

# **Axiom Alternative Investments**

Investir avec un spécialiste du secteur financier

Webinaire - Résultats T2 2024 des banques européennes

04/09/2024

---

# Clause de non-responsabilité



---

Communication marketing.

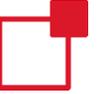
Ce document est uniquement réservé aux investisseurs professionnels tels que mentionnés dans la Directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers.

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.

# Axiom Alternative Investments

---



**ASSOCIÉ GÉRANT  
CIO**

*DAVID BENAMOU*



**GÉRANT DE  
PORTEFEUILLE**

*ANTONIO ROMAN*

- I. Les résultats des banques au T2
  - II. Point sur les actions bancaires
  - III. Point sur le crédit financier
- 
-



## Les prévisions de bénéfices des banques sont revues à la hausse pour le 17<sup>ème</sup> trimestre consécutif

- Les attentes en matière de **marge nette d'intérêt** et de **coûts se sont stabilisées**. Les **volumes** et les **commissions** alimentent les **révisions à la hausse**
- Le **Royaume-Uni ainsi que l'Europe de l'Est et du Sud** ont bénéficié des révisions les plus positives
- **Société Générale** a souffert de revenus faibles en banque de détail, tandis que **Commerzbank** a été pénalisée par la hausse des charges de personnel

## Les multiples restent enlisés autour de 7x les bénéfices

- La hausse du premier semestre s'est partiellement inversée au cours de l'été. Le secteur se négocie juste en dessous de 7x contre 7,5x en mai
- **La décote par rapport à l'ensemble du marché reste très élevée (45%)**, alors qu'elle était de 25-30% avant la crise Covid
- Le secteur se négocie à un écart d'environ 70% par rapport à sa juste valeur (modèle de Gordon-Shapiro)
- Cet **écart persistant** pourrait s'expliquer par la perception que la rentabilité actuelle est transitoire, et par les craintes d'intervention des gouvernements et régulateurs (taxes spéciales, restrictions sur les distributions)

## Des réserves de valeur à ne pas négliger

- Les banques restent le secteur leader en termes de distribution, avec un **rendement cash total d'environ 11%**
- Un "**rebond de la croissance au milieu du cycle de baisse des taux**" fournirait un puissant **catalyseur** pour une convergence vers la juste valeur : des courbes plus pentues entraineraient une reprise de la croissance des marges, des attentes plus élevées en matière de croissance des volumes et des commissions, et une baisse du risque politique
- Entre-temps, nous sommes **payés pour attendre avec un rendement total d'environ 15%** (11% en cash et 4% en accroissement de la valeur comptable)

## Focus sur le crédit financier

- Les obligations financières ont bénéficié de hausses de notation de crédit et d'un resserrement des spreads
- Bien que les spreads actuels soient proches de la limite inférieure de leur fourchette historique, la qualité moyenne du crédit est à son plus haut niveau
- Le paquet CMDI pourrait créer des opportunités sur le segment de la dette senior

**I. Les résultats des banques au T2**

II. Point sur les actions bancaires

III. Point sur le crédit financier

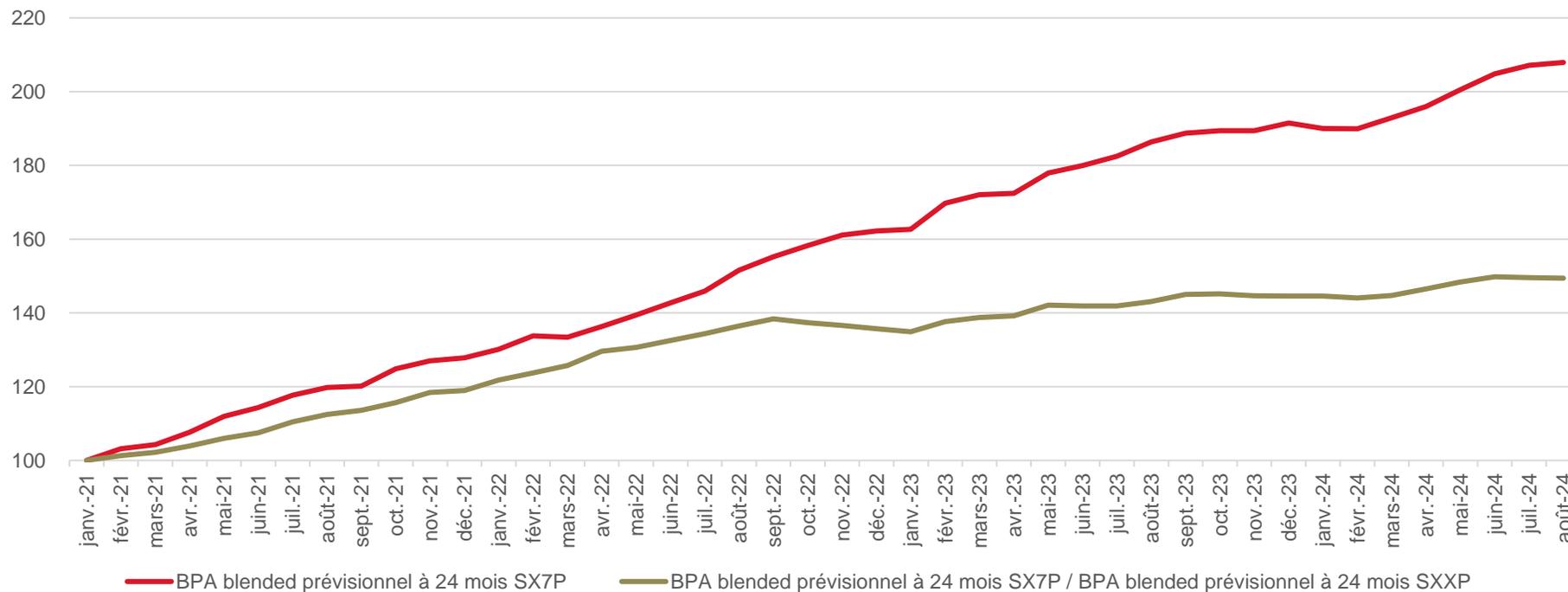
---

---

# I.1 Les prévisions de bénéfices des banques continuent d'être revues à la hausse



## Stoxx 600 Banks : attentes de bénéfices absolues et relatives, 24 mois glissants

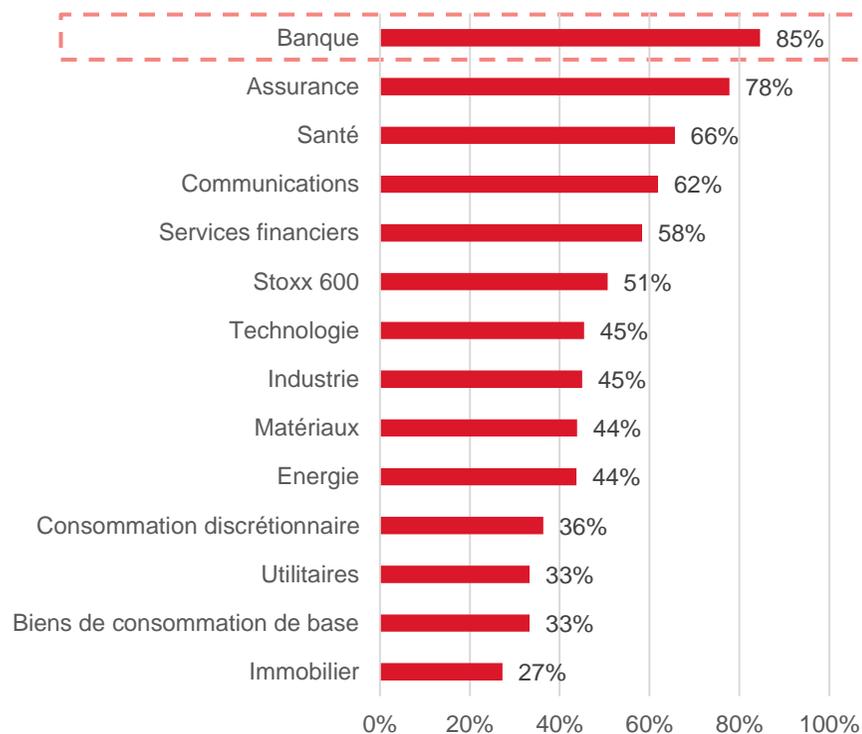


La force et la longévité du cycle de révision des bénéfices des banques européennes continuent de surprendre

