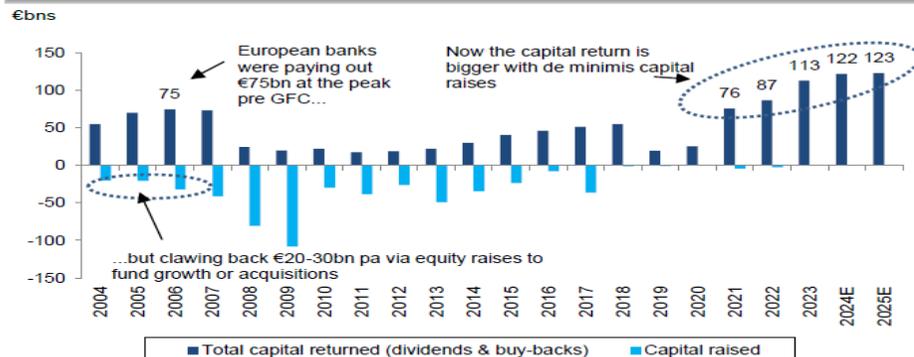
## Régulation plus poussée et standardisation des mesures de risques

	Fin 1990	Actuel
Proportion de banques soumises à la supervision centrale	0%	82%
Proportion de banques soumises aux stress-tests de l'UE	0%	75%
Proportion de banques dans les pays dotés d'une surveillance macroprudentielle	0%	100%
Proportion de banques soumises à des procédures de résolution prescrites par la loi et ayant une dette MREL	0%	75%
Proportion des banques devant divulguer les prêts non performants	40%	100%
Proportion de banques soumises à la surveillance du risque de marché, de taux d'intérêt et du risque opérationnel	0%	100%
Proportion de banques publiant des indicateurs de liquidité utiles	0%	100%
Proportion de banques dont les exigences minimales en matière de fonds propres prudentiels ont été rendues publiques (par exemple, SREP)	0%	100%

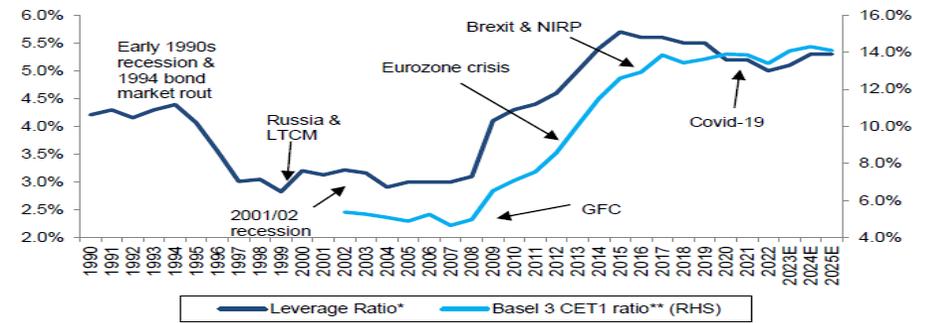
Le Parlement européen a approuvé le paquet bancaire lors de son assemblée générale du 24 avril 2024

- La fin d'une période de 15 ans de transition, de contrôle permanent et souvent de méfiance à l'égard du secteur.
- Une étape majeure dans la stabilité du cadre réglementaire pour les banques de l'UE, et un élément clé pour l'évaluation de l'ensemble de la structure du capital.
- Le maintien et l'amélioration du compromis danois (250% de pondération des risques à partir du 1<sup>er</sup> janvier) constituent un avantage majeur pour les modèles de bancassurance.

