Данный аналитический материал не является инвестиционной рекомендацией. Мы убеждены, что основную часть инвестиций следует размещать в инструментах с фиксированной доходностью. Но учитывая интерес клиентов к акциям, мы предоставляем аналитические обзоры без рекомендации к покупке.

TENÍZ CAPITAL
INVESTMENT BANKING

Итоги 3-го квартала 2025 года: Американские банковские титаны демонстрируют устойчивость на фоне меняющихся тенденций

TENÍZ CAPITAL
INVESTMENT BANKING

Данный аналитический материал не является инвестиционной рекомендацией. Мы убеждены, что основную часть инвестиций следует размещать в инструментах с фиксированной доходностью. Но учитывая интерес клиентов к акциям, мы предоставляем аналитические обзоры без рекомендации к покупке.

Итоги 3-го квартала 2025 года: Американские банковские титаны демонстрируют устойчивость на фоне меняющихся тенденций

Сезон отчетности: история силы и стратегических расхождений

Сезон отчетности за 3-й квартал 2025 года оказался периодом впечатляющей устойчивости для крупнейших банков США. Все четыре рассматриваемые компании — **JPMorgan Chase, Bank of America, Wells Fargo** и **Capital One** — превзошли ожидания аналитиков по прибыли, подтвердив способность эффективно адаптироваться к высокой волатильности ставок и кредитным циклам. Однако за общими успехами стоят разные стратегические подходы, каждая из которых по-своему определила результаты квартала. Этот обзор анализирует ключевые драйверы, стоящие за успехом каждого из банков, и демонстрирует, как различия в управлении балансами, рисками и капиталом формируют конкурентную динамику сектора.

Основными темами квартала, которые мы подробно рассмотрим, стали три доминирующих нарратива:

1. **Гонка за возвратом капитала:** Банки активно возвращают капитал акционерам, демонстрируя уверенность в финансовой устойчивости. JPMorgan Chase направил $8,0 млрд на обратный выкуп акций и $4,1 млрд на дивиденды; Bank of America направил $5,3 млрд направил на обратный выкуп и $2,1 млрд на дивиденды; Wells Fargo провел выкуп на $6,1 млрд, а Capital One объявил о новой программе выкупа на $16 млрд, при уже осуществлённом выкупе на $1 млрд за квартал.

2. **История двух балансов:** Противопоставление **JPMorgan** и **Bank of America** стало яркой иллюстрацией того, как различные подходы к управлению процентным риском и портфелями облигаций формируют разрыв в доходности. JPMorgan продолжает выигрывать за счёт более гибкой структуры активов и сильной диверсификации, тогда как BofA сталкивается с эффектами длительного позиционирования в низкодоходные бумаги.

3. **Эпоха после ограничений:** Wells Fargo впервые за долгое время получил возможность расти без ограничений по активам (asset cap), что открывает путь к расширению бизнеса. Capital One, со своей стороны, завершил трансформационное приобретение Discover, укрепив позиции в сфере кредитных карт и цифровых платежей.

Для наглядного сравнения ключевых показателей эффективности ниже представлена сводная таблица.

Таблица 1: Ключевые показатели за 3-й квартал 2025 года

Показатель	JPMorgan Chase	Bank of America	Wells Fargo	Capital One
Выручка	$47.1 млрд	$28.1 млрд	$21.4 млрд	$15.4 млрд
Чистая прибыль	$14.4 млрд	$8.5 млрд	$5.6 млрд	$3.2 млрд
Прибыль на акцию (EPS)	$5.07	$1.06	$1.66	$4.83
ROTCE – Доходность на материальный капитал	20%	15.4%	15.2%	18.8%
Чистый процентный доход (NII)	$24.1 млрд	$15.2 млрд	$12.0 млрд	$12.4 млрд
Коэффициент CET1	14.8%	11.6%	11.0%	14.4%
Выкуп акций в 3 кв.	$8.0 млрд	$5.3 млрд	$6.1 млрд	$1млрд (новая программа на $16 млрд)

