



Axiom Alternative Investments

Webinaire - Résultats T2 2025 des banques européennes

09/09/2025

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

Nouveau trimestre de relèvement des perspectives marqué par une confiance renforcée dans les revenus d'intérêts

- Un deuxième trimestre solide, avec un **résultat d'exploitation avant impôts supérieur aux attentes d'environ +3 %** en moyenne, entraînant une **révision à la hausse du consensus 2025/2026 de +2 %**.
- **Le revenu net d'intérêt a progressé de +1 % dans la zone euro sur le trimestre**. En banque de détail, la croissance atteint +3 % en France pour BNP et +8 % pour Crédit Agricole. En Espagne, les résultats suggèrent que la marge nette d'intérêts a probablement touché un point bas. Au Royaume-Uni, la performance est restée conforme aux attentes, malgré une concurrence accrue sur les comptes d'épargne défiscalisés (ISA).
- Les commissions ont légèrement déçu, pénalisées par les effets de change, la correction boursière d'avril et une activité plus faible en banque d'investissement. Toutefois, cela a été largement compensé par la **forte performance des salles de marché**, supérieures au consensus de +2 % à +8 %. Les équipes dirigeantes ont également souligné un bon démarrage du T3 en banque d'investissement et en collecte.
- **Les coûts demeurent maîtrisés**, ressortant en moyenne 1 % sous le consensus.
- Sur le plan du capital réglementaire, Deutsche Bank a apporté des **éléments rassurants concernant l'impact de la réforme CRR3**, tandis que Société Générale a annoncé un programme de rachat d'actions de 1 Md€ accompagné du versement d'un dividende intérimaire.

Des ajustements à la hausse des résultats et des distributions encore à prévoir

- Le taux swap EUR 1Y1Y **s'est stabilisé au-dessus de 2 %**.
- **Les courbes de taux poursuivent leur pentification**, soutenues par les anticipations de croissance, l'expansion budgétaire allemande, le resserrement quantitatif (QT) et la réforme des fonds de pension néerlandais.
- La **bonne tenue des marchés** et la **dynamique de collecte**, notamment sur les actions et obligations européennes, alimentent la croissance des commissions.
- Les **salles de marché continuent d'afficher une croissance à deux chiffres** sur les marchés actions et en banque d'investissement, et une activité soutenue sur les marchés obligataires, de changes et de matières premières.
- Les évolutions réglementaires et le mouvement de consolidation sectorielle favorisent **une génération accrue de capital** et son utilisation via des distributions ou des **opérations de M&A à fort caractère relatif**.

Décote et rendement attractifs, préférence pour la qualité suite à la réduction des écarts de prime de risque intra-sectoriels

- Les valorisations se sont normalisées, le secteur se négociant autour de 9,5x P/E 2025-2026, soit **une décote de 30 % par rapport au marché européen et de 20 % par rapport aux banques américaines**. La **réévaluation relative des multiples pourrait se poursuivre**, portée par la résilience renforcée du secteur et la **dynamique bénéficiaire**, surtout si les **perspectives macroéconomiques européennes s'améliorent**.
- Les **écarts de valorisations intra-sectorielles se sont réduits** après une forte remontée des titres les moins valorisés. Compte tenu du **faible coût d'opportunité du choix de la qualité**, nous privilégions les établissements capables de générer une rentabilité des fonds propres à deux chiffres même dans un scénario macroéconomique plus défavorable.

Données au 18/08/2025 | Source : Axiom Alternative Investments

Document réservé aux investisseurs professionnels, ne pas diffuser

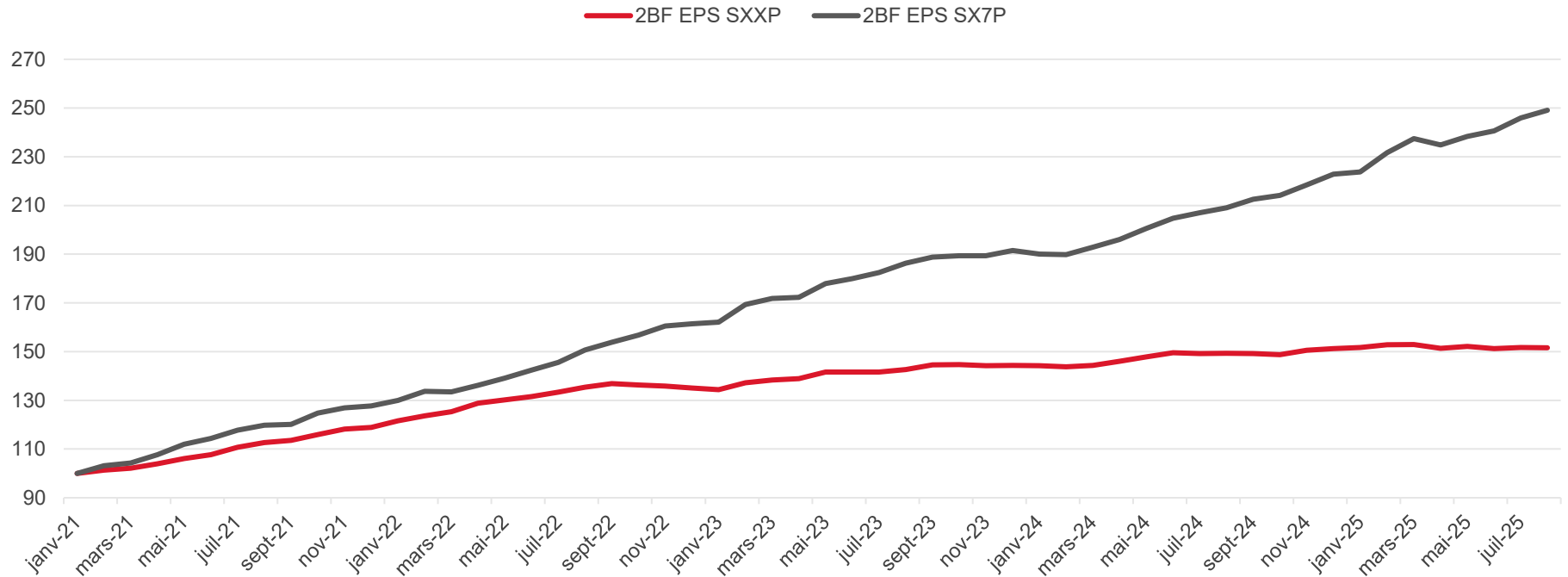


-
-
- I. **Retour sur le deuxième trimestre**
 - II. Évolution attendue des fondamentaux du secteur
 - III. Perspectives boursières
-
-



I.1 Les révisions à la hausse des résultats se poursuivent à un rythme soutenu

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

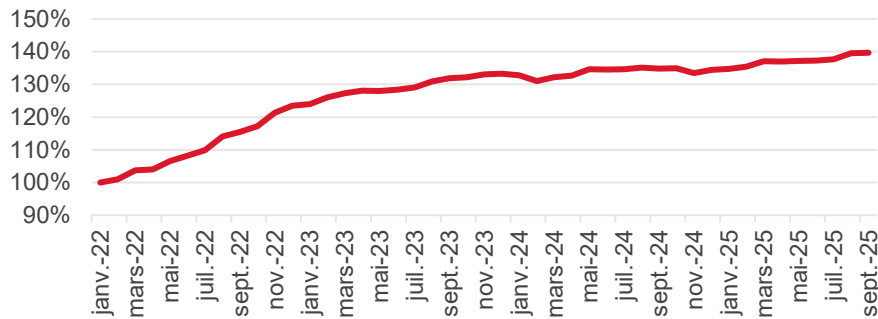


Sans les valeurs financières, l'indice Stoxx 600 aurait enregistré une contraction du bénéfice par action.