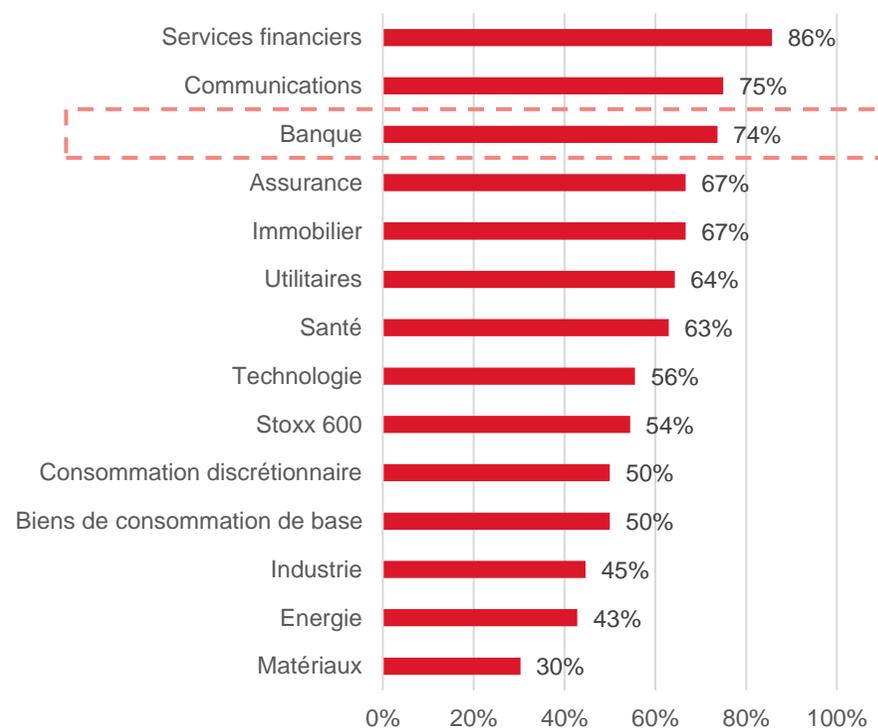
## I.2 Les banques se sont démarquées dans une saison moyenne pour le Stoxx 600



### Taux de surprises positives sur les revenus par secteur



### Taux de surprises positives sur les résultats par secteur



Dans un contexte de résultats T2 sans relief pour les valeurs européennes, le momentum des sociétés financières et les banques en particulier n'a pas faibli

## I.3 Les commissions prennent le relai



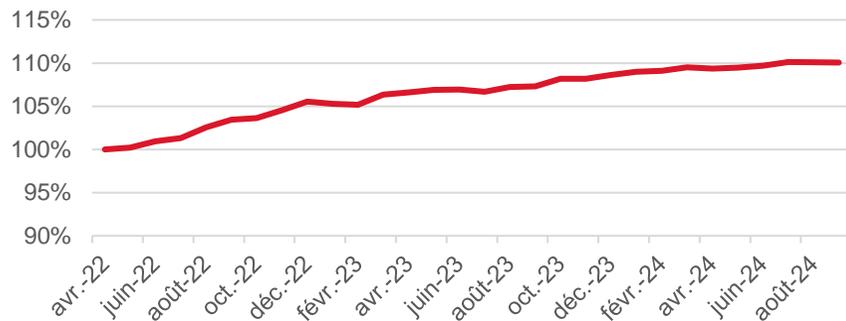
### Revenu net d'intérêt 2024e (rebasé)



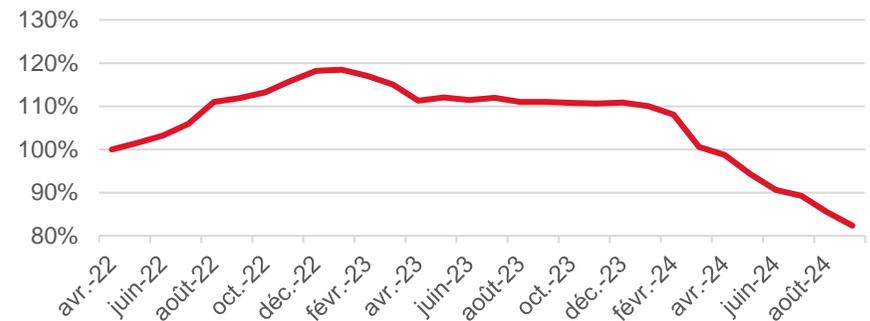
### Commissions 2024e (rebasé)



### Coûts 2024e (rebasé)



### Provisions 2024e (rebasé)

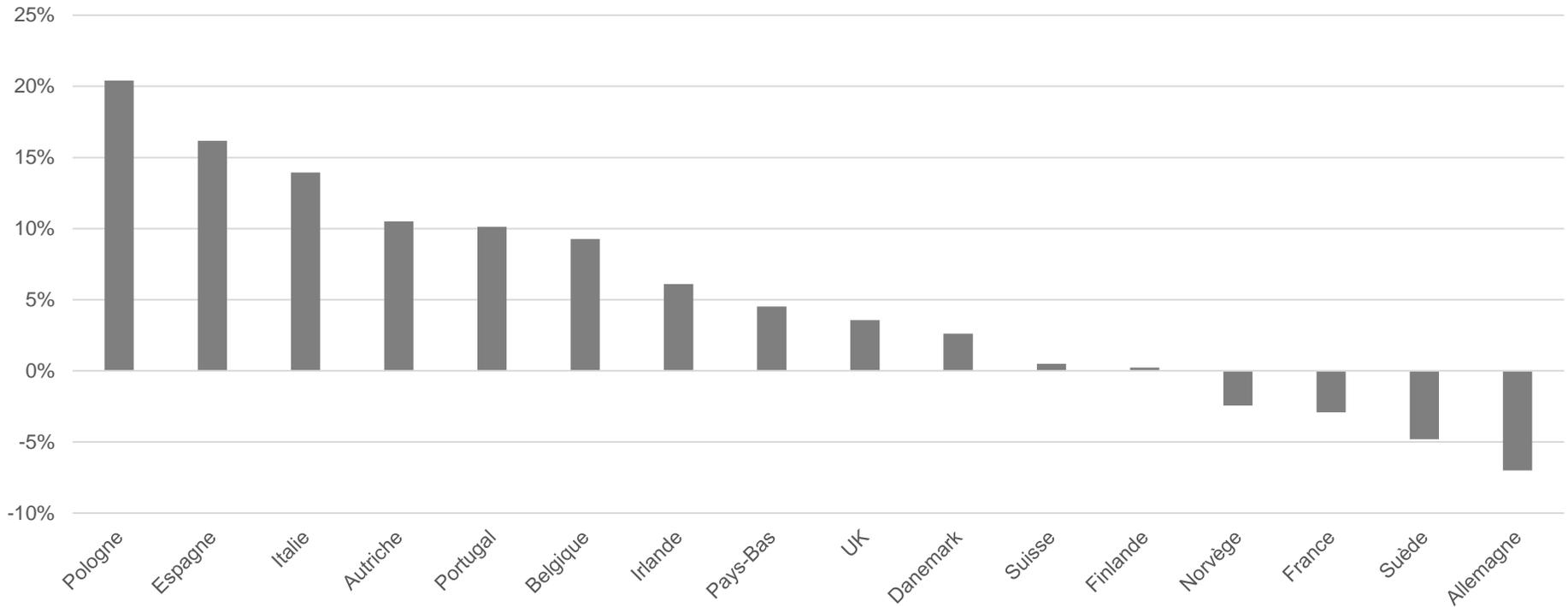


Le trimestre s'est caractérisé par des coûts stables, une légère amélioration des revenus nets d'intérêt grâce à des effets de volume sur les dépôts, des commissions élevées dans la majorité des lignes d'activité, et un faible coût du risque

