



Axiom Alternative Investments

Webinaire - Résultats T4 2024 des banques européennes

11/03/2025

Document réservé aux investisseurs professionnels, ne pas diffuser



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
CIO**

DAVID BENAMOU



**GÉRANT DE
PORTEFEUILLE**

ANTONIO ROMAN



Les points à retenir

Résultats solides et objectifs ambitieux

- Un quatrième trimestre **robuste avec un résultat d'exploitation avant impôts supérieur aux attentes de 5% en moyenne et une révision du consensus 2025/2026 concernant les bénéfices en hausse de 3-4%**.
- Les **commissions** et le **trading** (+5% sur le trimestre, +4% au-dessus du consensus) ont soutenu la croissance du chiffre d'affaires.
- Le **revenu net d'intérêt a été solide au UK et dans les pays nordiques** (+1%-3%), mais a commencé à s'essouffler en périphérie (-1% sur le trimestre).
- Les perspectives du revenu net d'intérêt continuent cependant de progresser, avec une révision moyenne de +1%.
- **Hausse significative des objectifs à moyen terme**, plusieurs banques visant une rentabilité des fonds propres tangibles supérieure à 15% en 2026/2027.
- Certains **objectifs de rentabilité des fonds propres tangibles deviennent ambitieux** : BAMI >24%, Bol >17%, CBK >15%, Unicaja >14%.

Une combinaison inattendue de plusieurs catalyseurs haussiers

- Réallocation des flux d'investissement vers l'Europe dans un mouvement de diversification par réaction aux incertitudes de la politique de Donald Trump
- Espoir d'une fin du conflit Ukrainien et démonstration de **cohésion européenne** face à l'administration Trump..
- Stabilisation du secteur manufacturier, **surprises économiques positives en Europe** par rapport au reste du monde.
- Augmentation massive des dépenses budgétaires en Allemagne qui, en provoquant une hausse des taux longs, a éclipsé les risques d'un retour aux taux négatifs et pentifié la courbe de taux.

Le secteur a engagé au premier trimestre 2025 un des re-rating les plus rapides jamais enregistrés

- Les **valeurs les moins chères** de la zone euro, telles que Société Générale, Santander et BBVA, ont été les principales bénéficiaires de la compression des primes de risque. À l'inverse, les valeurs de meilleure qualité, comme DNB, SEB, KBC et Crédit Agricole, ont sous-performé.
- Le ratio cours/valeur comptable du secteur dépasse désormais 1,0x et **a atteint son plus haut niveau depuis la crise de 2008**, indiquant que le marché a **confiance dans la capacité des banques à générer durablement des retours sur fonds propres au-dessus de leur coût du capital**.
- Toutefois, le secteur se traite encore à un multiple de bénéfices de 8 x pour 2025, soit une décote de 40% par rapport au marché global, **rendant difficile l'argument selon lequel le secteur serait surévalué**.
- Nul ne sait si ce re-rating va se poursuivre mais, en attendant, le secteur continue d'offrir un rendement cash (dividendes + rachat d'actions) de 9% par an sur les trois prochaines années et des perspectives de progression des revenus et résultats.

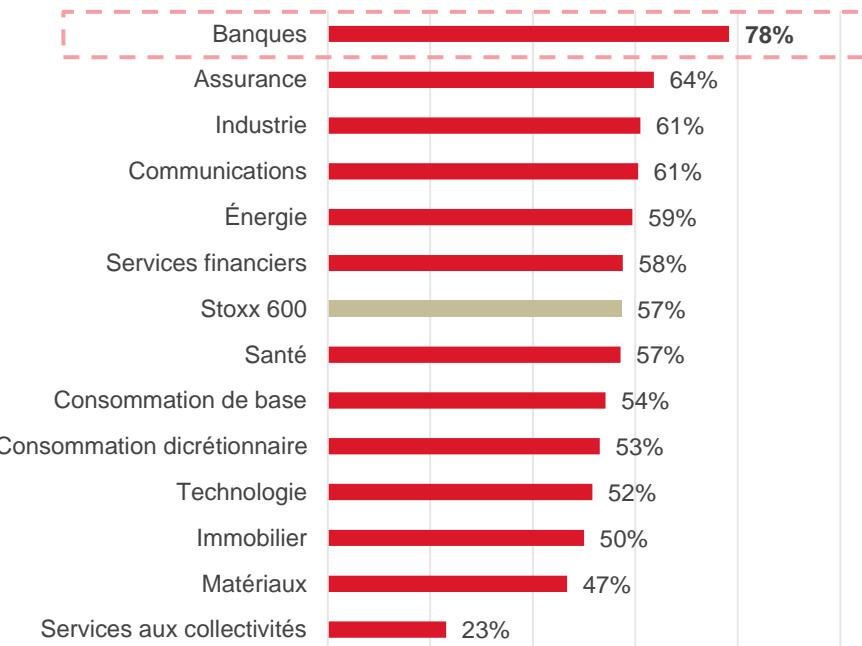


-
- I. Résultats solides, objectifs ambitieux
 - II. Valorisations, positionnement et catalyseurs
 - III. L'agenda de dérégulation bancaire : États-Unis vs. Europe
-