## Une approche réglementaire prudente a provoqué un excès de capital



## L'effet de levier et la solvabilité ont atteint leur nouveau seuil



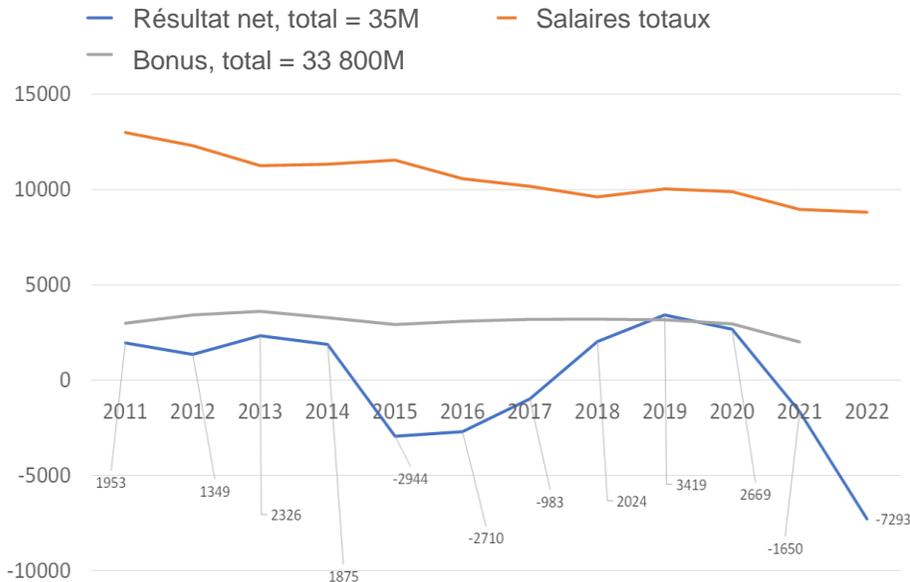
Données au 20/05/2024 | Source : Axiom Alternative Investments, Autonomous, BCE | \*Actifs/ Actifs ajustés \*\* Estimation avant 2011 sur la base des ratios de Bâle 1 et Bâle 2

# III.4 Un meilleur alignement des intérêts entre actionnaires et employés



## Les excès de la banque d'investissement : une époque révolue

L'exemple Crédit Suisse



## Réalignement des intérêts entre les actionnaires et les employés

En EUR Mds / an	2004-2020	2023-2025E
Dividendes et rachats du secteur	40	100
Capitaux levés sur l'ensemble du secteur	35	1,0
<b>Au niveau de Deutsche Bank</b>		
Bonus du personnel à la Deutsche Bank	3,0-5,0	2,0
Distribution aux actionnaires à la Deutsche Bank	1,0	3,0

## III.5 Un contexte macroéconomique favorable



### Les swaps d'inflation indiquent un niveau plus élevé d'inflation à long terme



# III.6 Les investissements à long terme : un catalyseur de croissance du bilan



La mise en œuvre du Green Deal européen nécessite **520 milliards d'euros par an** au cours de la présente décennie (2021-2030).

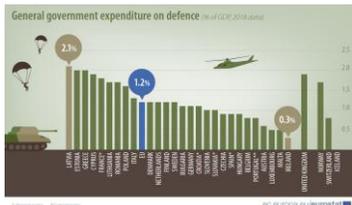
70% de l'économie européenne est financée par les banques



Les investissements supplémentaires nécessaires pour renforcer les capacités de production de l'UE, dans certaines technologies stratégiques à consommation nette zéro, s'élèvent à environ **92 milliards d'euros** pour la période 2023-2030.



Plans d'investissement et initiatives du secteur privé pour faire face aux dépendances stratégiques.



Augmentation massive des dépenses militaires pour faire face à la nouvelle situation géopolitique.



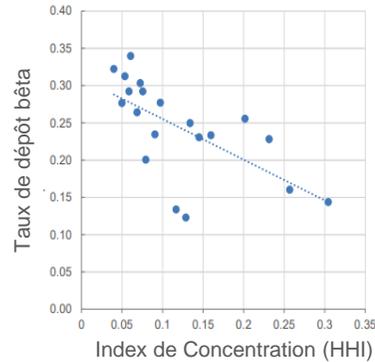
Le secteur privé et les banques européennes joueront un rôle clé dans l'émergence de la viabilité budgétaire

# III.6 Le mouvement en faveur d'un système bancaire européen consolidé (1/2)

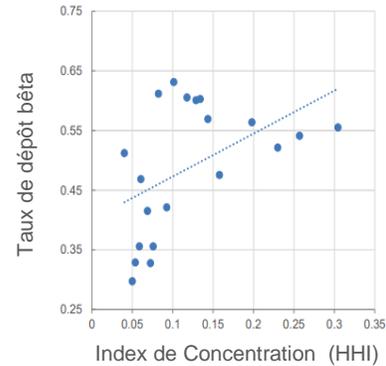


## La concentration des marchés est synonyme de profitabilité accrue

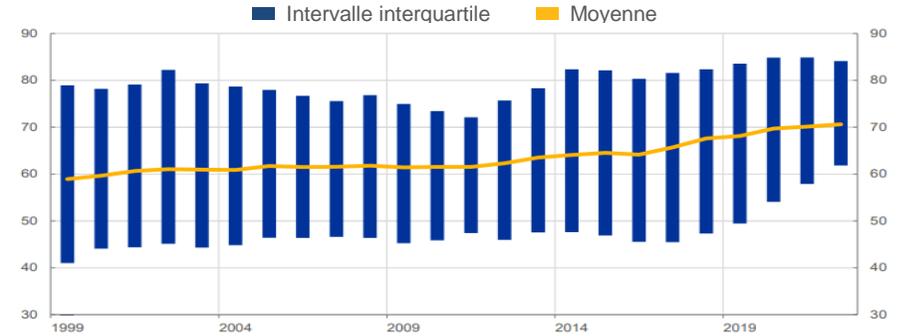
Une répercussion plus forte sur des marchés des dépôts plus compétitifs