## I.4 Révisions depuis le début de l'année par pays



### Révisions depuis le début de l'année des bénéfiques avant impôt prévisionnels 2024e-2025e



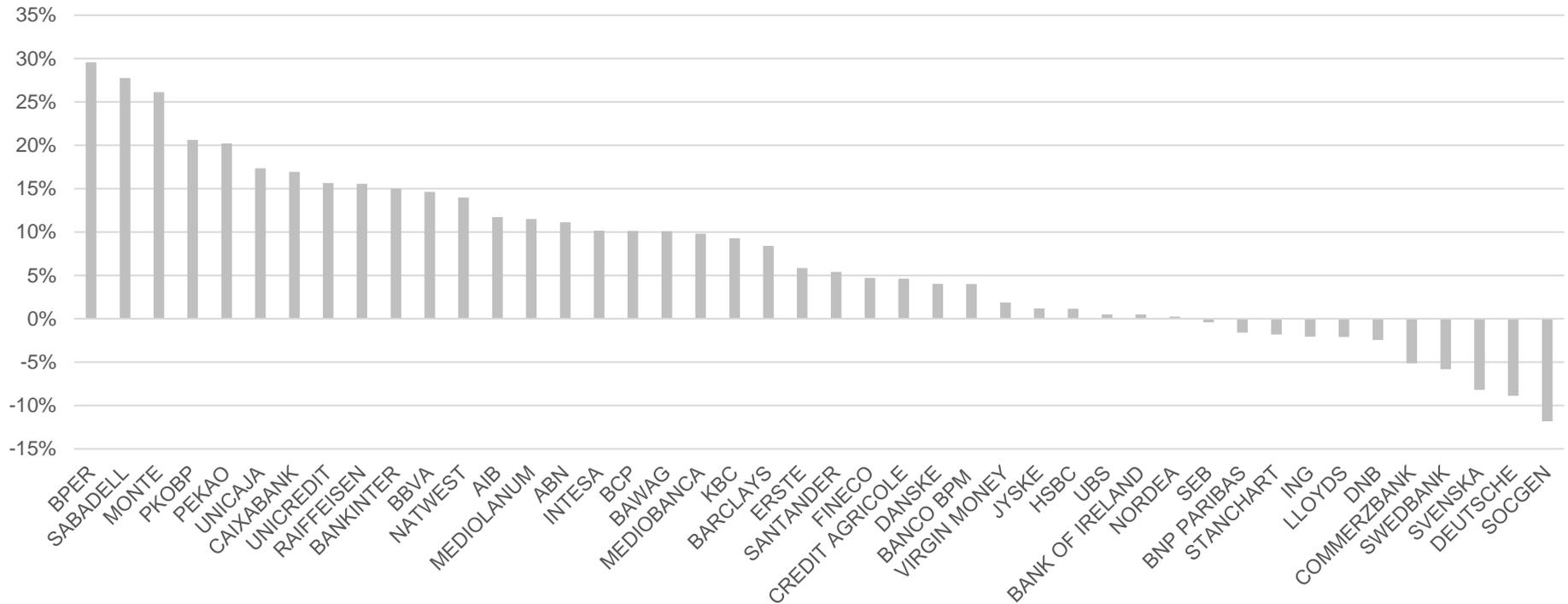
Les pays nordiques (volumes, marges sur la banque de détail), la France (banque de détail) et l'Allemagne (provisions juridiques non récurrentes) ont sous-performé. L'Europe de l'Est et du Sud ont bénéficié de marges nettes d'intérêt en progression et de meilleurs volumes.

Données au 20/08/2024 | Source : Axiom Alternative Investments

## I.5 Révisions depuis le début de l'année par banque



### Révisions depuis le début de l'année des bénéfices avant impôt prévisionnels 2024e-2025e

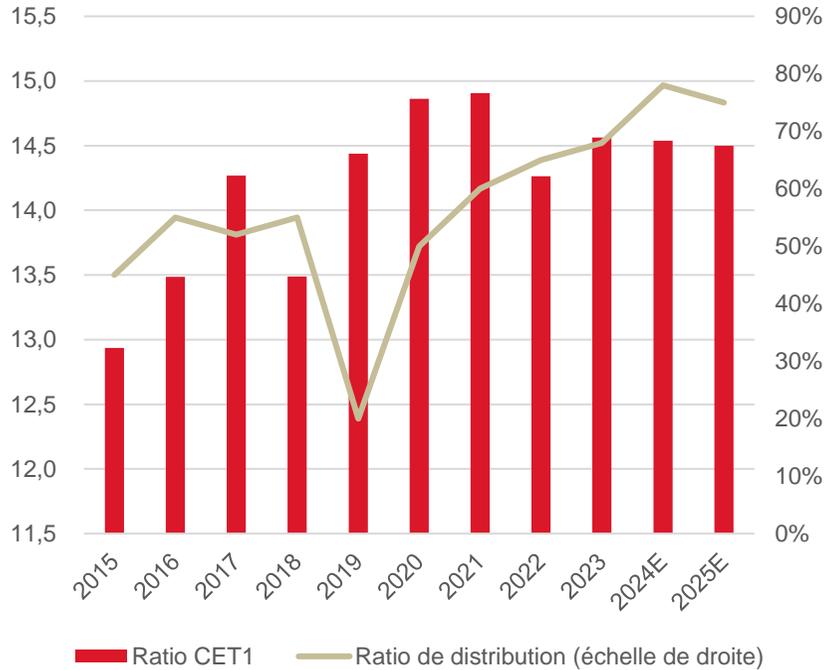


Les banques périphériques de "moins bonne qualité" (BPER, Monte, Sabadell, Unicaja) sont en tête du classement depuis le début de l'année. La Société Générale est tirée vers le bas par la faiblesse des revenus en banque de détail. Lloyds et Deutsche sont pénalisés par des provisions légales non récurrentes.

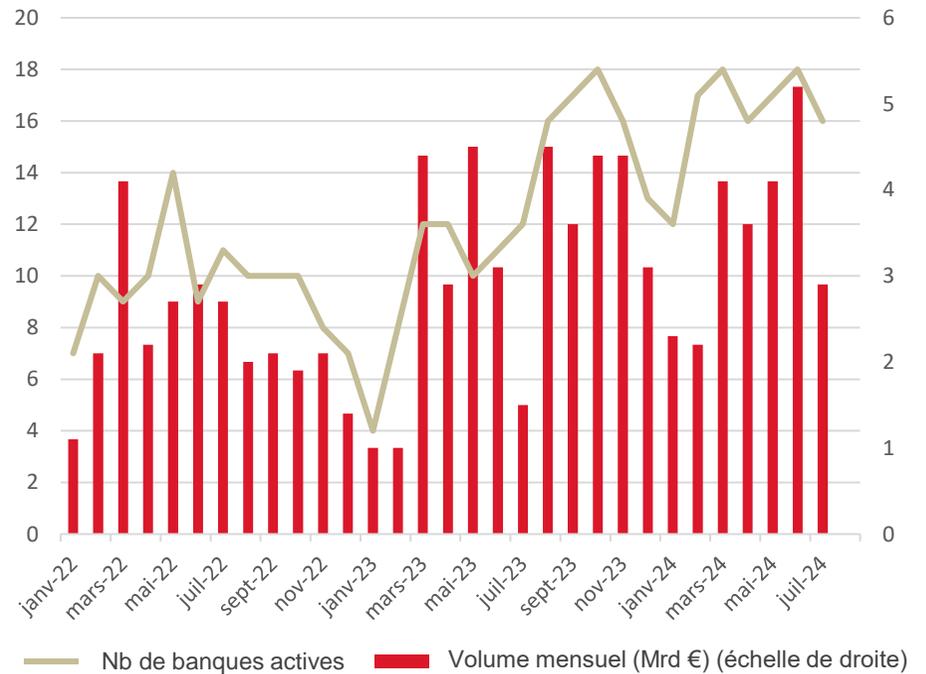
# I.6 Un CET1 stable malgré des distributions record