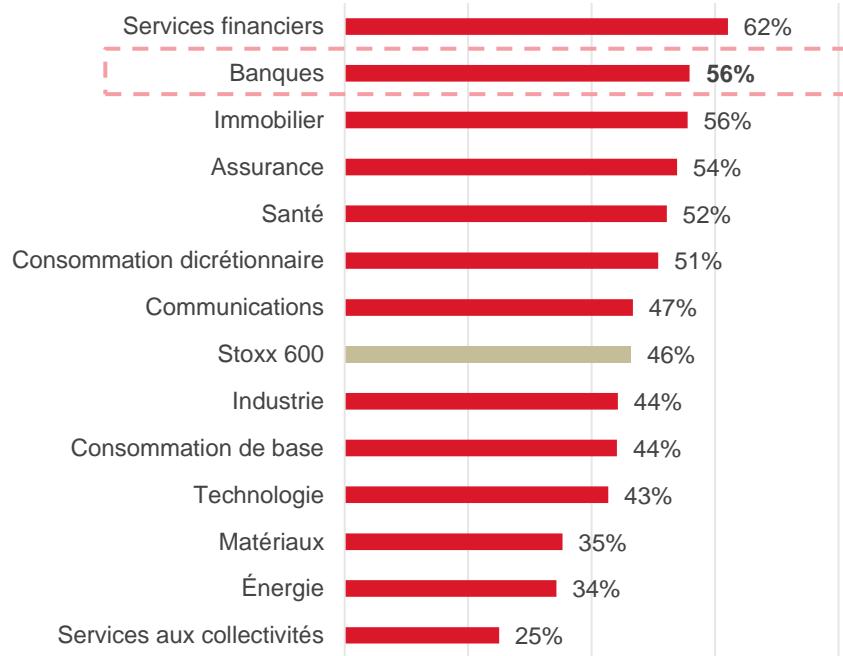


I.1 Les banques se sont distinguées par la solidité de leurs revenus

Taux de surprises positives sur les revenus



Taux de surprises positives sur les résultats

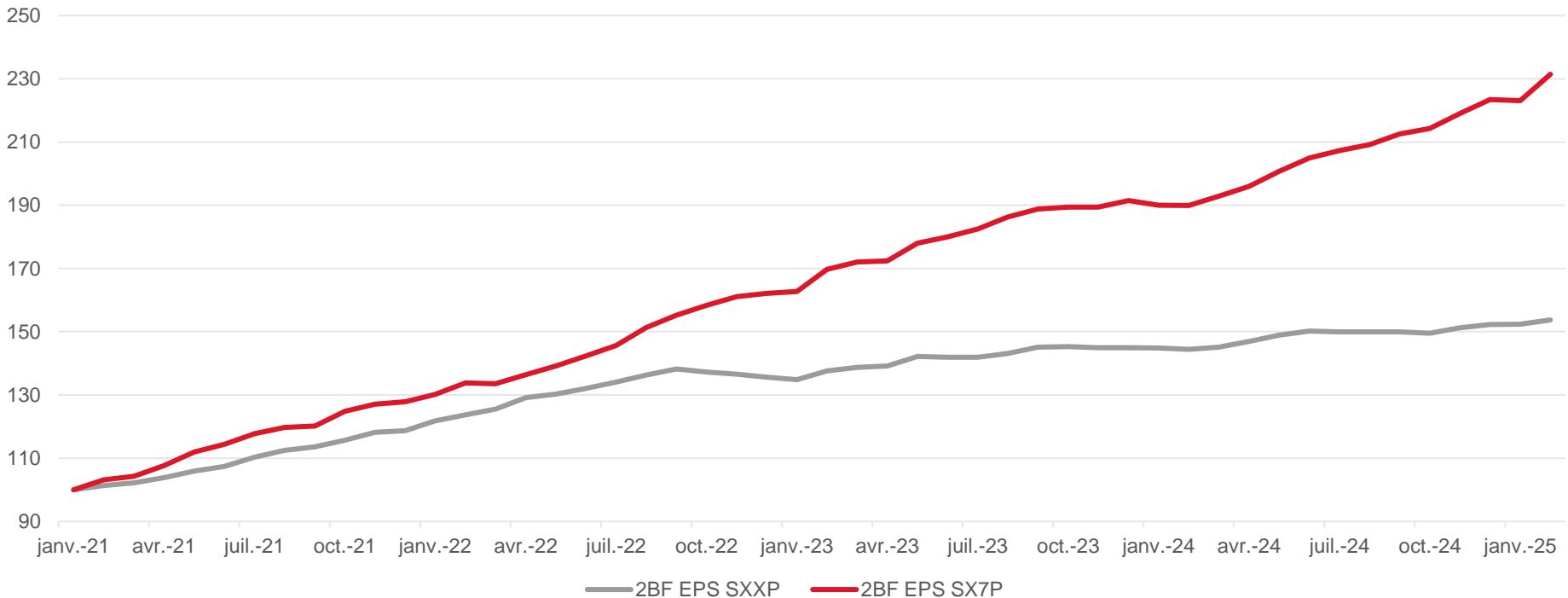


Le secteur financier dans son ensemble a poursuivi sa forte croissance des revenus.

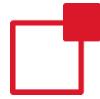


I.2 La dynamique des bénéfices par action du secteur est intacte

Révisions en matière de BPA à deux ans : SX7P vs SXXP

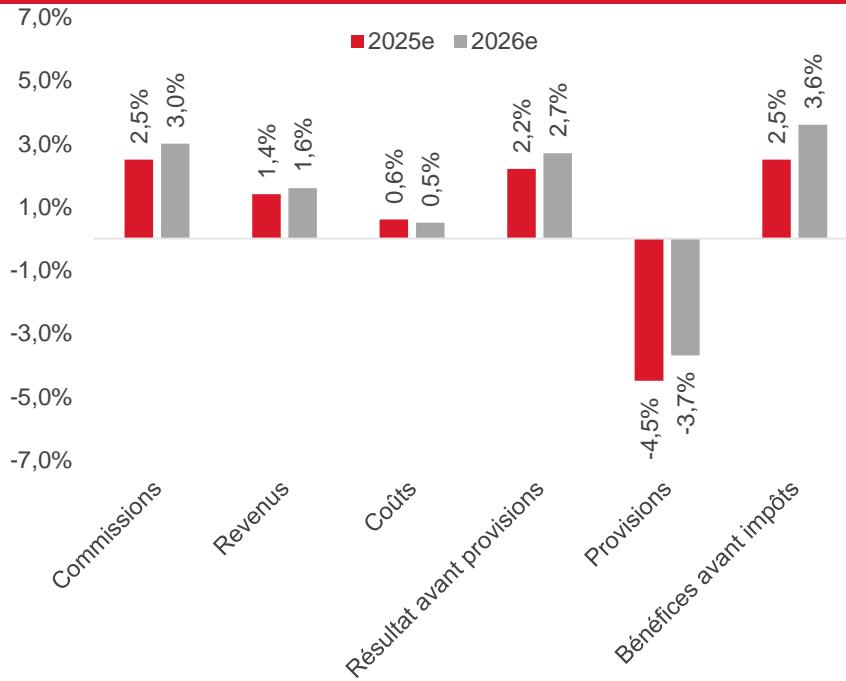


La dynamique des bénéfices des banques a surpassé celle des autres secteurs pour la troisième année consécutive.

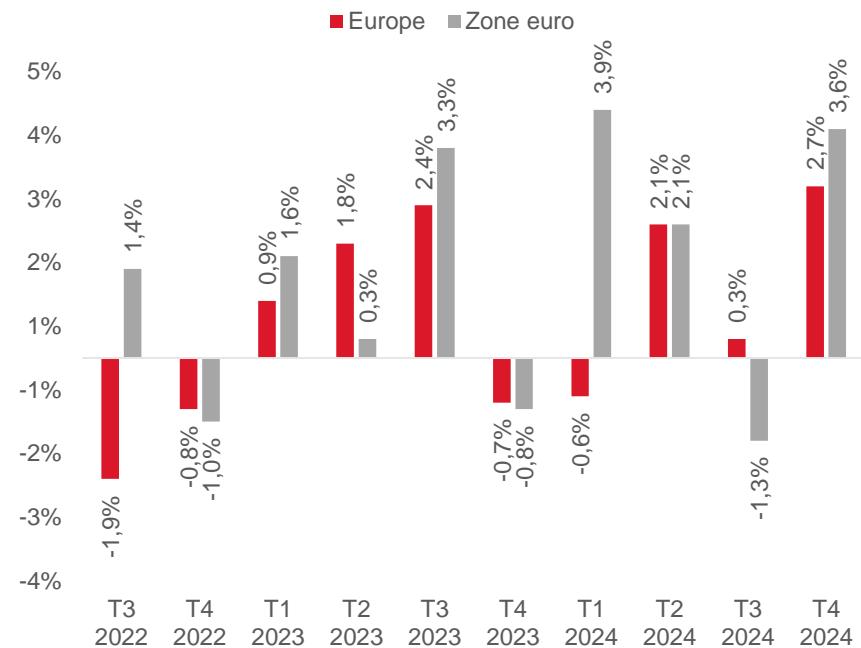


I.3 Les commissions et les provisions sont les principaux moteurs des révisions du bénéfice avant impôt (1/2)