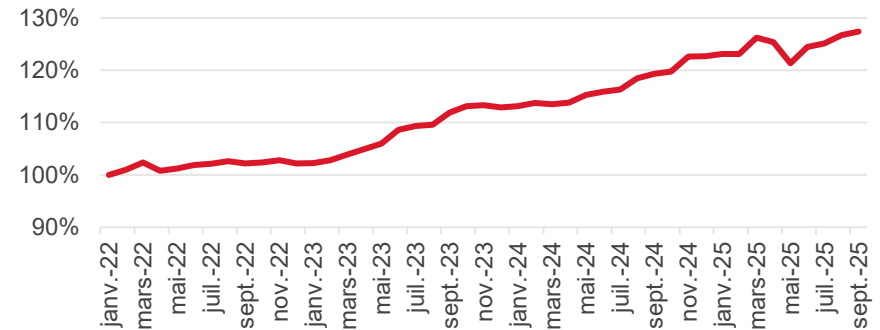


I.2 Une dynamique positive portée par l'ensemble des principaux moteurs de performance

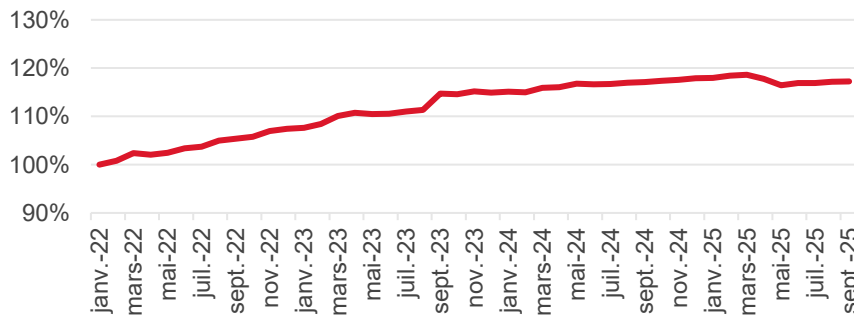
Revenus nets d'intérêts¹



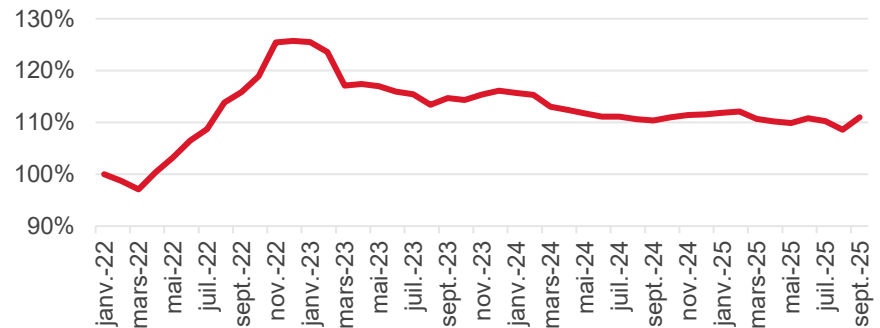
Commissions¹



Coûts¹



Provisions¹

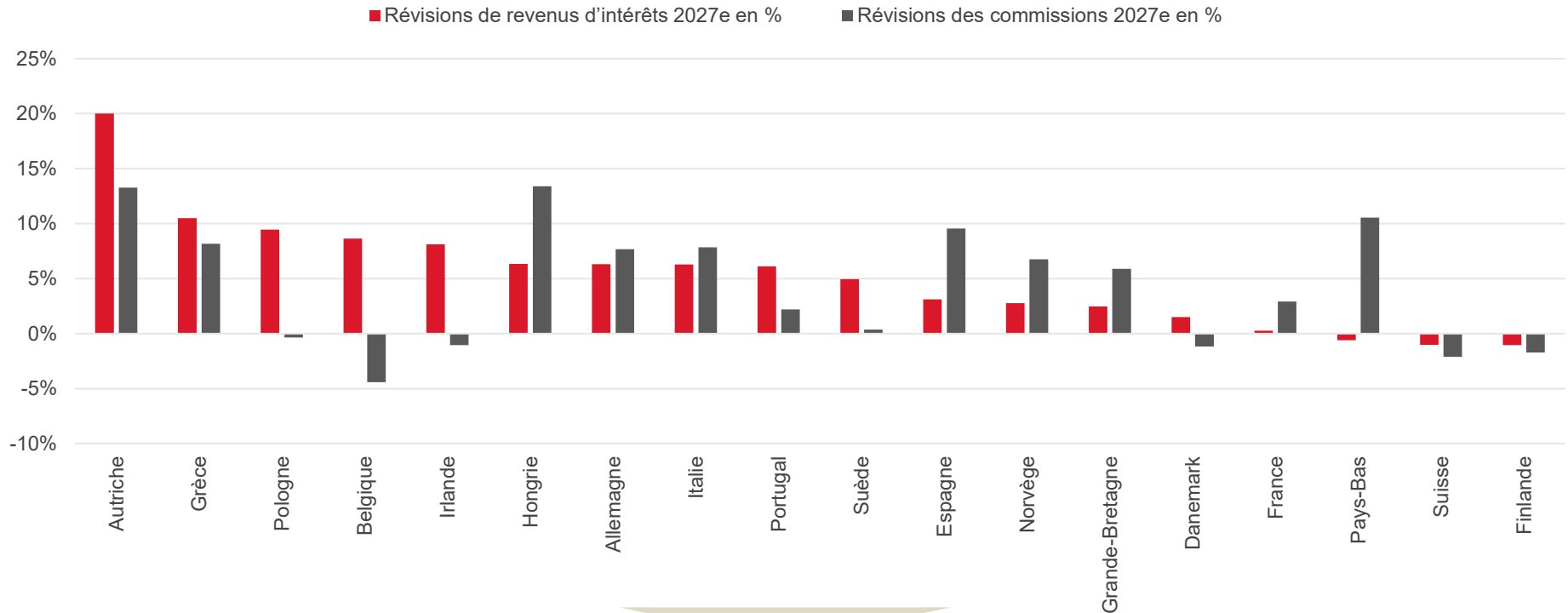


La marge nette d'intérêts a atteint son point bas et repart désormais à la hausse, soutenue par des courbes de taux d'intérêt plus favorables. Les prévisions de commissions se sont nettement redressées, effaçant largement la baisse intervenue après le *Liberation Day*. Les coûts restent maîtrisés, la réduction des effectifs compensant les augmentations de salaires.



I.3 La plupart des zones géographiques enregistrent des révisions à la hausse tant sur les revenus d'intérêts que sur les commissions

La croissance des prêts et l'amélioration des marges sur dépôts ont conduit à des révisions positives des revenus d'intérêts depuis le début de l'année

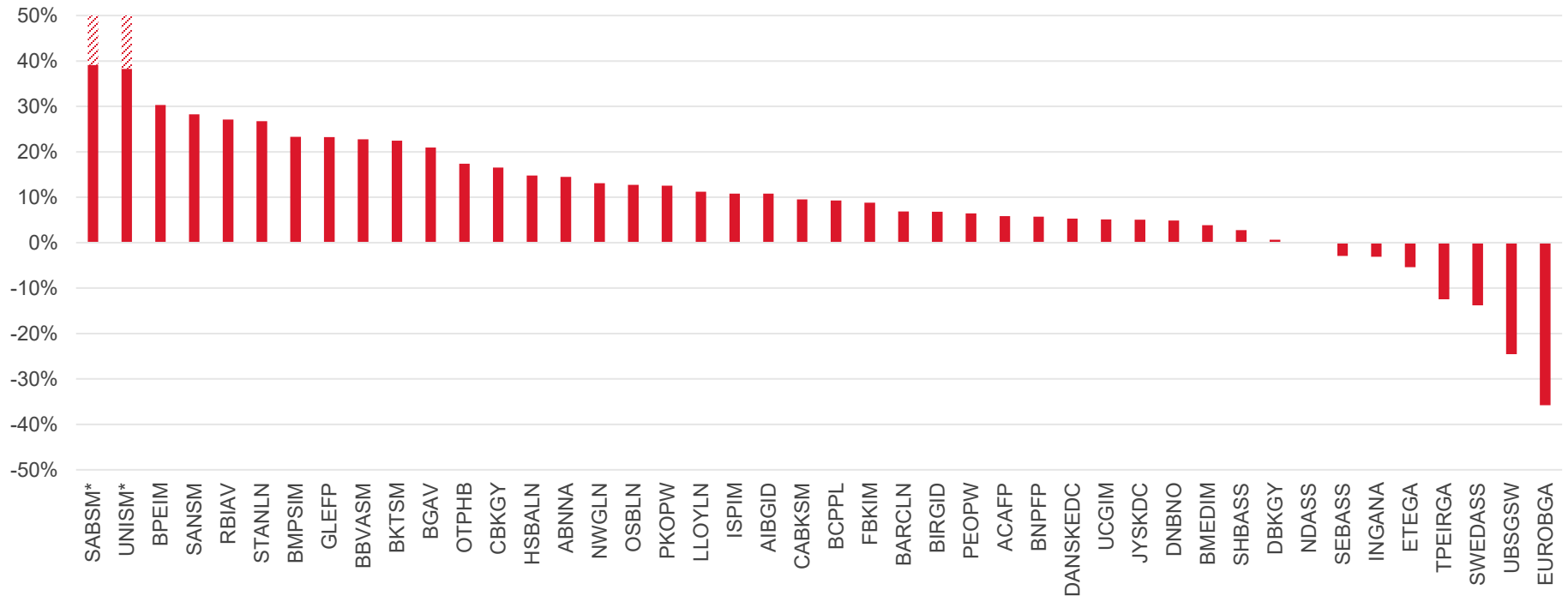


Les prévisions de revenus nets d'intérêts n'ont diminué qu'en Finlande (faible croissance du bilan) et en Suisse (taux plus bas). Ailleurs, la pentification des courbes et la maîtrise du coût des dépôts ont amélioré les perspectives de la marge nette d'intérêts. En Autriche, la situation est biaisée par l'acquisition de Santander Polska par Erste Bank.