Les distributions record n'érodent pas le capital excédentaire du secteur



Les volumes de rachat ont atteint de nouveaux sommets



Malgré un ratio de distribution d'environ 75%, le secteur a été en mesure de préserver son niveau de capital excédentaire. Les rachats d'actions représentent aujourd'hui ~25% des bénéfices et ~10% des volumes quotidiens de transactions boursières

Données au 20/08/2024 | Source : Axiom Alternative Investments, Bloomberg, Mediobanca Research

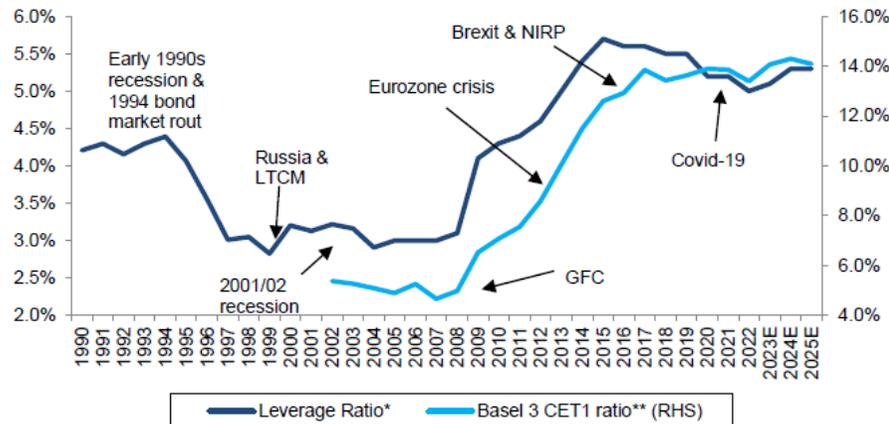
# I.7 25 avril 2024, un jour “historique” pour les banques européennes



## Le Parlement européen a approuvé le paquet bancaire lors d'une session plénière

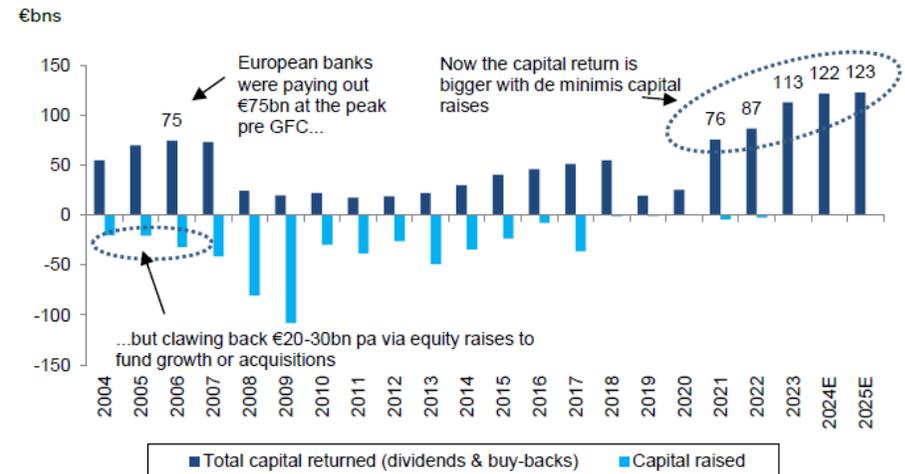
- Nous venons d'entrer dans un cycle de redistribution du capital aux actionnaires
- Le maintien et l'amélioration du compromis danois (250% de pondération des risques à partir du 1<sup>er</sup> janvier) est un avantage majeur pour les modèles de bancassurance (cf. BNP/AXA IM)

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



\*Tangible equity/adjusted assets \*\* Estimated prior to 2011 based off Basel 1 and Basel 2 ratios

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



I. Les résultats des banques au T2

**II. Point sur les actions bancaires**

III. Point sur le crédit financier

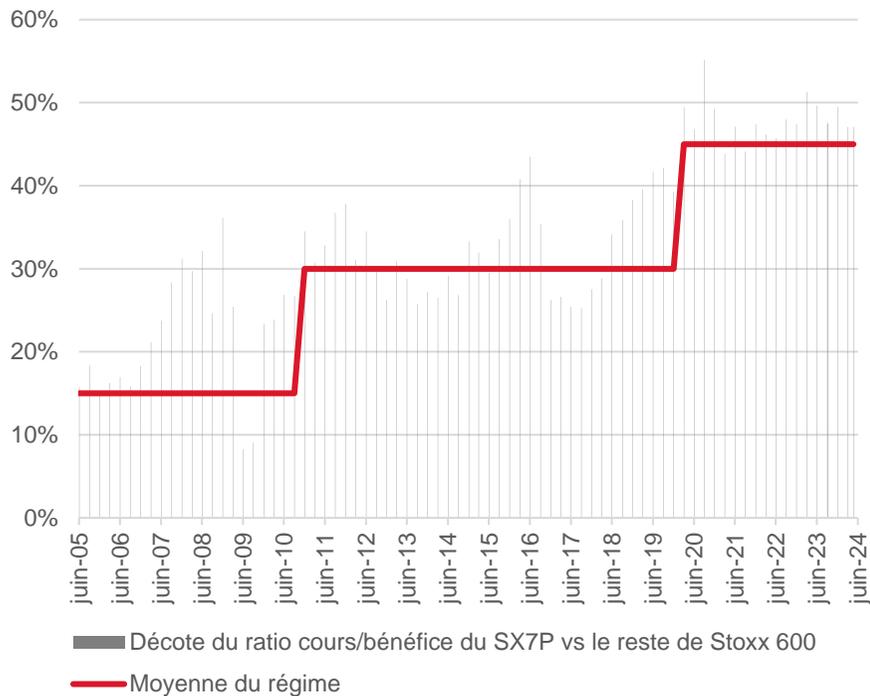
---

---

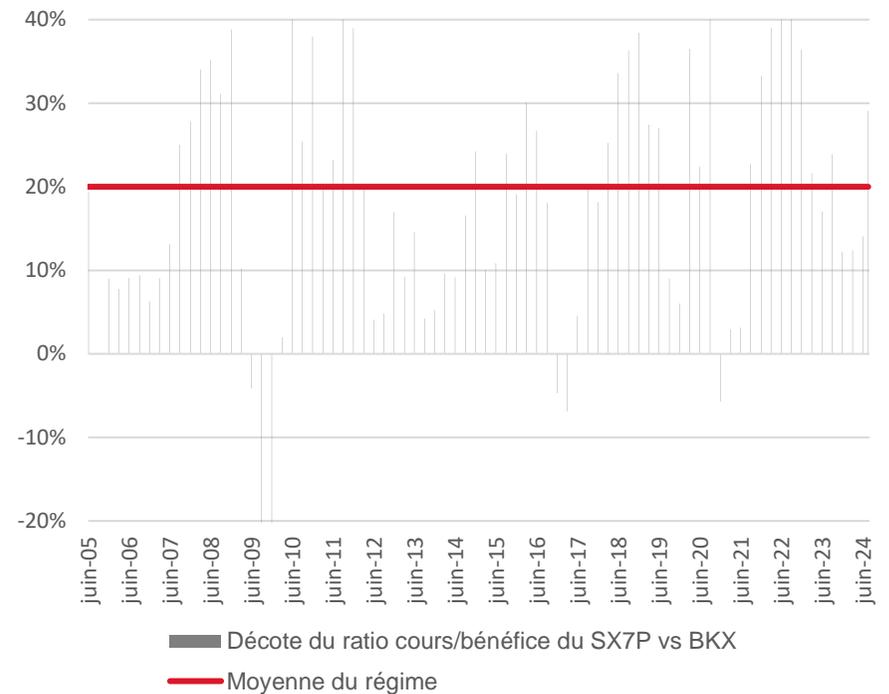
## II.1 L'anomalie de la décote post-Covid persiste