Banques européennes – synthèse des révisions du consensus



Sur/sous-performance des commissions par rapport au consensus

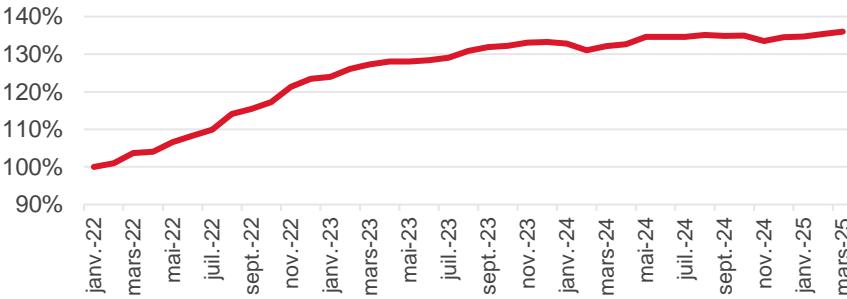


Les rares sous-performances ont été principalement liées aux coûts et aux provisions exceptionnelles (financement automobile au Royaume-Uni, restructuration).

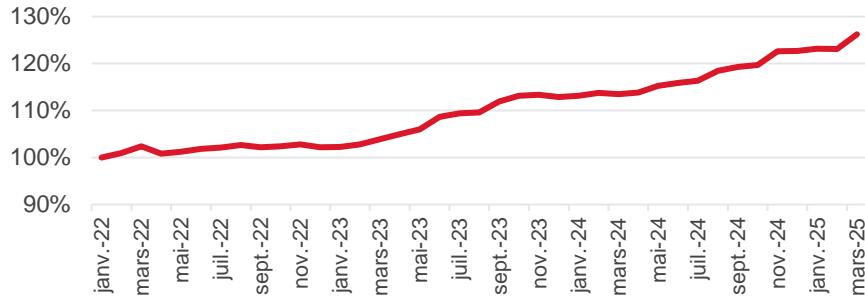


I.3 Les commissions et les provisions sont les principaux moteurs des révisions du bénéfice avant impôt (2/2)