I.4 Les anticipations de distribution ont fortement progressé, soutenues notamment par la maîtrise des actifs pondérés par les risques

Révisions des distributions totales 2027e depuis le début de l'année (en %)



L'impact initial de Bâle IV s'est révélé inférieur aux attentes, améliorant les perspectives de densité des actifs pondérés par les risques. Combiné à des bénéfices élevés et des programmes d'optimisation du capital, cela a conduit à une augmentation des prévisions de distribution à deux chiffres en moyenne. Pour Sabadell, les attentes en matière de distribution sont liées aux produits de la cession de TSB.

Données au 18/08/2025 | Source : Axiom Alternative Investments | * SABSM = 110% | * UNISM = 74%

Document réservé aux investisseurs professionnels, ne pas diffuser



I.5 Les équipes de direction font preuve d'un optimisme croissant quant aux perspectives

Marge nette d'intérêts / Coût des dépôts et bêta / Portefeuille de couverture

Les banques ont généralement annoncé des **marges sur dépôts meilleures que prévu grâce à la conversion en dépôts à terme et à des perspectives améliorées liées à la pentification des courbes et à la croissance des volumes**. La sensibilité aux taux demeure non linéaire : proche de la borne basse, la capacité à répercuter les baisses de taux aux déposants devient plus limitée, entraînant une convexité négative.

- **Italie : la normalisation de l'activité de M&A devrait aider les acteurs majeurs à regagner des parts de marché dans le crédit.**
- Espagne :
 - **Sabadell anticipe un Euribor à 2,3 % en 2027.**
 - Santander signale une concurrence irrationnelle sur le marché hypothécaire espagnol.
 - Bankinter indique une conversion en dépôts à terme plus important que prévu.
- **Allemagne : bêta des dépôts légèrement meilleur que prévu, malgré une intensification concurrentielle.**
- **Royaume-Uni : la saison compétitive des comptes d'épargne défiscalisés a pesé légèrement sur les coûts de dépôts, mais le renouvellement de couvertures constitue un soutien important.**
- **HSBC/Stanchart : interrogations sur l'évolution du HIBOR.**
- Suède : la plupart des baisses de taux sont répercutées aux clients avec un décalage de 3 à 6 mois entre la baisse des taux et le point bas de la marge nette d'intérêts.
- Danemark : la sensibilité aux taux augmente, car il devient plus difficile de répercuter les baisses de taux sur les clients. Les renouvellements de couvertures compensent les pressions sur les marges de dépôts.

Revenus de commissions et autres lignes de revenus

La correction d'avril et la force de l'euro ont pesé sur les commissions, mais les banques ont souligné une dynamique forte en fin de trimestre, qui devrait se poursuivre au T3.

- Deutsche Bank : accélération de l'activité sur les marchés de capitaux vers la fin du trimestre. **Les opérations retardées au S1 devraient se concrétiser plus tard dans l'année. Les activités sur les titres obligataires, les devises et les matières premières et la banque d'investissement ont connu un bon début de T3.**
- Bawag : « prudence sur l'octroi de crédits en raison de valorisations jugées excessives »
- **Intesa** : forte dynamique de collecte en gestion de fortune et banque privée liées à des embauches, la banque profitant de la situation chaotique du M&A en Italie.
- Banques françaises : la faiblesse des revenus actions en banque d'investissement s'explique par la composition de l'activité :
 - Les flux d'affaires américains ont été particulièrement forts au T2, où BNP en a moins bénéficié que ses pairs américains en raison de sa part plus faible d'actions au comptant (~ 20 % des revenus) et du marché des actions américaines plus largement ;
 - **La demande en dérivés structurés a reculé dans un environnement de faible volatilité, surtout en Europe, où BNP est davantage exposée que ses homologues américains.**



I.5 Les équipes de direction font preuve d'un optimisme croissant quant aux perspectives (suite)

Qualité des actifs et coûts

Les banques périphériques ont majoritairement amélioré leurs perspectives de provisions.

- Deutsche Bank : la direction n'a pas officiellement abandonné l'indication de provisions pour pertes sur crédits de 1,4 à 1,6 milliard d'euros pour 2025, mais le directeur financier a suggéré que l'hypothèse de 1,7 milliard d'euros dans le consensus actuel était un « chiffre assez réaliste ».
- Lloyds: **les indicateurs d'alerte précoce sont rassurants (utilisation des lignes de crédit renouvelables, remboursements de cartes), avec une qualité des actifs de la banque détail particulièrement bonne.**
- BNP: petite sous-estimation des provisions sur certains **dossiers isolés**. La part de l'exposition non IG est passée de 22 % à 25 %. Aucun indicateur d'alerte précoce.
- **HSBC : la prévision de pertes sur crédit attendues a été relevée en raison de la faiblesse du marché immobilier de bureaux à Hong Kong.**
- Handelsbanken: plus besoin de provisions supplémentaires constituées par prudence managériale.

Capital et distributions

Focus sur l'impact de Bâle IV

- **Deutsche Bank: l'output floor ne deviendra pas contraignant avant 2030 ; l'inflation des actifs pondérés par le risque lié au FRTB¹ reste limitée et peu coûteuse à gérer.**
- SEB: s'attend à pouvoir atténuer une grande partie des impacts potentiels de Bâle IV en élargissant les notations externes sur son portefeuille entreprises, à un coût maîtrisé pour le groupe.
- **UniCredit: après le retrait de l'offre sur Banco BPM, le programme de rachat d'actions de 3,6 Md€ prévu pour 2024 sera lancé dès que possible après les résultats T2 2025.**
- Sabadell: Sabadell prévoit des distributions cumulées de 6,3 milliards d'euros (estimations 2025-2027). Globalement, ces montants représentent un taux de distribution de 40 % de la capitalisation boursière, **renforcé par le dividende extraordinaire de 2,5 milliards d'euros lié à la vente de TSB, déjà annoncé.**

Autres

- **Unicredit : la participation de 20 % dans Alpha et la participation de 29 % dans Commerzbank devraient contribuer à environ 7 % des bénéfices de 2027.** Cette contribution représente un retour sur investissement de 20 % après coûts de couverture.
- **Bankinter** pourrait envisager une expansion sur de nouveaux marchés de la zone euro, soit de manière organique, soit via des opérations de fusions-acquisitions complémentaires, dans le cadre d'un objectif de diversification internationale à long terme.
- Deutsche Bank : la position concurrentielle sera protégée par la demande mondiale de contreparties sur les marchés de capitaux, en dehors des grandes banques américaines.
- **BNP : le management a choisi de mettre davantage l'accent sur les risques liés aux tarifs plutôt que sur les bénéfices potentiels du plan de relance fiscale allemand.**
- BCP: le gouvernement portugais a approuvé la mesure visant à réduire l'IRC² de 20% à 19% en 2026, puis de 1 point de pourcentage par an jusqu'à atteindre 17%.