Les banques européennes affichent une décote record par rapport à l'indice Stoxx 600



La décote par rapport aux banques américaines est également au-dessus de son niveau habituel

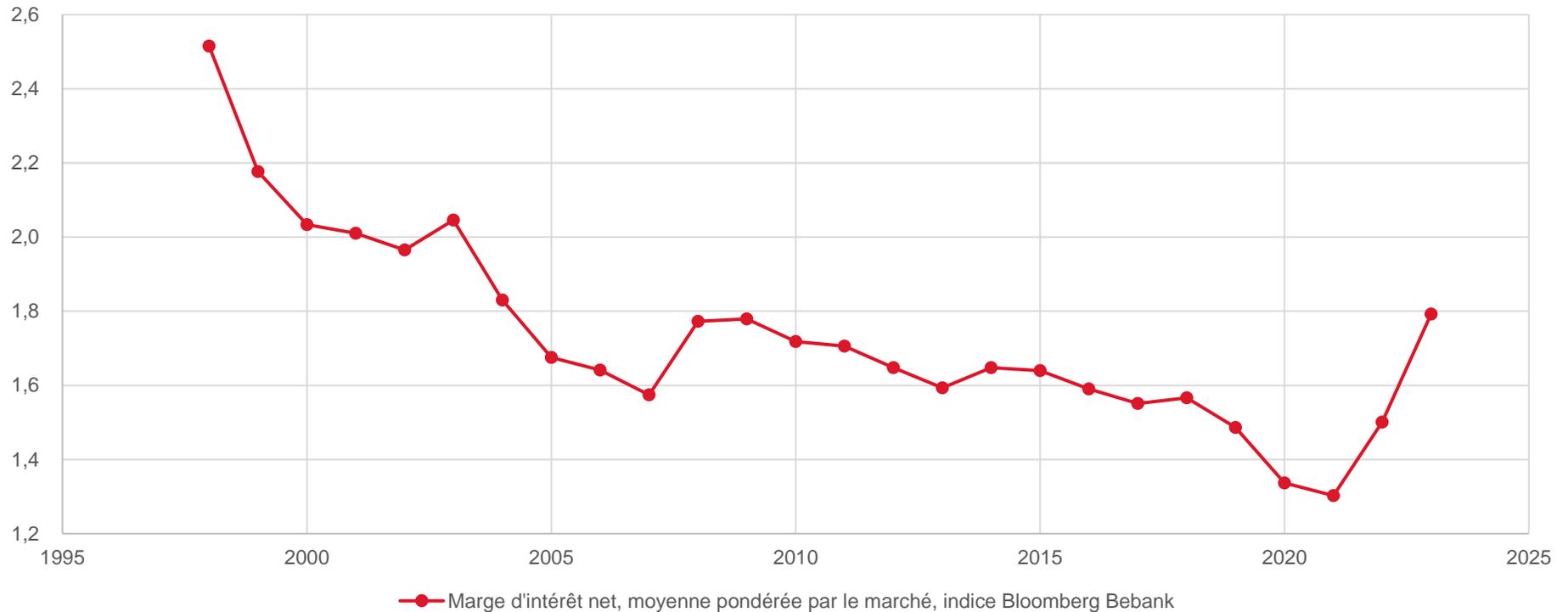


Malgré de meilleurs fondamentaux (ratios de distribution plus élevés, risques juridiques et de crédit réduits, moins d'incertitude réglementaire, levées de fonds difficiles pour les Fintech), les banques se négocient avec une décote record par rapport aux autres secteurs. Parmi les "raisons" potentielles, citons la perception que la rentabilité actuelle est exceptionnelle et transitoire, ainsi que les craintes d'intervention des gouvernements et régulateurs (taxes spéciales, restrictions sur les distributions, effets du « dividend ban »)

## II.2 Les marges d'intérêt actuelles ne sont pas spécialement élevées

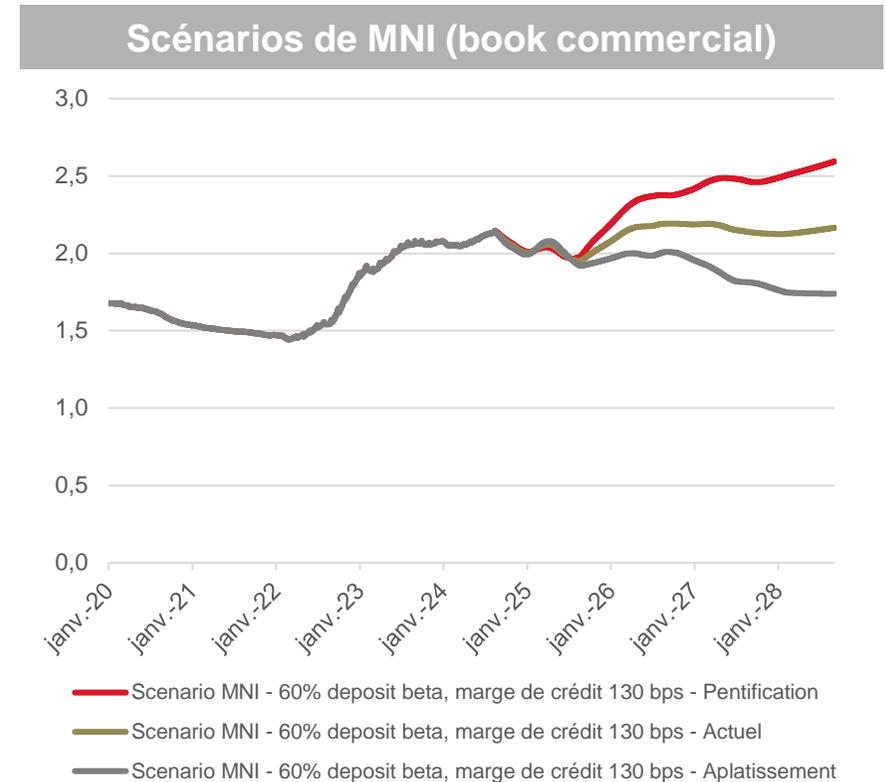
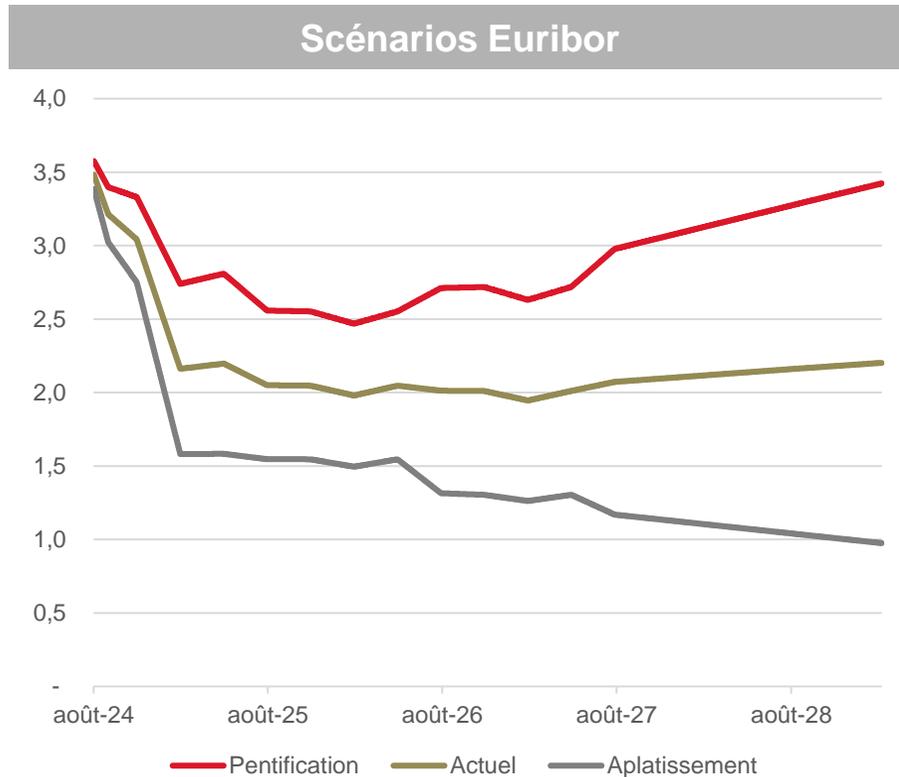