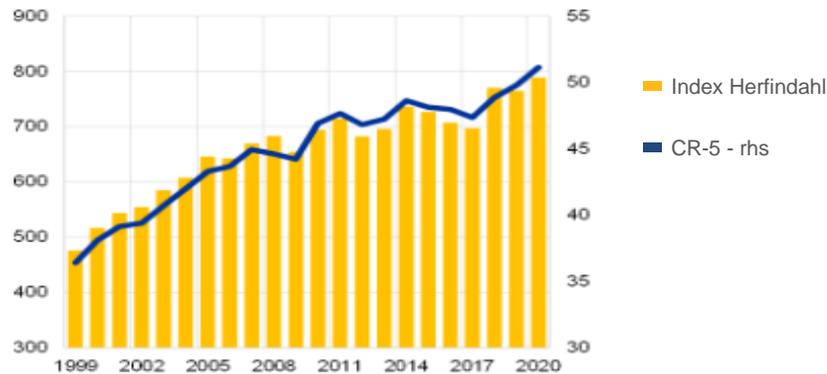
Une répercussion plus forte sur les marchés de prêts moins concurrentiels



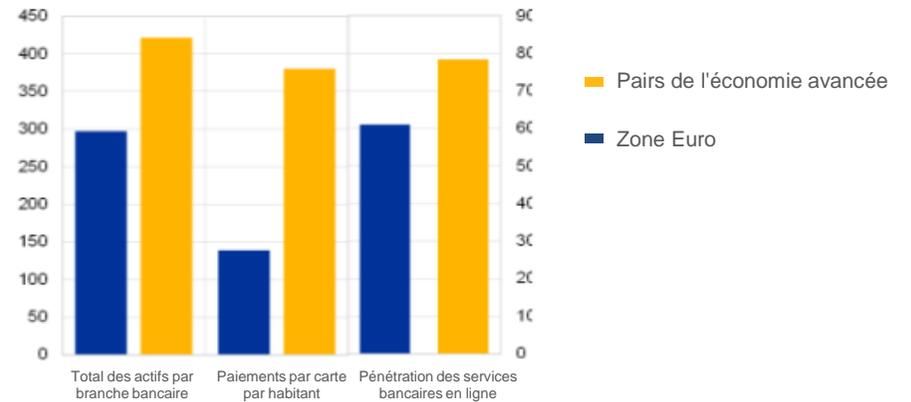
## La concentration des banques s'est progressivement accrue, mais certains pays sont à la traîne



## Mesure de la concentration du secteur bancaire dans la zone euro



## Des gains de productivité sont encore possibles



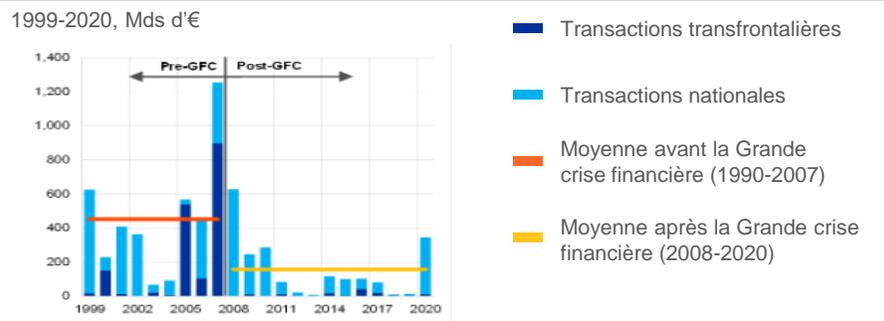
# III.6 Le mouvement en faveur d'un système bancaire européen consolidé (2/2)