Données au 18/08/2025 | Source: Axiom Alternative Investments | ¹ Fundamental Review of the Trading Book | ² Equivalent de l'impôt sur le revenu des sociétés au Portugal

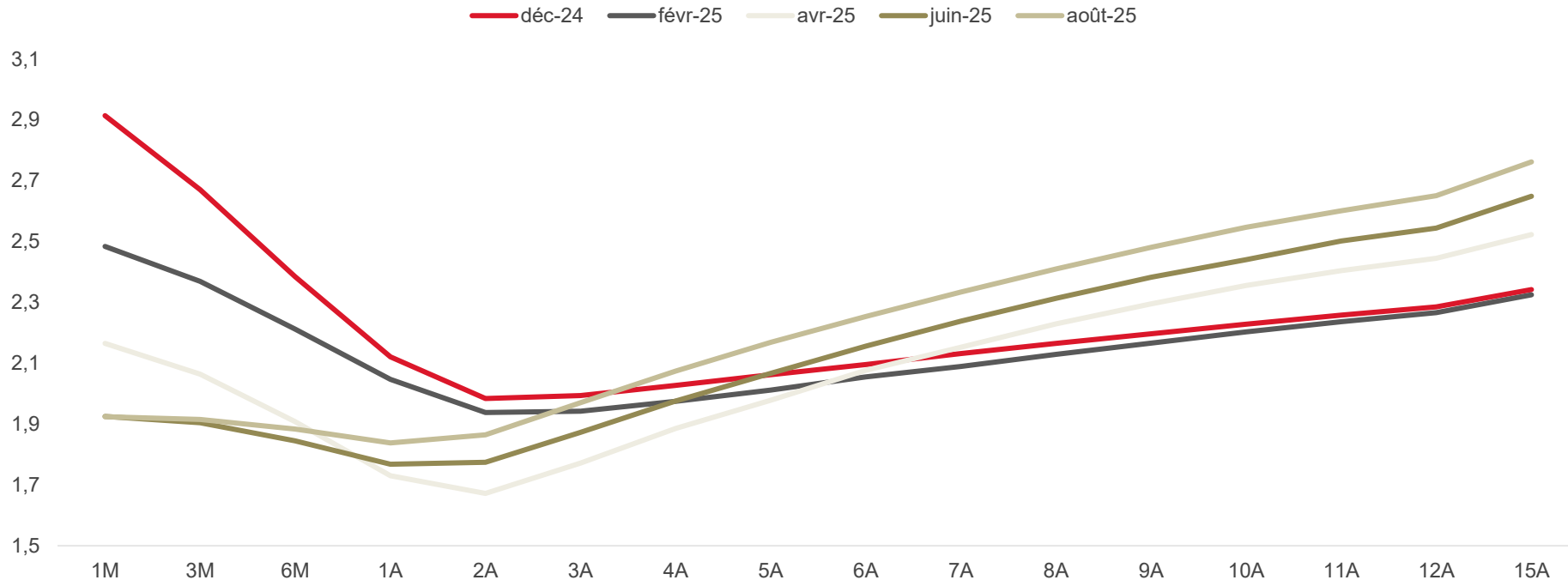


-
-
- I. Retour sur le deuxième trimestre
 - II. **Évolution attendue des fondamentaux du secteur**
 - III. Perspectives boursières
-
-



II.1 L'environnement de taux d'intérêt devient de plus en plus favorable

Une courbe de swaps EUR plus élevée et plus pentue qu'en début d'année



Plusieurs facteurs expliquent la pentification de la courbe : sur la partie courte (attentes de croissance plus fortes, lancement des programmes d'investissement allemands), sur la partie intermédiaire (fin de l'ère "mercantiliste", resserrement quantitatif (QT), hausse de l'offre obligataire souveraine) et sur la partie longue (réforme des fonds de pension néerlandais).

Données au 18/08/2025 | Source: Axiom Alternative Investments

Document réservé aux investisseurs professionnels, ne pas diffuser

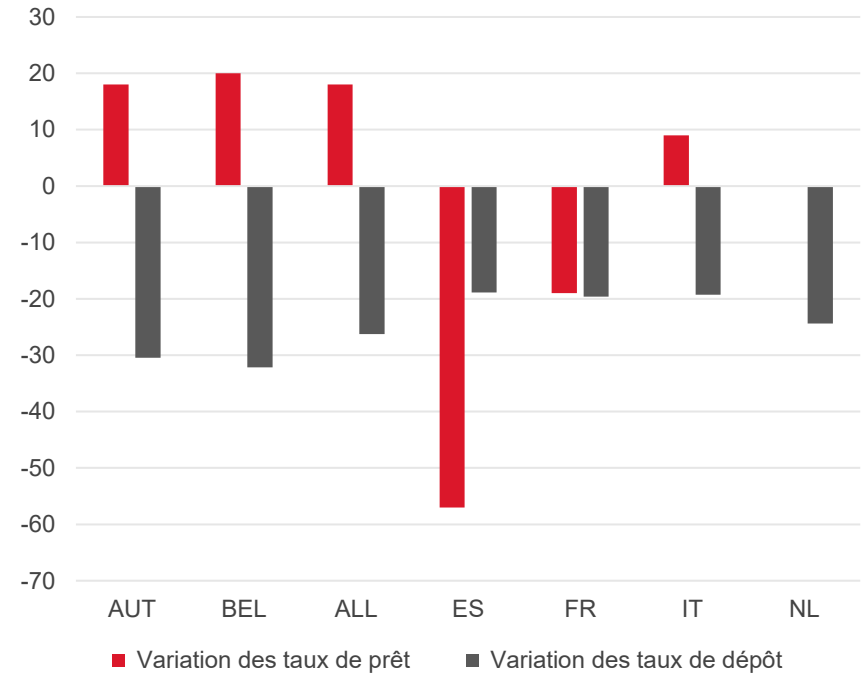


II.2 Les marges d'intermédiation s'améliorent malgré les baisses de taux directeurs

Marges d'intermédiation commerciale dans la zone euro (pb)



Des taux plus élevés sur les prêts, une rémunération plus faible des dépôts (pb)

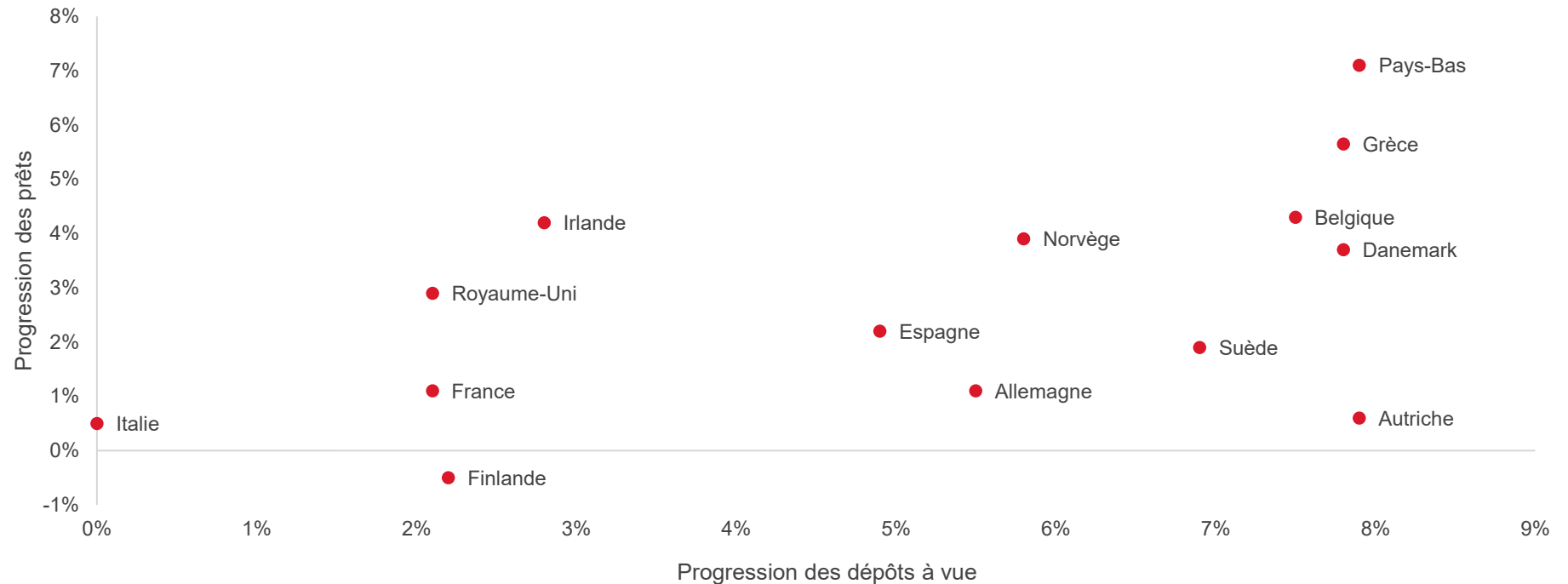


Les taux sur les prêts progressent dans l'ensemble, tandis que le coût des dépôts diminue. Une exception concerne l'Espagne, où la forte concurrence sur les prêts hypothécaires conduit parfois à une tarification irrationnelle.