La marge nette d'intérêt a nettement rebondi depuis ses plus bas, mais elle reste loin de ses sommets historiques



Au cours des trois dernières années, la marge nette d'intérêt est passée de son niveau le plus bas de l'histoire à son niveau moyen de long terme. Elle pourrait continuer à grimper en cas de pentification de la courbe des taux.

## II.3 Les marges d'intérêt pourraient bénéficier d'une pentification de la courbe

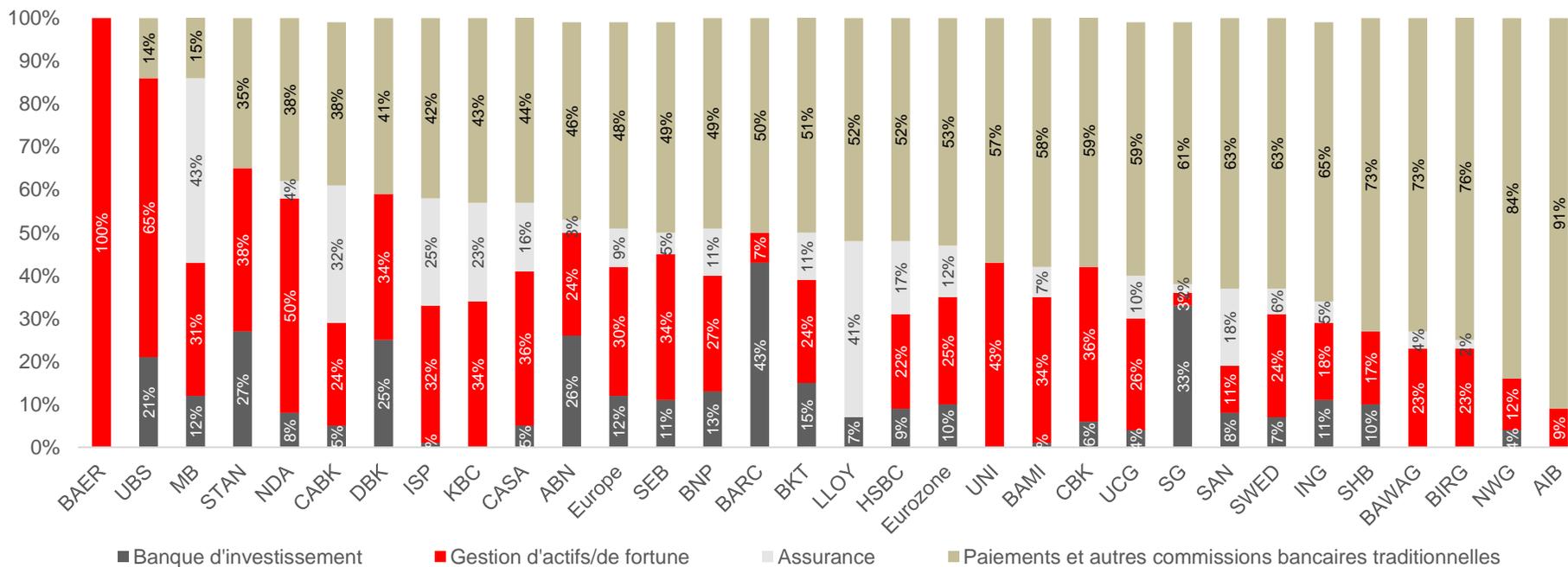


La marge nette d'intérêt devrait se maintenir autour des niveaux actuels si la courbe à terme est correcte. Le scénario d'une accentuation de la pente pourrait conduire à une croissance très significative de la marge nette au fil du temps. Une courbe revenant vers des taux nuls serait négative.

## II.4 Les commissions pourraient profiter d'un retour de l'appétit au risque après les premières baisses de taux



Les commissions cycliques (gestion d'actifs/de fortune, banque d'investissement et assurance) représentent ~52% des revenus de commissions des banques européennes

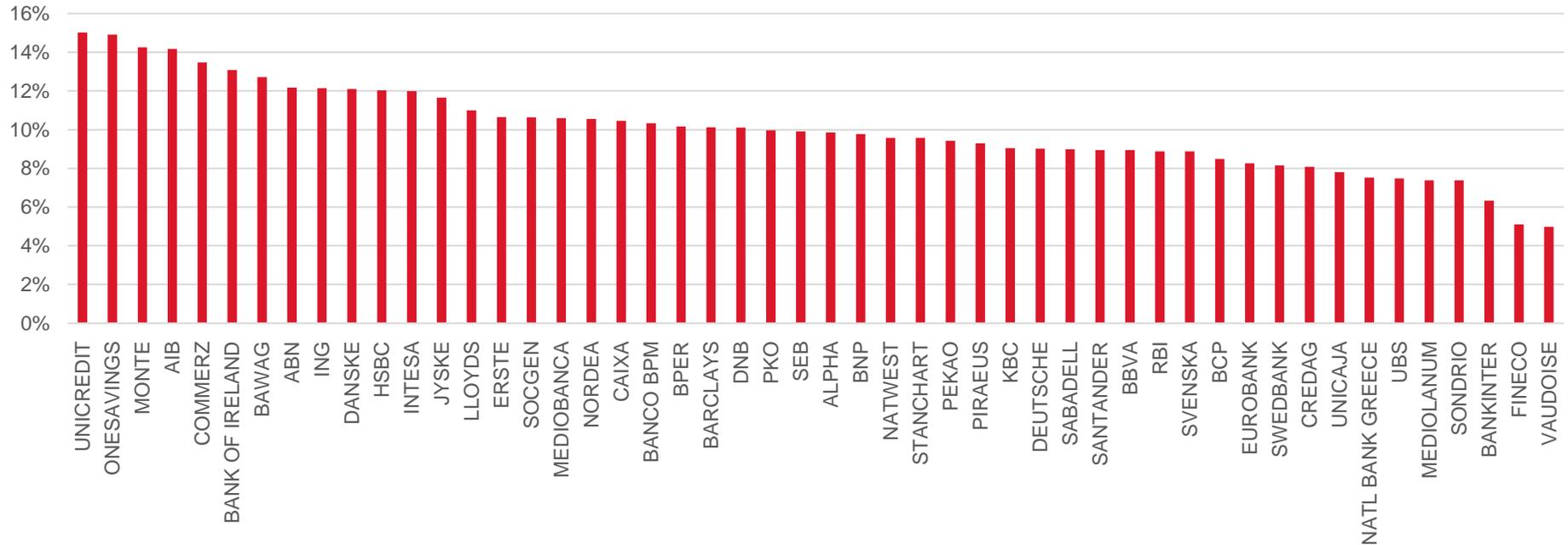


Les baisses de taux sont généralement suivies d'une croissance des commissions supérieure à la tendance, grâce à l'augmentation de la production de prêts, de l'activité de banque d'investissement et des flux d'épargne financière

## II.5 Les valorisations offrent un profil asymétrique



Rendement *cash* annuel (moyenne 2024e-2026e)