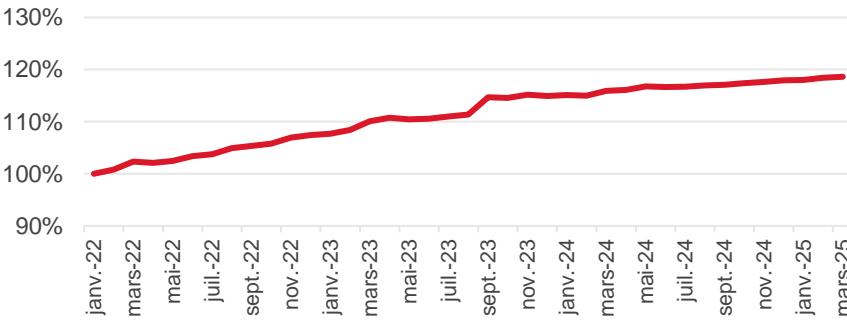
Revenus nets d'intérêts¹



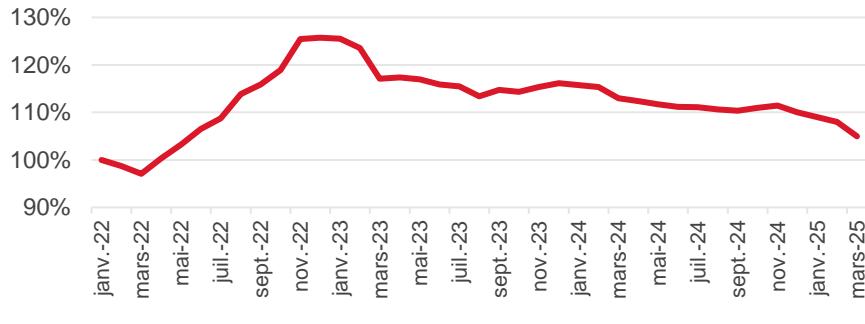
Commissions¹



Coûts¹



Provisions¹

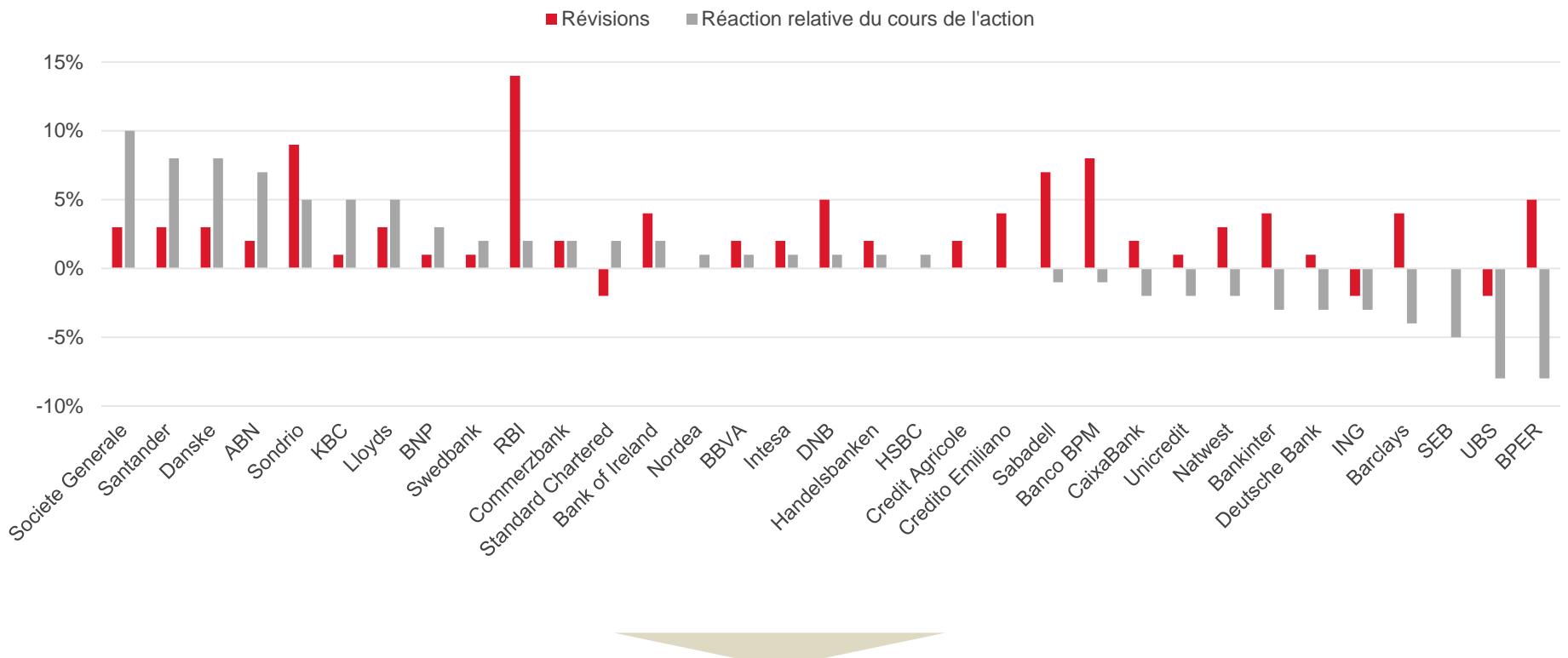


Les commissions ont pris le relais de la croissance. La tendance haussière des coûts reflète l'environnement inflationniste. Les provisions sont restées stables en valeur absolue, mais ont diminué en pourcentage des encours de prêts.



I.4 Un marché réceptif à l'optimisme des dirigeants

Réaction du cours de l'action le jour des résultats versus le SX7P



Le marché a récompensé les discours optimistes, en particulier pour les valeurs considérées bon marché. La sous-performance significative s'est limitée aux banques suisses (UBS, BAER) et BPER dans un contexte de fusion-acquisition.



I.5 Société Générale et Santander ont enregistré les réactions les plus marquées

Société Générale		Santander
Résultats T4	<ul style="list-style-type: none">Les revenus de la banque de détail en France dépassent de 1% les attentesLa banque de financement et d'investissement (BFI) dépasse les attentes de 8%Les services financiers sont conformes aux attentesLes coûts sont en ligne et les provisions inférieuresCET1 à 13,3% vs. 13,2% attendu	<ul style="list-style-type: none">Un revenu net d'intérêt (hors Argentine) en hausse de 2%Commissions inférieures de 2% aux attentesCoûts conformes aux prévisionsProvisions en améliorationCET1 à 12,8% vs. 12,6% attendu
Prévisions	<ul style="list-style-type: none">Perspectives légèrement supérieures au consensusRentabilité des fonds propres tangibles > 8% en 2025, 9-10% en 2026Bénéfices nets de Boursorama > à 300 millions d'€ en 2026Amélioration du ratio coûts/revenus repoussée à 2026	<ul style="list-style-type: none">Objectif de 62 milliards d'€ de revenus contre 61,5 milliards d'€ attendus par le consensusRatio coûts/revenus < 45% en BFI, < 40% en banque de détail
Autres éléments	<ul style="list-style-type: none">Gestion proactive du capital au-dessus de 13 % – "pas un point de base de plus"Incertitude sur la mise en œuvre de la réglementation FRTB : 2026 ou 2027 ?Aucune raison de penser que SocGen ne devrait pas se comparer aux principaux acteurs du secteur – "sauf par manque de volonté ou d'imagination"	<ul style="list-style-type: none">Engagement à allouer 10 milliards d'€ aux rachats d'actions entre 2025 et 2026, bien au-dessus du consensus de 6,3 milliards d'€La croissance des bénéfices devrait être portée par la BFI et la banque de détail (moins exposée aux taux)Accent mis sur le contrôle des coûtsRéaffirmation de l'adéquation stratégique du Royaume-Uni

Les titres ont réuni 3 éléments appréciés par le marché – des valorisations attractives (PER faibles), des engagements en matière de redistribution du capital et un discours optimiste de la direction – ce qui a conduit à une solide performance boursière malgré des révisions des bénéfices par action inférieures à 5%.

Les performances passées ne sont pas un indicateur des performances futures. Ceci ne constitue pas une recommandation d'investissement.

Données au 28/02/2025 | Source : Axiom Alternative Investments

Document réservé aux investisseurs professionnels, ne pas diffuser



I.6 Barclays et UBS ont déçu

Barclays		UBS	
Résultats T4	<ul style="list-style-type: none">La banque d'investissement dépasse les attentes de 6%, portée par les actions et le conseilLa banque de détail aux États-Unis dépasse les attentes de 3%Le marché domestique au Royaume-Uni est en hausse de 4%Les coûts sont supérieurs aux prévisions de 3%Les provisions sont supérieures aux attentes de 6%	Résultats T4	<ul style="list-style-type: none">Les marchés ont surperformé de 12%, tandis que la banque d'investissement affiche une progression de 6%L'asset management et la banque de détail ont été légèrement plus faiblesLes dépenses d'exploitation sont en baisse de 3%Le dividende de 0,9 USD dépasse le consensus de 13%Ratio CET1 de 14,3%, inférieur de 10 pdb aux attentes
Prévisions	<ul style="list-style-type: none">Nouvelles orientations pour 2025 globalement alignées sur le consensus, prévisions 2026 inchangéesObjectif de rentabilité des fonds propres tangibles de 11% en 2025Objectif ratio coût/revenu de 61% en ligne avec les attentes	Prévisions	<ul style="list-style-type: none">La marge de bénéfice avant impôt de l'activité de gestion de fortune en Amérique devrait se redresser en 2026 et 2027Les objectifs 2026/2027 sont confirmés, avec des coûts de restructuration légèrement plus élevés
Autres éléments	<ul style="list-style-type: none">Les hypothèses de swap de taux retenues par la direction sont inférieures à celles du marché (approche prudente)Un discours optimiste sur les perspectives à plus long terme : « 2026 n'est pas une finalité, mais une étape du parcours »Hypothèses prudentes sur la reprise de l'activité de banque d'investissement	Autres éléments	<ul style="list-style-type: none">La direction prévoit un programme de rachat d'action de 1 milliard USD au S1 et 2 milliards d'USD au S2, mais sans engagement fermeL'incertitude sur les exigences en capital retarde le retour aux actionnaires6 milliards USD de capital mobilisés pour résoudre le problème de double effet de levier de la holding

Les investisseurs avaient des attentes élevées après les résultats des banques américaines. Une certaine déception liée à des prévisions conformes aux attentes, ainsi qu'un ajustement capitalistique non anticipé par le marché chez UBS, ont conduit à une sous-performance.

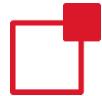
Les performances passées ne sont pas un indicateur des performances futures. Ceci ne constitue pas une recommandation d'investissement.