II.3 Les volumes des dépôts et des prêts repartent à la hausse

Progression des volumes de prêts et de dépôts pour les ménages et les entreprises



Les dépôts à vue progressent d'environ 4 % sur un an, en ligne avec leur tendance de long terme, avec des disparités marquées entre pays (bons du Trésor toujours favorisés en Italie, assurance-vie en France, etc.). Les prêts affichent une croissance d'environ 2,3 %, encore inférieure à la moyenne historique mais en reprise.

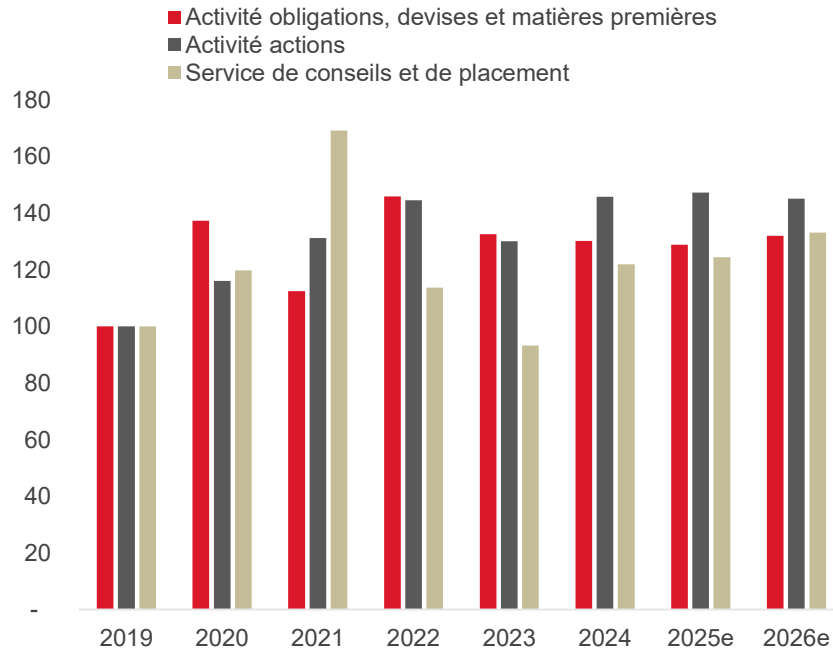
Données au 18/08/2025 | Source: Axiom Alternative Investments

Document réservé aux investisseurs professionnels, ne pas diffuser

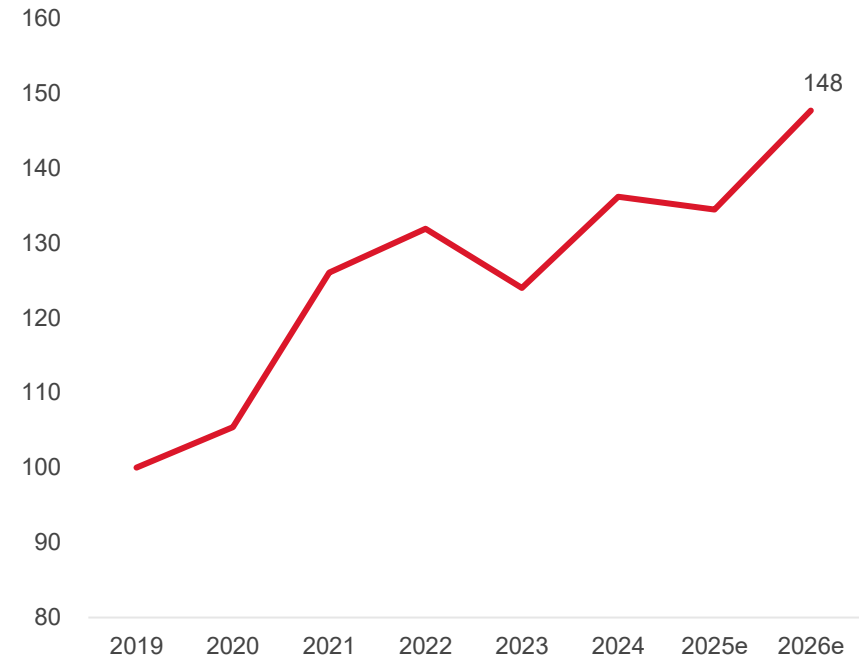


II.4 La bonne tenue des marchés soutient les commissions

Les revenus de la banque de financement et d'investissement se situent désormais au-dessus de leurs niveaux pré-Covid (€ mds)



Les revenus de la gestion d'actifs profitent de la vigueur des marchés et du développement des stratégies privées (€ mds)

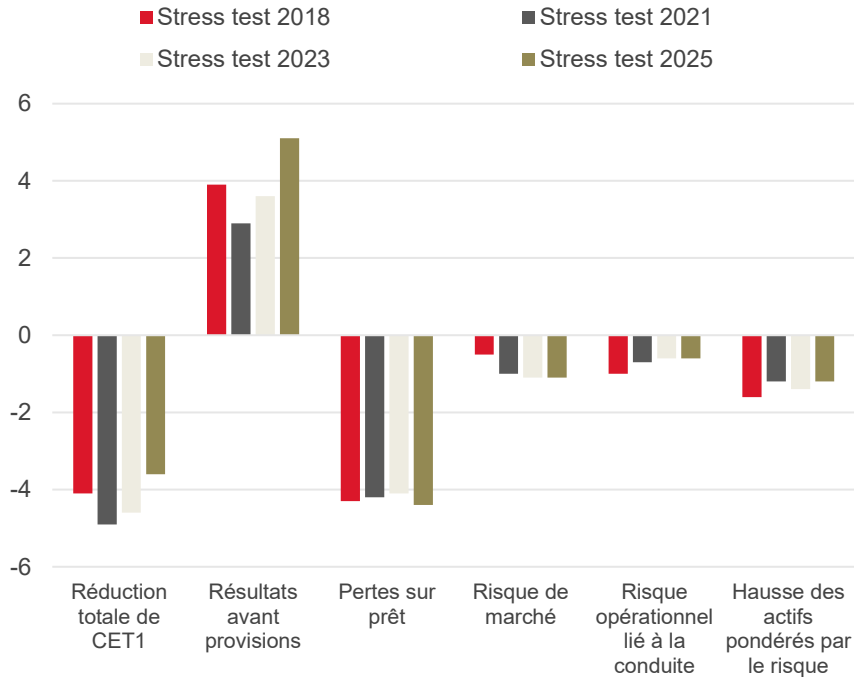


La combinaison de marchés haussiers et d'un environnement macroéconomique volatil (devises, taux, matières premières) stimule les commissions et les revenus de trading. L'activité de placement et de conseil reste en retrait mais progresse néanmoins d'environ +20 % sur un an.

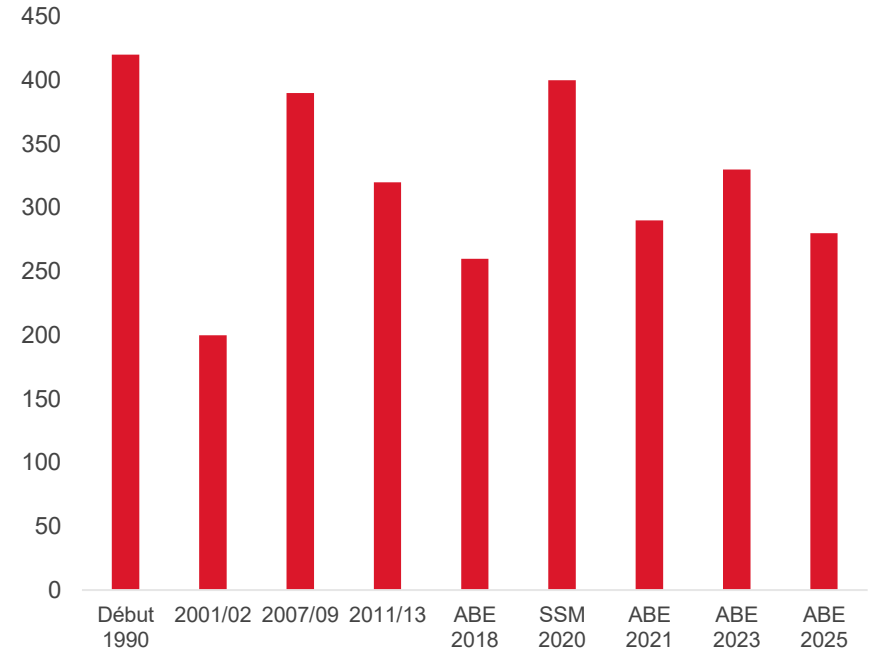


II.5 Le stress test 2025 confirme la solidité de la position en capital du secteur