Associés à la capacité de procéder à des rachats extraordinaires, les ratios de distribution élevés protègent les multiples à la baisse. Les banques européennes offrent actuellement un rendement de distribution d'environ 11%, contre une moyenne à long terme de 4 à 5%

## II.6 Les valorisations offrent un profil asymétrique - suite.



Ecart par rapport à la juste valeur basée sur le modèle d'actualisation des dividendes de Gordon-Shapiro (rendement des capitaux propres et ratios de distribution constants)

		RENDEMENT DES CAPITAUX PROPRES MOYEN				
		6%	8%	10%	12%	14%
TAUX DE DISTRIBUTION MOYEN	40%	-50%	-18%	33%	129%	367%
	50%	-43%	-11%	33%	100%	211%
	60%	-37%	-6%	33%	85%	155%
	70%	-32%	-2%	33%	75%	125%
	80%	-27%	2%	33%	68%	107%
	90%	-23%	4%	33%	64%	95%
	100%	-20%	7%	33%	60%	87%

Avec un coût des fonds propres à long terme de 10%, et en supposant que les rendements des capitaux propres et les rémunérations actuels sont durables, le secteur offre un potentiel de hausse d'environ 70%

## IV. Revue des scénarios pour les 12 prochains mois



Données au 20/08/2024 | Source : Axiom Alternative Investments

- I. Les résultats des banques au T2
  - II. Point sur les actions bancaires
  - III. Point sur le crédit financier**
- 
-

## III.1 Crédit financier : performances depuis le début de l'année



### Moteurs de performance depuis le début de l'année

Type	Yield to worst	Duration taux	Duration crédit	Performances YTD	Effet de marché YTD
EUR Sovereign 3-5Y	2,76%	3,71	3,71	1,50%	0,00%
EUR Covered 1-5Y	2,85%	2,84	2,89	1,78%	0,35%
EUR Senior	3,40%	3,74	3,84	2,77%	1,00%
EUR Tier 2	3,99%	3,36	3,91	3,63%	1,09%
EUR AT1	6,50%	3,54	4,91	8,38%	4,66%

### Spreads : niveaux et quantiles

Indice	Spread (points de base)	Quantile <sup>1</sup>
BBG Euro AT1 (BB+/BB)	398	16%
BBG Euro HY Non-Fin Corp (BB-/B+)	335	30%
BBG Euro Banking T2 (BBB+/BBB)	164	35%
SubFin	109	11%
SeniorFin	62	25%

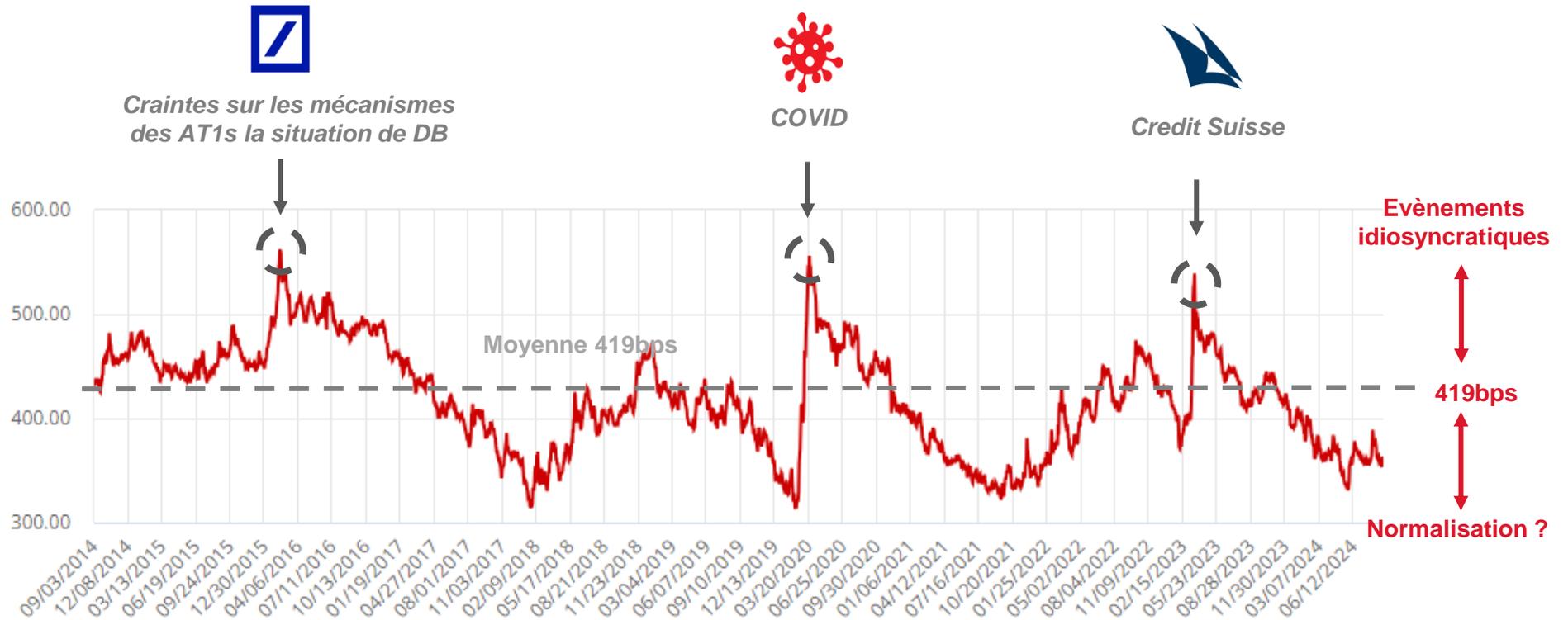
Le crédit a bénéficié du portage et d'une compression des spreads. Les taux ont été relativement neutres. D'un point de vue historique, les niveaux actuels de spreads peuvent être considérés comme "serrés".

Données au 20/08/2024 | Source : Axiom Alternative Investments, Autonomous | <sup>1</sup> Quantiles sur une période de 10 ans. Par exemple, un quantile de 16 % signifie que les spreads n'ont été inférieurs que 16 % du temps au cours des 10 dernières années. Plus le chiffre est bas, plus les spreads sont serrés.

## III.2 Valorisation des AT1



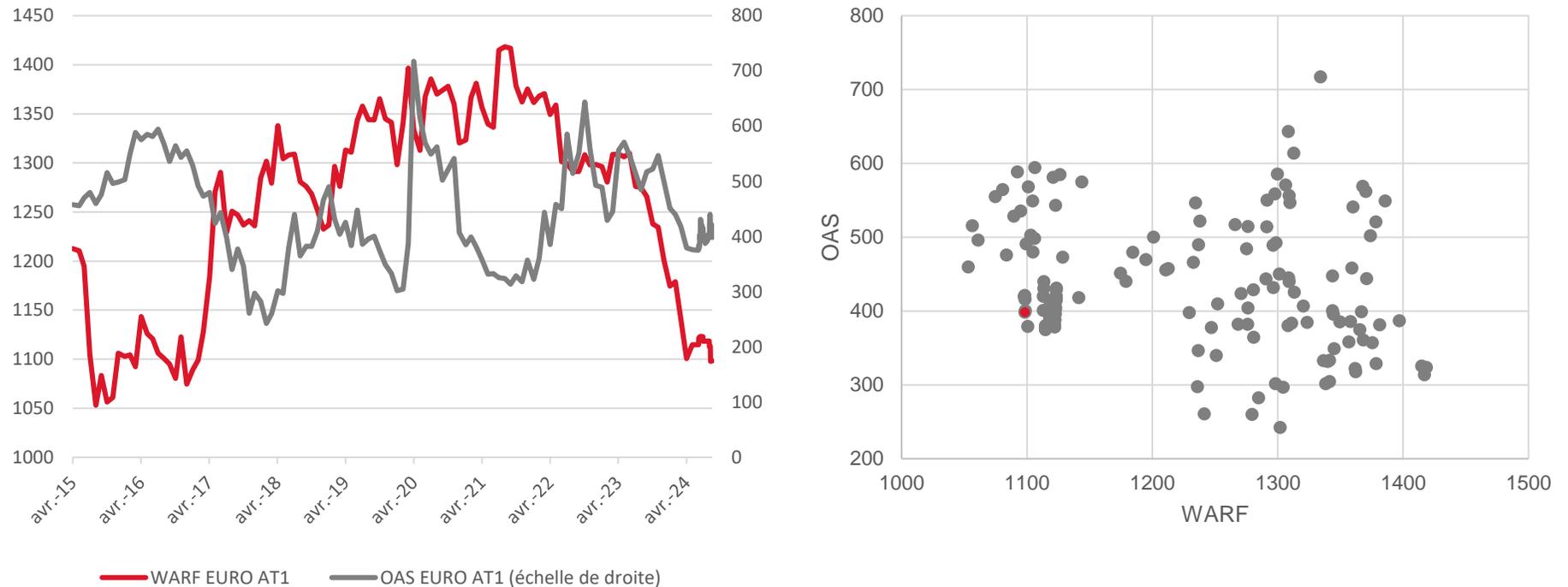
### Evolution du *spread* de l'indice BofA CoCo index sur 10 ans