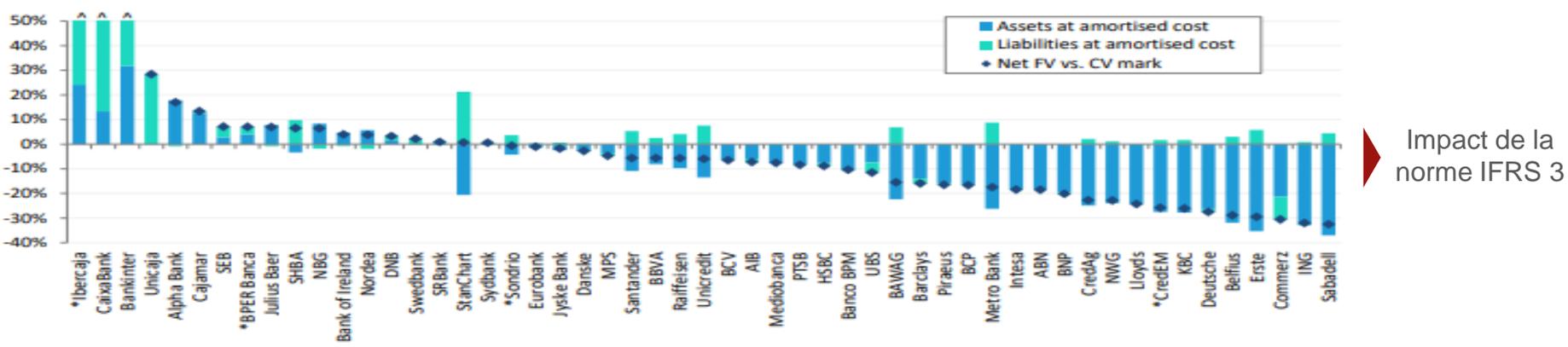
## Calendrier de l'union bancaire

2011	Crise de la zone euro, lien entre les banques et les États souverains
2012~	Déclaration d'intention sur le règlement unique
2014	Introduction du SSM
2015	Entrée en vigueur du SRM
2015	Déclaration d'intention sur l'EDIS/Réduire le risque
2017	Le Conseil adopte la hiérarchie des créanciers
2023	Fonds de résolution unique complet
2024	Vote CRR3/CRD4

## Total des actifs des banques cibles



## Fair value vs. valeur comptable, nettes d'actifs et de passifs en % de la valeur comptable (2023)



« D'une part, ils comprennent que l'achèvement de l'union bancaire est nécessaire pour que la zone euro soit résiliente, et ils le souhaitent ardemment. Mais en même temps, il y a tellement de caractéristiques nationales divergentes dont ils ne veulent pas se débarrasser »

Nicolas Veron

Données au 20/05/2024 | Source : Axiom Alternative Investments, Autonomous



## Les bénéfices continuent d'être revus à la hausse, mais les composantes évoluent

- Révisions prévisionnelles du BPA Blended de **+4% à +5%** au cours des trois derniers mois
- La composante « **commission** » se redresse alors que les revenus nets d'intérêt (NII) se sont stabilisés
- En tête, **Sabadell, AIB, BBVA** et d'autres banques espagnoles et italiennes
- **SHB, Lloyds, Société Générale** ont subi de légères contreperformances

## Malgré une performance boursière de **+26,48%** à fin mai, les multiples ont encore peu progressé

- Les multiples ont augmenté d'environ 10% à 15%, **passant de 6,5x à 7,4x**, grâce aux parcours boursiers des banques les plus décotées
- La **décote par rapport à l'ensemble du marché reste très élevée (45%)**, alors qu'elle était de 25 à 30% avant la crise du Covid
- Les banques restent le premier secteur en termes de distribution, **avec un taux « cash » global de 10,5% pour l'année 2024**

## Le scénario haussier à long terme gagne en crédibilité

- Les progrès accomplis par les banques en termes de quantité de fonds propres, de levier, de gestion des risques et de transparence sont de plus en plus intégrés par le marché
- Le cycle de resserrement réglementaire est derrière nous
- L'environnement macroéconomique est devenu favorable : les attentes plus élevées en matière de taux à long terme et d'inflation soutiennent les marges d'intérêts nettes et la qualité des actifs, tandis que les besoins d'investissement soutiennent la croissance des volumes
- La tendance à la concentration, pour l'instant au niveau national, se traduit par des rendements sur capitaux propres durablement plus élevés

## Fusions-acquisitions : banques non systémiques

- Il existe encore une marge de consolidation au sein des pays européens
- Les transactions nationales sont probables à court terme malgré les obstacles liés à IFRS 3
- Les transactions transfrontalières de grande ampleur restent difficiles