La meilleure rentabilité des banques explique l'essentiel de la baisse de la consommation de capital en stress test



Les provisions cumulées sur 3 ans (pb) sont conformes aux précédents stress tests et aux récessions passées

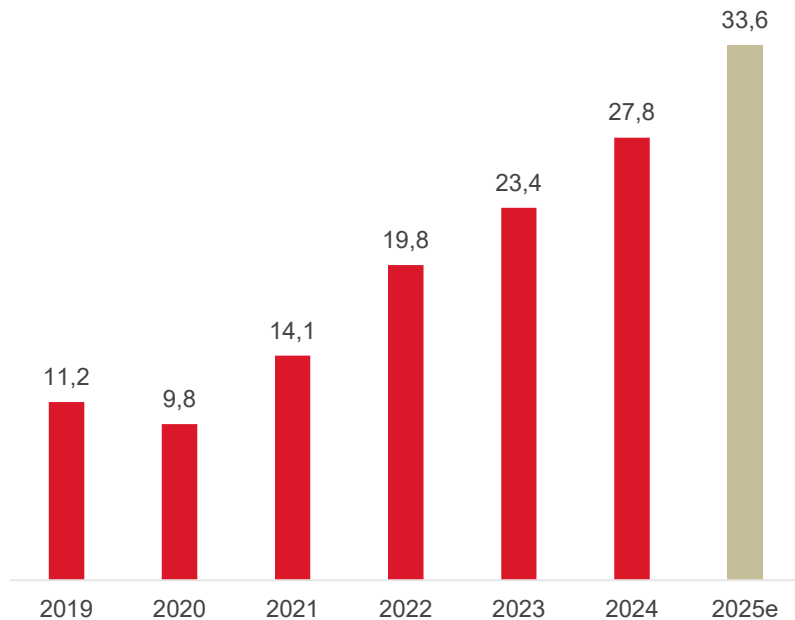


Parmi les banques cotées, seules Deutsche Bank, Société Générale et BNP sont passées sous leurs exigences SREP dans le scénario adverse. Les hypothèses retenues ne tenaient cependant pas compte des récentes améliorations de leurs perspectives de rentabilité.

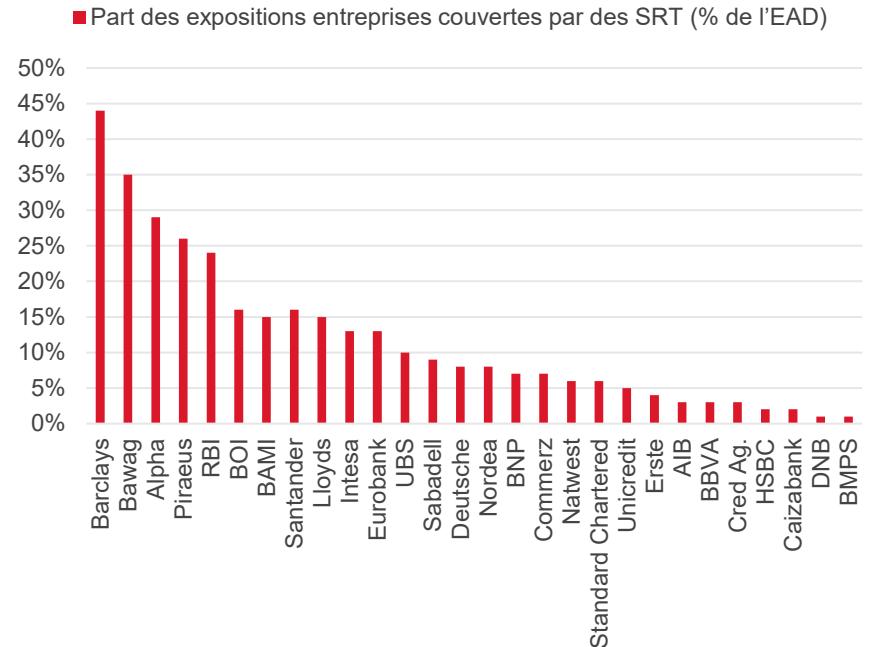


II.6 Capital : marge de manœuvre supplémentaire grâce à l'optimisation des actifs pondérés par le risque

Le marché de la titrisation synthétique (SRT¹) est appelé à poursuivre sa croissance



La plupart des banques disposent d'un fort potentiel d'optimisation de leurs actifs pondérés du risque via des SRT



De nombreuses banques n'ont pas encore recours aux SRT¹ de façon systématique. Selon nos estimations, une utilisation plus large pourrait dégager 40 à 50 pb supplémentaires de capital.



II.7 Les opportunités M&A mettent en évidence le potentiel de déploiement de capital à fort retour sur investissement



La prise de participation de 20 % dans Alpha et celle de 29 % dans Commerzbank devraient contribuer à environ 7 % des résultats 2027. Avec un retour sur investissement de 20 % après couverture, l'investissement reste attractif et financièrement justifié. En contrepartie, il entraîne un coût additionnel d'environ 150 pb, réduisant le capital excédentaire de près de 4,5 Md€. Cela modifie le profil d'investissement d'UniCredit, qui passe d'une logique centrée sur la distribution de capital excédentaire à une logique davantage orientée bénéfices et rentabilité des fonds propres.



Sabadell considère qu'aucune synergie ne pourra être dégagée avant la concrétisation d'une fusion. BBVA : la hausse des coûts fixes technologiques dans le secteur renforce la logique de consolidation et la nécessité de croître en taille. Les impacts financiers détaillés seront communiqués lors du lancement de l'OPA, attendu début septembre..



Selon Bloomberg, BNP discuterait du rachat de l'activité de location de flottes de Mercedes pour environ 1 Md€. Cette opération s'inscrirait dans la lignée des acquisitions ciblées de BNP : elle renforcerait stratégiquement sa plateforme européenne Arval, à un prix jugé raisonnable et pour un investissement en capital initial limité (relatif d'environ 1 % sur le BPA, avec un impact de 10–15 pb sur le CET1).



Sur le dossier Sondrio, les synergies ont été confirmées, avec une intégration désormais attendue d'ici le 1er semestre 2026 et une approbation de la fusion anticipée d'ici fin octobre. Tous les objectifs financiers, synergies incluses, ont été réitérés. La banque prévoit d'actualiser son plan stratégique une fois l'intégration de Sondrio finalisée.



KBC a relativisé la préférence historique de la Wallonie pour un rapprochement entre Belfius et Ethias, rappelant à juste titre que d'autres options seront discutées dans les négociations inévitables. La banque estime qu'Ethias sera vraisemblablement au cœur des discussions à partir de 2026.



L'acquisition de la plateforme de prêts hypothécaires Stabelo pourrait finalement dépasser les 350 M SEK déboursés par Swedbank, la valorisation totale s'élevant à environ 1 Md SEK selon Creades, son propriétaire. La plateforme sera gérée de façon autonome, avec son propre management.



Le plan de transformation d'Ethniki Insurance progresse conformément aux attentes. Le management vise toujours environ 90 M€ de résultat avant impôts en 2027, intégré dans la prévision d'une relation de 5 % du BPA liée à l'acquisition.



La solidité de la position en capital permet d'envisager des opérations de M&A. Le management se dit intéressé par des opportunités dans la banque, l'assurance et la gestion d'actifs sur ses trois marchés clés, avec un focus particulier sur la Bulgarie.