Données au 28/02/2025 | Source : Axiom Alternative Investments

Document réservé aux investisseurs professionnels, ne pas diffuser

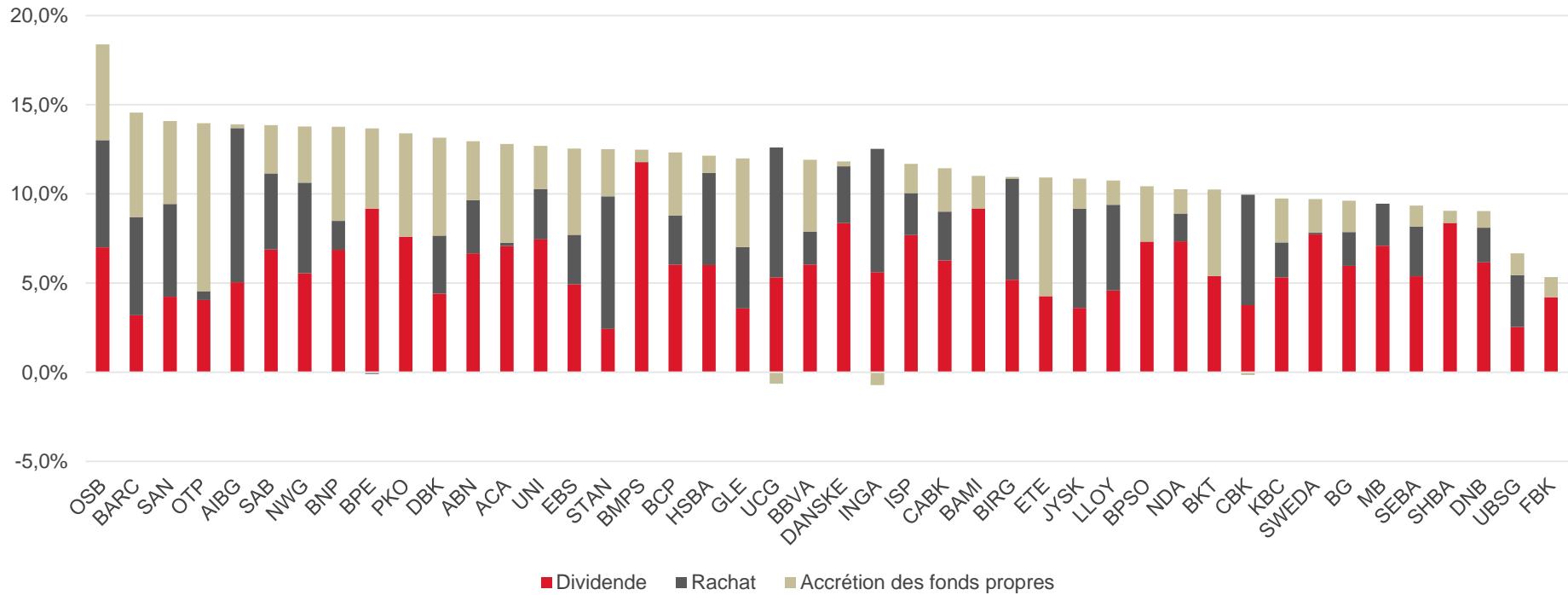


-
- I. Résultats solides, objectifs ambitieux
 - II. Valorisations, positionnement et catalyseurs
 - III. L'agenda de dérégulation bancaire : États-Unis vs. Europe
-



II.1 Le portage reste attractif

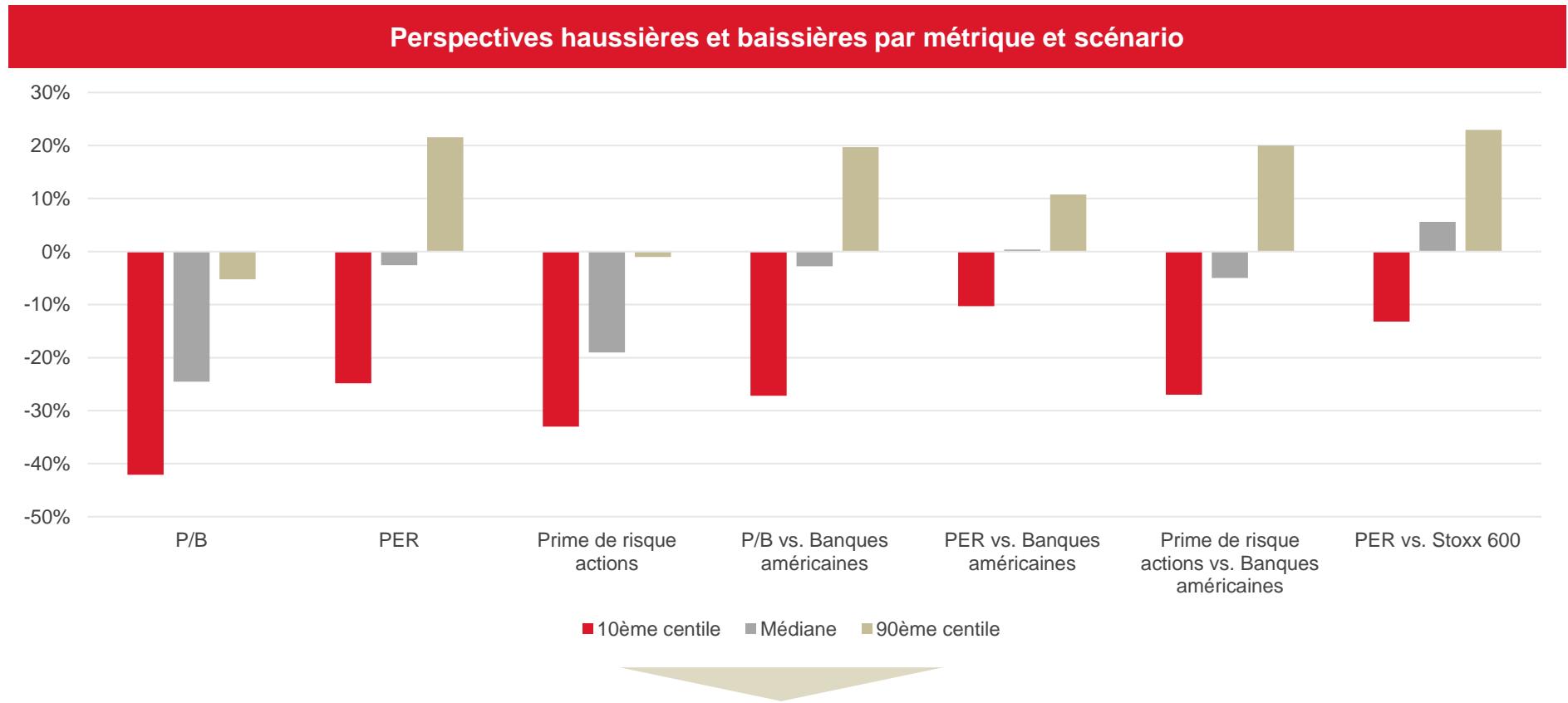
Décomposition du rendement total (basée sur les estimations du consensus pour 2025-2026)



La plupart des banques offrent un portage à deux chiffres. Certaines utilisent leur excédent de capital pour augmenter les distributions au-delà de 100 % des bénéfices (ING, Commerzbank, Unicredit, AIB).