### III.3 Les spreads AT1 sont-ils serrés ? OAS vs. WARF en USD et en EUR



Au niveau des indices, des spreads plus serrés mais une qualité du crédit au plus haut

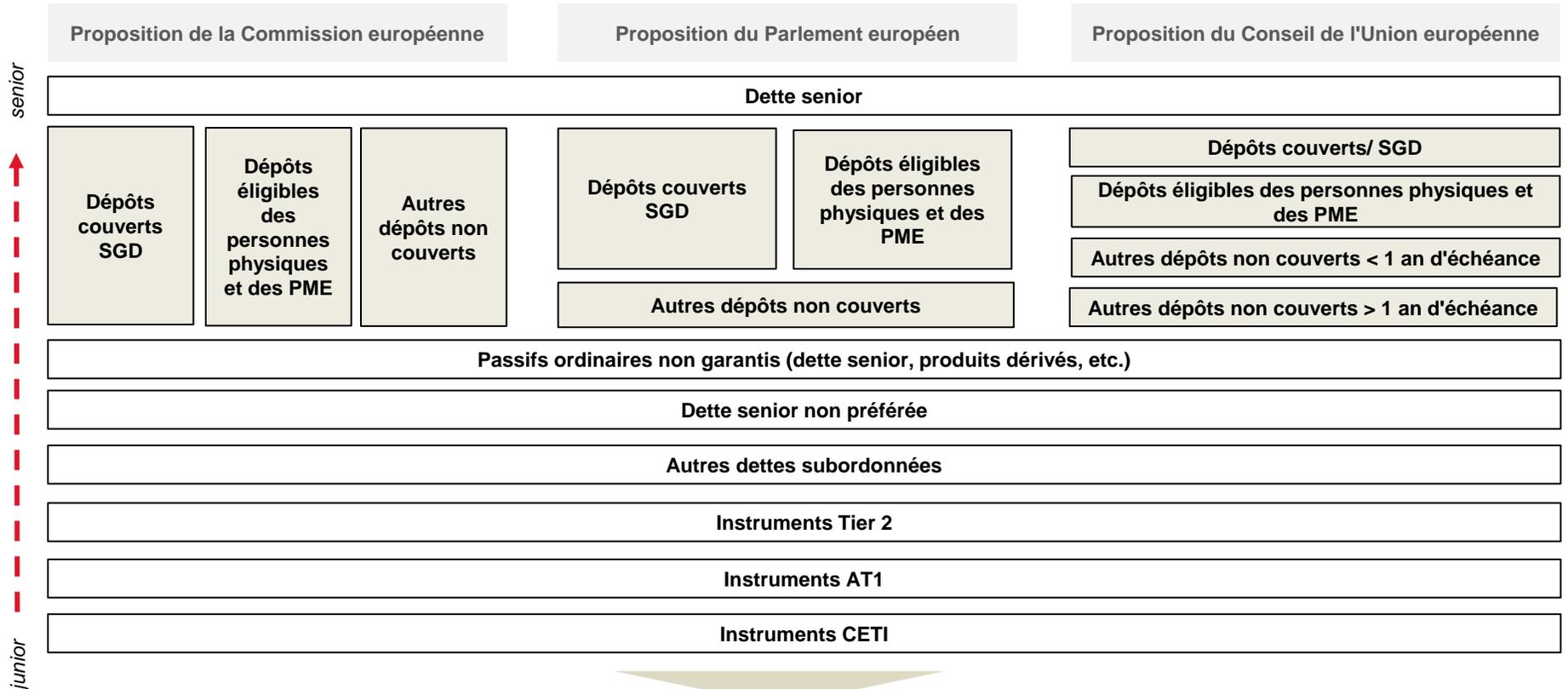


Les banques, et en particulier les plus petites, ont bénéficié d'améliorations significatives de leurs notes de crédit au cours des trois dernières années. Ajustés de la qualité du crédit, les spreads AT1 sont raisonnables.

## III.4 Le paquet CMDI\*



### Discussions sur la hiérarchie des passifs bancaires



La séniorisation des dépôts est considérée comme une étape nécessaire à la mise en place d'un système européen de garantie des dépôts. Bien que Moody's ait déclaré que cette mesure aurait un effet négatif sur les obligations senior, S&P et Fitch s'attendent à ce qu'elle n'ait que peu d'impact sur les notations.

# Les points à retenir



## Les prévisions de bénéfices des banques sont revues à la hausse pour le 17<sup>ème</sup> trimestre consécutif

- Les attentes en matière de **marge nette d'intérêt** et de **coûts se sont stabilisées**. Les **volumes** et les **commissions** alimentent les **révisions à la hausse**
- Le **Royaume-Uni ainsi que l'Europe de l'Est et du Sud** ont bénéficié des révisions les plus positives
- **Société Générale** a souffert de revenus faibles en banque de détail, tandis que **Commerzbank** a été pénalisée par la hausse des charges de personnel

## Les multiples restent enlisés autour de 7x les bénéfices

- La hausse du premier semestre s'est partiellement inversée au cours de l'été. Le secteur se négocie juste en dessous de 7x contre 7,5x en mai
- **La décote par rapport à l'ensemble du marché reste très élevée (45%)**, alors qu'elle était de 25-30% avant la crise Covid
- Le secteur se négocie à un écart d'environ 70% par rapport à sa juste valeur (modèle de Gordon-Shapiro)
- Cet **écart persistant** pourrait s'expliquer par la perception que la rentabilité actuelle est transitoire, et par les craintes d'intervention des gouvernements et régulateurs (taxes spéciales, restrictions sur les distributions)

## Des réserves de valeur à ne pas négliger

- Les banques restent le secteur leader en termes de distribution, avec un **rendement cash total d'environ 11%**
- Un "**rebond de la croissance au milieu du cycle de baisse des taux**" fournirait un puissant **catalyseur** pour une convergence vers la juste valeur : des courbes plus pentues entraîneraient une reprise de la croissance des marges, des attentes plus élevées en matière de croissance des volumes et des commissions, et une baisse du risque politique
- Entre-temps, nous sommes **payés pour attendre avec un rendement total d'environ 15%** (11% en cash et 4% en accroissement de la valeur comptable)

## Focus sur le crédit financier

- Les obligations financières ont bénéficié de hausses de notation de crédit et d'un resserrement des spreads
- Bien que les spreads actuels soient proches de la limite inférieure de leur fourchette historique, la qualité moyenne du crédit est à son plus haut niveau
- Le paquet CMDI pourrait créer des opportunités sur le segment de la dette senior



Merci d'avoir participé au webinaire d'Axiom Alternative Investments.

Rendez-vous au prochain trimestre.