Données au 18/08/2025 | Source: Axiom Alternative Investments

Document réservé aux investisseurs professionnels, ne pas diffuser

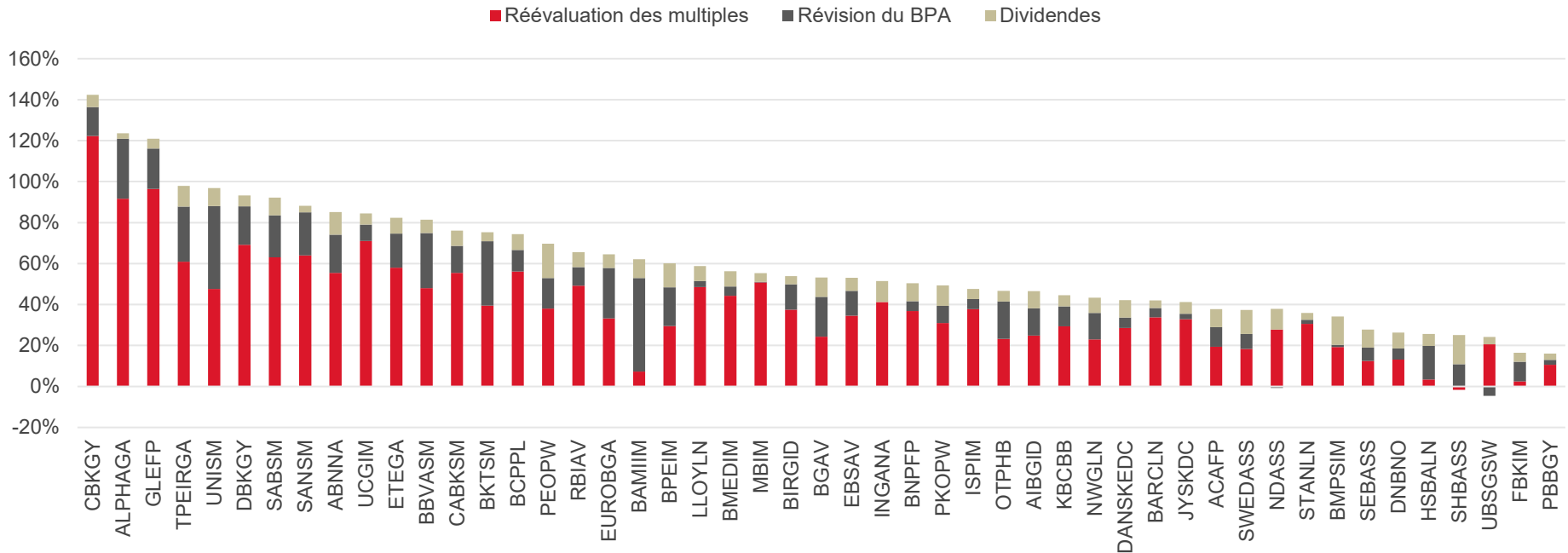


- I. Retour sur le deuxième trimestre
 - II. Évolution attendue des fondamentaux du secteur
 - III. Perspectives boursières**
-
-



III.1 Une performance boursière tirée par la revalorisation des multiples

La réévaluation des multiples a été le principal facteur de performance absolue et relative cette année

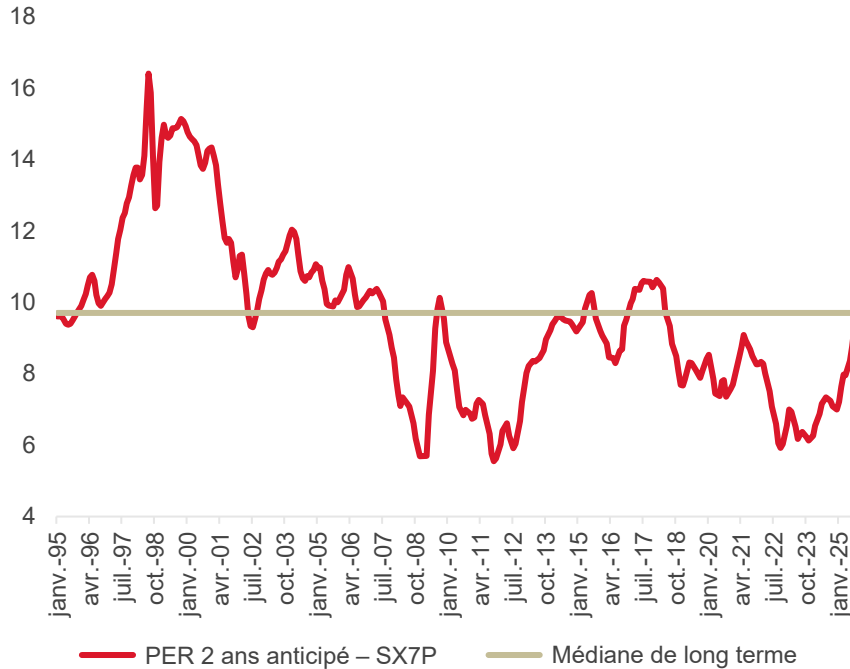


Si les révisions de BPA ont été fortes et largement partagées dans le secteur, la réévaluation des multiples a surtout bénéficié aux banques les plus décotées. Société Générale, Commerzbank, Deutsche Bank, ainsi que plusieurs acteurs périphériques comme les banques grecques ou espagnoles — ont vu leurs multiples de valorisation (PE) quasiment doubler depuis le début de l'année.

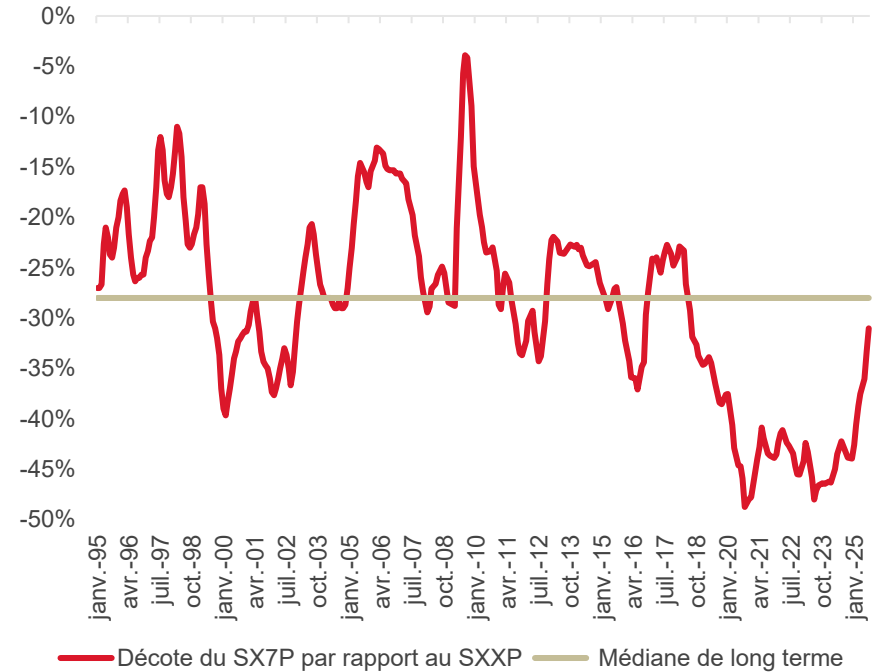


III.2 Des valorisations sur le point de tourner la page du régime post-crise financière ?

Ratio cours/bénéfices prévisionnel pour le Stoxx 600 Banks



Décote en termes de PER des banques européennes par rapport au marché européen



Même si les valorisations atteignent aujourd'hui des plus hauts depuis la crise financière mondiale, elles restent faibles au regard des vingt années précédentes. Étant donné la régularité des résultats bancaires versus des secteurs plus incertains, il n'est pas exclu que la décote continue de se resserrer.



III.3 La dynamique bénéficiaire, les valorisations relatives et le portage restent des facteurs de soutien

Pourquoi les banques ont surperformé depuis le début de l'année

Perspectives économiques plus favorables

Chances réduites de baisse des taux directs

Révisions des anticipations de bénéfices

Réallocations vers l'Europe

Attractivité du portage et des valorisations

Cette dynamique peut-elle se poursuivre ?

Le renforcement du pouvoir d'achat, la résilience des marchés du travail, la reprise de la demande de crédit et le rebond des PMI manufacturiers ont soutenu les perspectives de croissance à moyen terme. Pour prolonger cette dynamique, la mise en œuvre de réformes structurelles en Allemagne et le rétablissement d'une confiance économique plus large seront déterminants.

Le marché ne redoute plus de baisses de taux et se concentre désormais sur des hausses de taux fin 2026 et en 2027, le plan budgétaire allemand générant des pressions inflationnistes. Nous voyons des risques légèrement orientés à la baisse en raison du ralentissement des salaires et de la pression baissière exercée par les prix de l'énergie et de l'alimentation.

Les BPA ont été révisés en hausse de 10 % depuis le début de l'année, contre -7 % pour l'ensemble des autres secteurs. Nos modèles indiquent un potentiel supplémentaire de révision de 5%-10% si les courbes et les niveaux de marché se maintiennent.