II.2 Les valorisations se sont normalisées, mais pourraient encore s'apprécier en l'absence de ralentissement macroéconomique

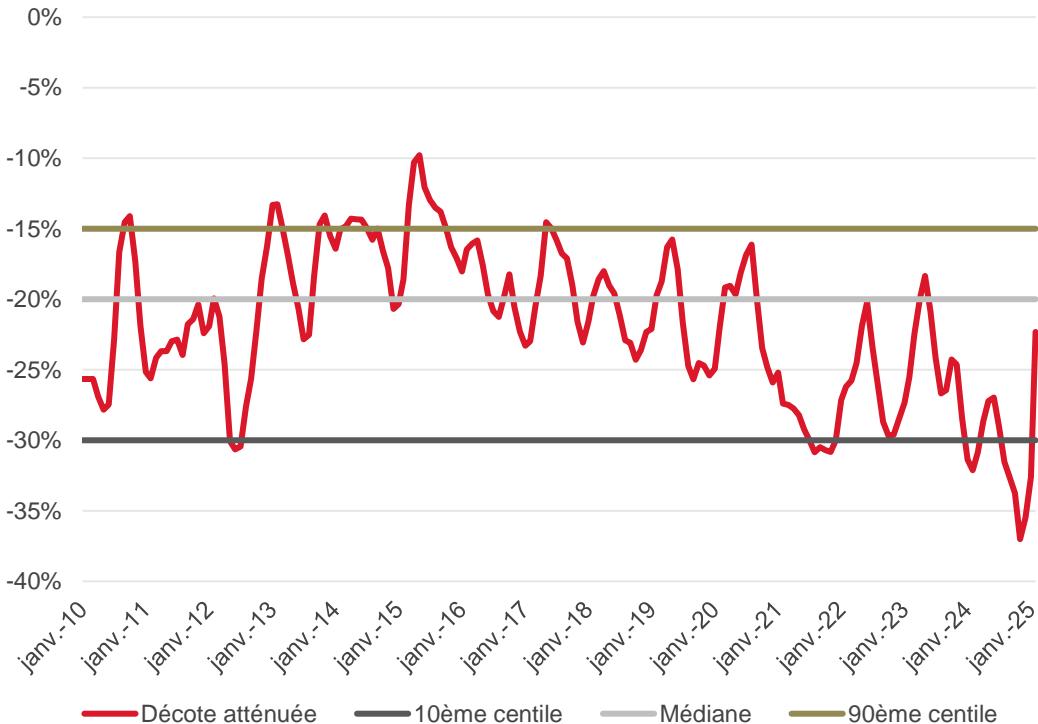


Nous estimons un potentiel de hausse raisonnable de 10% sur les multiples. Une hausse de 20% dans un scénario optimiste dépendrait d'une amélioration nette du contexte de croissance en Europe. Cela s'ajouterait à un rendement total de 11-12%, composé d'un dividende de 6%, d'un rachat d'actions de 3%, et d'une accrétion de 3% de la valeur comptable.



II.3 L'écart de valorisation avec les banques américaines pourrait encore se resserrer

Décote du PER des banques européennes par rapport aux banques américaines



Force relative

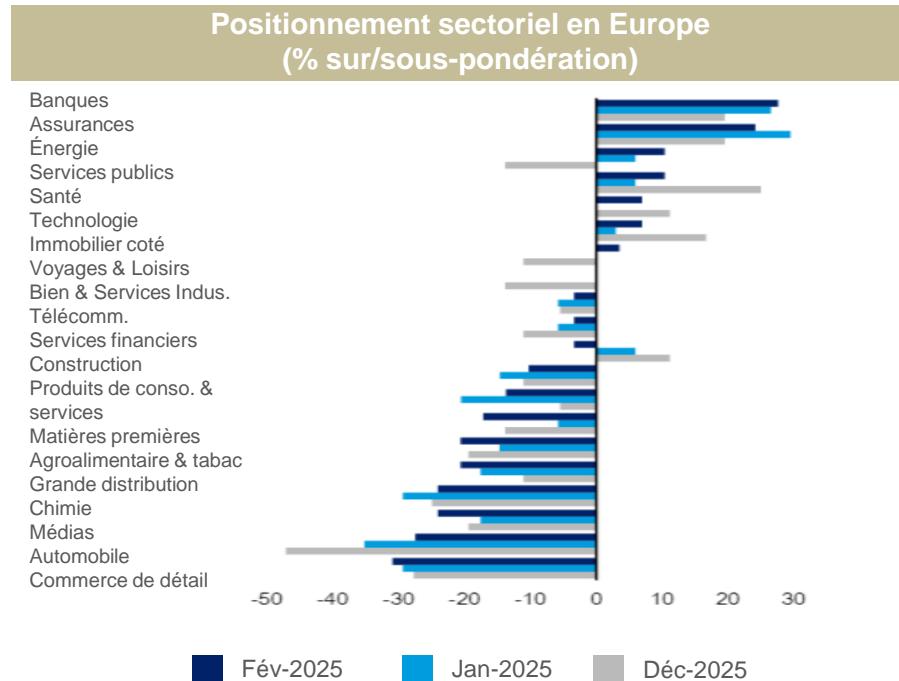
- Les banques américaines bénéficient d'une croissance du PIB plus forte, d'une dérégulation plus marquée et de taux structurellement plus élevés. Toutefois, le seuil du rendement sans risque y est plus exigeant.
- Les banques de la zone euro offrent une visibilité à long terme plus importante en matière de gouvernance et de cadre réglementaire.
- L'écart de qualité en termes de rentabilité des fonds propres, d'efficacité opérationnelle et de distributions aux actionnaires s'est estompé.

Nous pourrions observer une compression supplémentaire des multiples de 10% à 20% en cas de rebond de la croissance en Europe.

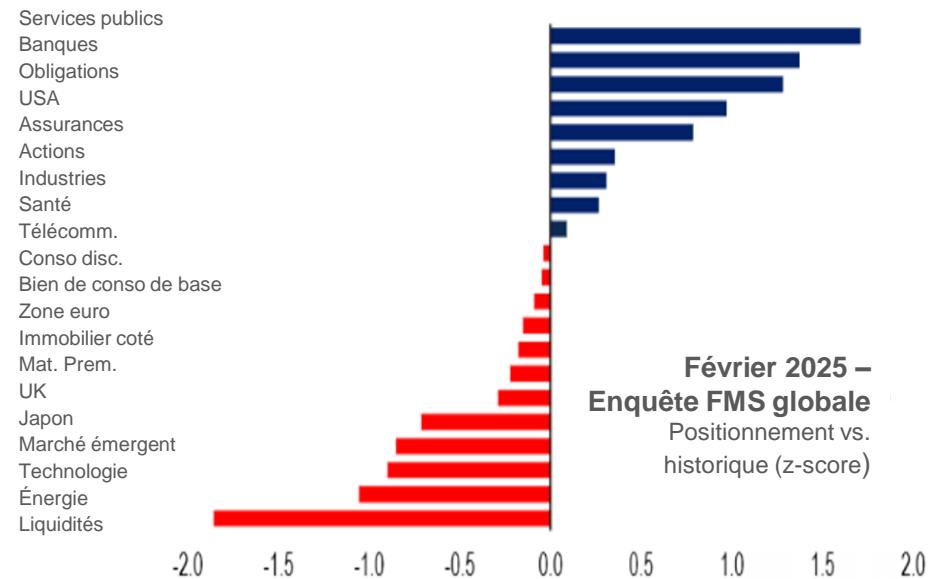


II.4 Le buy-side s'est positionné sur les banques, mais n'adhère pas encore pleinement à la thèse de la reprise européenne

Positionnement des gérants de fonds selon l'enquête de Bank of America (BoFA)



Sur/sous-pondération selon le Fund Manager Survey (FMS) de la BoFA

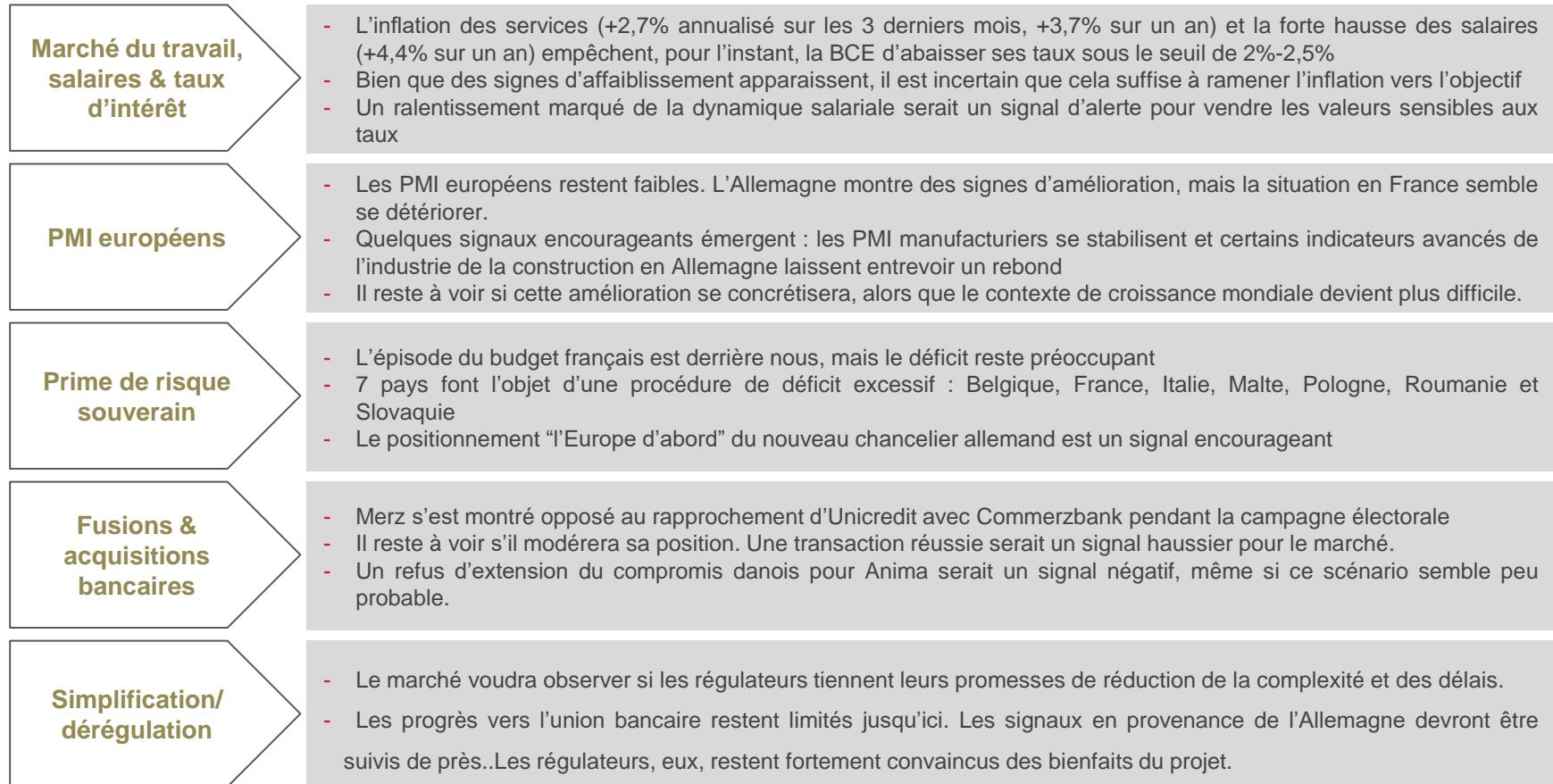


**Février 2025 –
Enquête FMS globale
Positionnement vs.
historique (z-score)**

L'ajustement du positionnement pourrait se prolonger si les investisseurs internationaux renforcent leur conviction dans la dynamique de reprise en Europe.



II.5 Revue des principaux moteurs de revalorisation



L'accent sera mis sur l'impact des dépenses budgétaires allemandes, la pérennité des taux d'intérêt et les pressions sur les pays affichant des trajectoires de déficit préoccupantes.



-
- I. Résultats solides, objectifs ambitieux
 - II. Valorisations, positionnement et catalyseurs
 - III. L'agenda de dérégulation bancaire :
États-Unis vs. Europe
-



III.1 Etats-Unis : dérégulation sur plusieurs fronts



1

Finalisation de Bâle III

« Lorsque nous promouvons la sécurité et la solidité – par exemple en augmentant les exigences de capital – cela a un impact sur la capacité globale de prêt du système bancaire et la disponibilité du crédit, en particulier pour les emprunteurs moins qualifiés. Nous devons aborder la régulation bancaire avec une compréhension et une appréciation de ces arbitrages. »

2

Banques de taille intermédiaire

« Essentiellement, cette approche du capital homogénéise les exigences entre les grandes banques. Associée à d'autres réformes potentielles sur la liquidité et les exigences de financement, cette approche pourrait entraîner une consolidation importante du secteur, les banques de taille intermédiaire devant évaluer les avantages et les coûts de se conformer à un ensemble d'exigences globales plus adaptées aux plus grandes banques. »

3

Risques non-financiers

« Les risques non essentiels et non financiers – tels que l'informatique, le risque opérationnel, la gestion, la gestion des risques, les contrôles internes et la gouvernance – ont été surestimés. »