L'Europe a bénéficié de flux d'allocation en raison de sa stabilité relative, notamment face au climat plus incertain des institutions américaines, et de l'unité retrouvée entre grands gouvernements autour des thèmes de la défense et de l'investissement. Le maintien d'une stabilité politique durable, aux niveaux national et européen, sera déterminant.

Même si les banques n'affichent plus des PER exceptionnellement bas, elles conservent une forte attractivité relative : décote de 30 % face aux autres secteurs, 25 % face aux grandes banques américaines et 10 % face aux régionales américaines. Leur rendement de distribution, de l'ordre de 8–9 %, demeure très supérieur à la moyenne historique.



III.4 Certaines banques offrent toujours un potentiel de rattrapage significatif

Une dispersion importante des cours sur fonds propres tangibles



La forte dispersion des ratios cours / fonds propres tangibles montre potentiellement une focalisation excessive sur les perspectives de court-terme. Certaines banques espagnoles affichent une capitalisation sur fonds propres tangibles supérieure à 2,0x, alors que les banques françaises restent valorisées à moins de 1,0x.

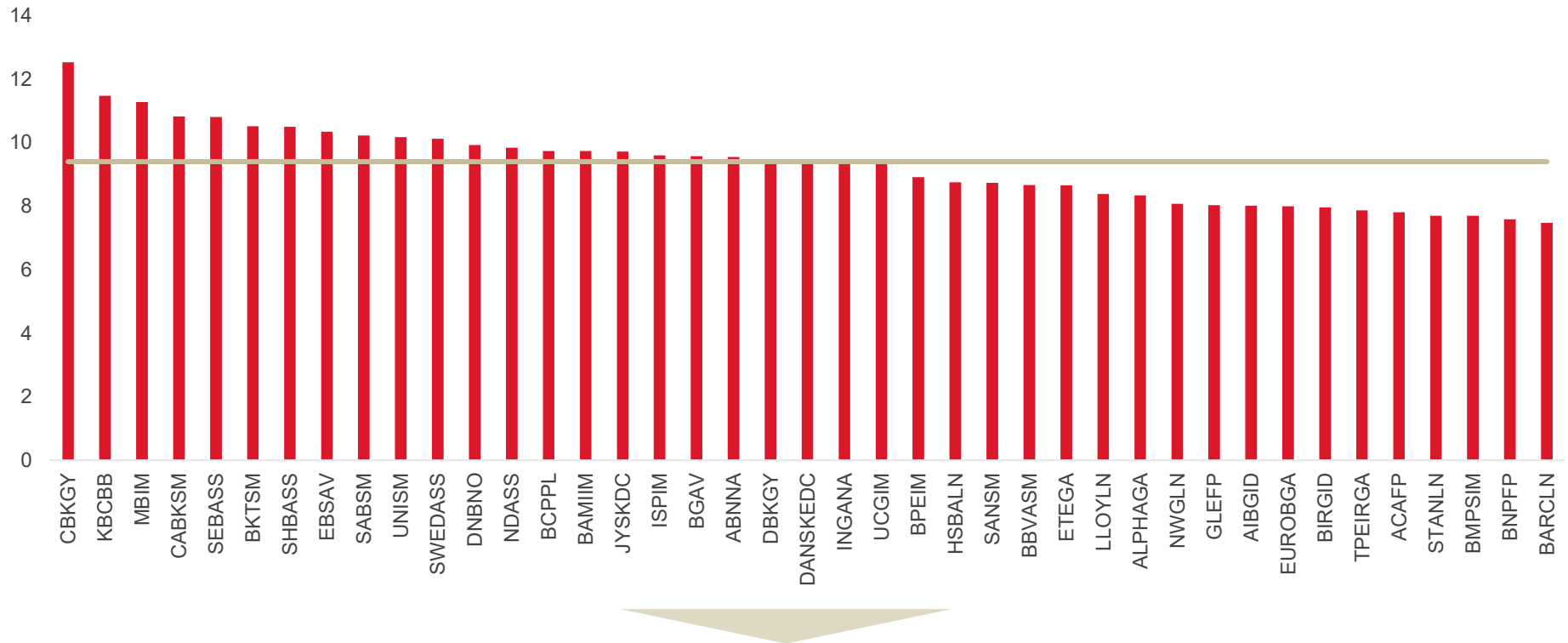
Données au 18/08/2025 | Source : Axiom Alternative Investments

Document réservé aux investisseurs professionnels, ne pas diffuser



III.5 Les valeurs de qualité offrent un point d'entrée favorable

Les multiples de valorisation se sont sensiblement resserrés. Les banques domestiques de la péninsule ibérique se traitent désormais à un PER supérieur à celui des banques nordiques.



La prime attachée historiquement aux créateurs de valeur récurrents (KBC, banques nordiques, Intesa, etc.) s'est en grande partie dissipée. Les établissements efficaces et diversifiées, capables de délivrer des rendements à deux chiffres même dans un contexte macroéconomique défavorable, se distinguent désormais par leur attractivité.



Les points à retenir

Nouveau trimestre de relèvement des perspectives marqué par une confiance renforcée dans les revenus d'intérêts

- Un deuxième trimestre solide, avec un **résultat d'exploitation avant impôts supérieur aux attentes d'environ +3 %** en moyenne, entraînant une **révision à la hausse du consensus 2025/2026 de +2 %**.
- **Le revenu net d'intérêt a progressé de +1 % dans la zone euro sur le trimestre**. En banque de détail, la croissance atteint +3 % en France pour BNP et +8 % pour Crédit Agricole. En Espagne, les résultats suggèrent que la marge nette d'intérêts a probablement touché un point bas. Au Royaume-Uni, la performance est restée conforme aux attentes, malgré une concurrence accrue sur les comptes d'épargne défiscalisés (ISA).
- Les commissions ont légèrement déçu, pénalisées par les effets de change, la correction boursière d'avril et une activité plus faible en banque d'investissement. Toutefois, cela a été largement compensé par la **forte performance des salles de marché**, supérieures au consensus de +2 % à +8 %. Les équipes dirigeantes ont également souligné un bon démarrage du T3 en banque d'investissement et en collecte.
- **Les coûts demeurent maîtrisés**, ressortant en moyenne 1 % sous le consensus.
- Sur le plan du capital réglementaire, Deutsche Bank a apporté des **éléments rassurants concernant l'impact de la réforme CRR3**, tandis que Société Générale a annoncé un programme de rachat d'actions de 1 Md€ accompagné du versement d'un dividende intérimaire.

Des ajustements à la hausse des résultats et des distributions encore à prévoir

- Le taux swap EUR 1Y1Y **s'est stabilisé au-dessus de 2 %**.
- **Les courbes de taux poursuivent leur pentification**, soutenues par les anticipations de croissance, l'expansion budgétaire allemande, le resserrement quantitatif (QT) et la réforme des fonds de pension néerlandais.
- La **bonne tenue des marchés** et la **dynamique de collecte**, notamment sur les actions et obligations européennes, alimentent la croissance des commissions.
- Les **salles de marché continuent d'afficher une croissance à deux chiffres** sur les marchés actions et en banque d'investissement, et une activité soutenue sur les marchés obligataires, de changes et de matières premières.
- Les évolutions réglementaires et le mouvement de consolidation sectorielle favorisent **une génération accrue de capital** et son utilisation via des distributions ou des **opérations de M&A à fort caractère relatif**.

Décote et rendement attractifs, préférence pour la qualité suite à la réduction des écarts de prime de risque intra-sectoriels

- Les valorisations se sont normalisées, le secteur se négociant autour de 9,5x P/E 2025-2026, soit **une décote de 30 % par rapport au marché européen et de 20 % par rapport aux banques américaines**. La **réévaluation relative des multiples pourrait se poursuivre**, portée par la résilience renforcée du secteur et la **dynamique bénéficiaire**, surtout si les **perspectives macroéconomiques européennes s'améliorent**.
- Les **écarts de valorisations intra-sectorielles se sont réduits** après une forte remontée des titres les moins valorisés. Compte tenu du **faible coût d'opportunité du choix de la qualité**, nous privilégions les établissements capables de générer une rentabilité des fonds propres à deux chiffres même dans un scénario macroéconomique plus défavorable.

Données au 18/08/2025 | Source : Axiom Alternative Investments



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

Rendez-vous au prochain trimestre.