4

Fusions & Acquisitions

« Nous devrions également traiter les aspects du processus d'application qui contribuent aux retards, y compris l'approche en matière de concurrence et le processus de consultation publique. »

5

Lutte contre le blanchiment d'argent

« Enfin, je souhaite aborder les conséquences involontaires des exigences en matière de lutte contre le blanchiment d'argent sur l'offre de services bancaires. Il est évident que la lutte contre le blanchiment d'argent, le financement du terrorisme et d'autres activités illicites n'est pas seulement une responsabilité légale du système bancaire, mais qu'elle sert aussi des objectifs de politique publique essentiels. Cependant, bien que le cadre réglementaire définissant le rôle des banques ne relève pas de la Réserve fédérale, il est important de considérer comment ces exigences influencent la capacité des banques à servir leurs clients. »

La gouverneure de la Fed, Michelle Bowman, largement perçue comme la principale candidate pour remplacer Michael Barr au poste de vice-président en charge de la supervision, est une fervente partisane de l'arbitrage entre croissance et régulation.



III.2 Europe : les régulateurs favorables à la simplification, mais prudents sur la dérégulation

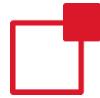
Exigences en capital	Simplification	Union des marchés
<ul style="list-style-type: none">Égalité des conditions de concurrence : report indéfini du FRTB ?Tests de résistance de la BCE en 2025 : sur une base Bâle III pleinement appliquéeICAAP/ILAAP : sur une base Bâle III pleinement appliquéePillier 2 : pas d'ajustement de l'<i>output floor</i>	<ul style="list-style-type: none">Accélération des procédures de titrisationApprobations plus rapides des modifications apportées aux modèles internesRévision des normes techniques / réglementations de niveau 2Ajustements des exigences de reporting en matière de durabilité	<ul style="list-style-type: none">Union des marchés de capitaux : titrisations, règles de cotation, facteurs de risque des PME, harmonisation des règles d'insolvabilité, procédures de retenue à la sourceCMDI : architecture commune de classement des insolvabilités, hiérarchie des dépôtsEDIS : système commun de garantie des dépôts

Claudia Buch, président du MSU: « *Assouplir la régulation et la supervision avec l'illusion de favoriser la croissance ou la compétitivité pourrait être tentant. Cependant, un tel changement de politique aurait des conséquences négatives importantes.* »

Villeroy de Galhau: « *La simplification européenne maintient les objectifs de stabilité financière et de transition climatique ; elle ne vise pas à réduire les exigences, mais à diminuer la complexité.* »



Bien que les banquiers centraux et régulateurs européens souhaitent réduire la complexité et la lourdeur administrative, ils restent globalement opposés à une réduction des exigences en capital.



III.3 Les politiques, en revanche, sont plus enclins à porter un véritable mouvement de déréglementation

« *Partager un objectif commun unique : inverser le déclin de la compétitivité de l'Europe* »



Calendrier de revue de la CRR¹ (Capital Requirement Regulation) – 2028 :

Demande des ministères des finances allemand, italien et français à la commission :

- Sur la résilience du secteur (stabilité financière, lutte anti-blanchiment, protection des consommateurs..) : « **... nous devrions nous abstenir de lancer de nouvelles initiatives à grande échelle dans ce domaine à court et à moyen terme.** »
- « **... Il est également important de mettre davantage l'accent sur la compétitivité du secteur financier, en particulier du secteur bancaire, et sur sa capacité à financer l'économie.** »

6 thèmes : compétitivité de la banque d'investissement (FRTB), financements immobiliers, titrisation (financement de l'économie), risque climat (approche plus réaliste), règles macroprudentielles (application à considérer en prenant en compte la compétitivité du secteur), améliorer le fonctionnement de la supervision bancaire.



La compétitivité du secteur est au cœur des préoccupations politiques. La simplification et la dérégulation sont au cœur du programme de la CDU/CSU. Nous anticipons que les banques disposeront d'un levier de négociation plus fort face aux régulateurs à l'avenir.



Les points à retenir

Résultats solides et objectifs ambitieux

- Un quatrième trimestre **robuste avec un résultat d'exploitation avant impôts supérieur aux attentes de 5% en moyenne et une révision du consensus 2025/2026 concernant les bénéfices en hausse de 3-4%**.
- Les **commissions** et le **trading** (+5% sur le trimestre, +4% au-dessus du consensus) ont soutenu la croissance du chiffre d'affaires.
- Le **revenu net d'intérêt a été solide au UK et dans les pays nordiques** (+1%-3%), mais a commencé à s'essouffler en périphérie (-1% sur le trimestre).
- Les perspectives du revenu net d'intérêt continuent cependant de progresser, avec une révision moyenne de +1%.
- **Hausse significative des objectifs à moyen terme**, plusieurs banques visant une rentabilité des fonds propres tangibles supérieure à 15% en 2026/2027.
- Certains **objectifs de rentabilité des fonds propres tangibles deviennent ambitieux** : BAMI >24%, Bol >17%, CBK >15%, Unicaja >14%.

Une combinaison inattendue de plusieurs catalyseurs haussiers

- Réallocation des flux d'investissement vers l'Europe dans un mouvement de diversification par réaction aux incertitudes de la politique de Donald Trump
- Espoir d'une fin du conflit Ukrainien et démonstration de **cohésion européenne** face à l'administration Trump..
- Stabilisation du secteur manufacturier, **surprises économiques positives en Europe** par rapport au reste du monde.
- Augmentation massive des dépenses budgétaires en Allemagne qui, en provoquant une hausse des taux longs, a éclipsé les risques d'un retour aux taux négatifs et pentifié la courbe de taux.

Le secteur a engagé au premier trimestre 2025 un des re-rating les plus rapides jamais enregistrés

- Les **valeurs les moins chères** de la zone euro, telles que Société Générale, Santander et BBVA, ont été les principales bénéficiaires de la compression des primes de risque. À l'inverse, les valeurs de meilleure qualité, comme DNB, SEB, KBC et Crédit Agricole, ont sous-performé.
- Le ratio cours/valeur comptable du secteur dépasse désormais 1,0x et **a atteint son plus haut niveau depuis la crise de 2008**, indiquant que le marché a **confiance dans la capacité des banques à générer durablement des retours sur fonds propres au-dessus de leur coût du capital**.
- Toutefois, le secteur se traite encore à un multiple de bénéfices de 8 x pour 2025, soit une décote de 40% par rapport au marché global, **rendant difficile l'argument selon lequel le secteur serait surévalué**.
- Nul ne sait si ce re-rating va se poursuivre mais, en attendant, le secteur continue d'offrir un rendement cash (dividendes + rachat d'actions) de 9% par an sur les trois prochaines années et des perspectives de progression des revenus et résultats.



Questions & réponses



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

Rendez-vous au prochain trimestre.