Источники: корпоративные отчеты компании

JPMorgan Chase: эталон эффективности

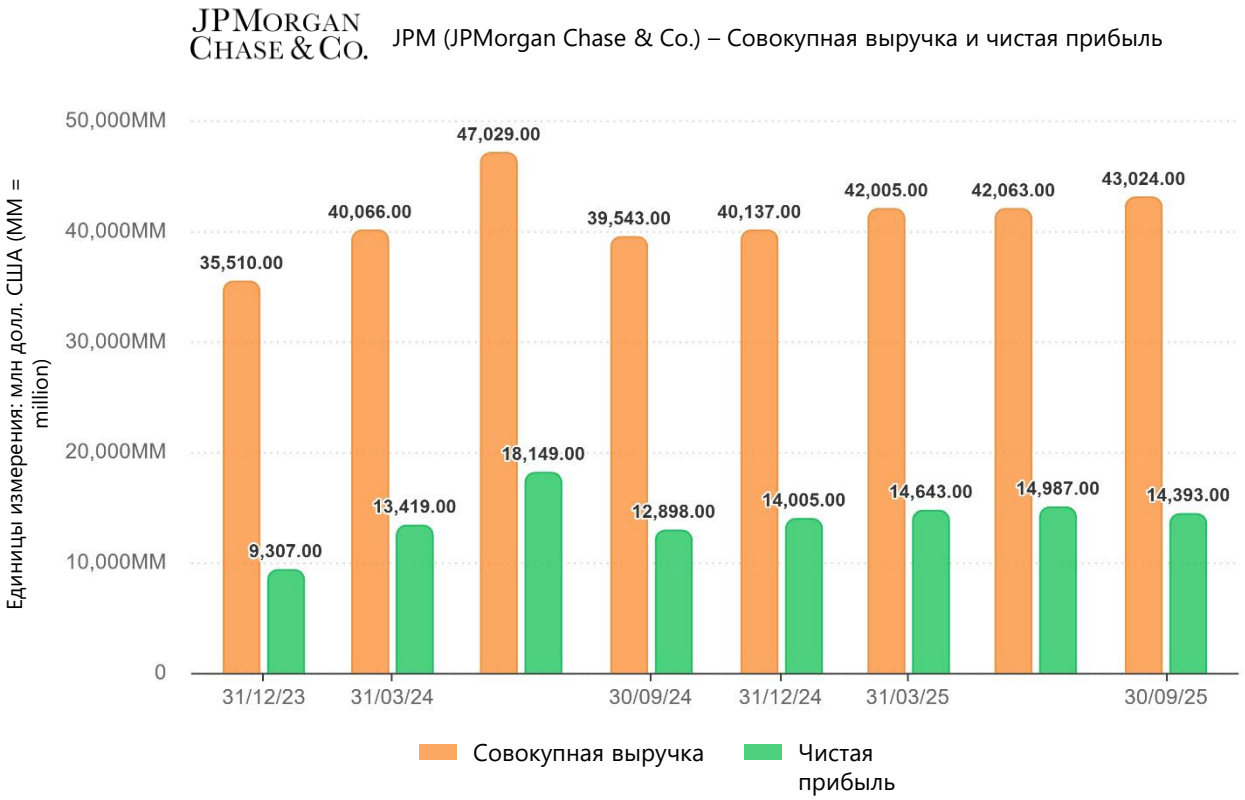
JPMorgan Chase в очередной раз подтвердил свой статус лидера отрасли, продемонстрировав выдающиеся результаты и доказав устойчивость своей бизнес-модели. Чистая прибыль составила $14,4 млрд, а рентабельность материального капитала (ROTCE) – 20%, что остаётся лучшим показателем в секторе и отражает способность банка работать с максимальной эффективностью даже в условиях снижения ставок.

В 3-м квартале 2025 года выручка JPMorgan выросла на 9% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года и составила $47,1 млрд. Чистый процентный доход (NII) увеличился на 2% до $24,1 млрд, а непроцентная выручка подскочила на 17% до $23 млрд. Это привело к росту чистой прибыли на 12% до $14,4 млрд, или $5,07 на акцию. Рентабельность материального капитала (ROTCE) достигла 20%, а коэффициент достаточности капитала первого уровня (CET1) укрепился до 14,8%. За квартал банк выкупил собственных акций на $8,0 млрд

Подтверждение тезиса: разрыв в NII и прибыльности по сравнению с Bank of America

Контраст между JPMorgan и Bank of America в этом квартале подчёркивает значение стратегического управления процентным риском. Несмотря на снижение ставок, NII JPM вырос на 2% до $24,1 млрд, тогда как у BAC он составил $15,2 млрд. ROTCE JPM достиг 20%, против 15,4% у BAC — разрыв, отражающий не циклический, а структурный эффект.

Рисунок 1: Выручка и прибыль JP Morgan за последние 8 кварталов



Этот разрыв — не случайность одного квартала, а результат многолетних стратегических решений. Руководство JPM придерживалось более консервативной стратегии в отношении дюрации своего портфеля ценных бумаг. Это позволило банку избежать значительных инвестиции в низкодоходные инвестиции, как некоторые конкуренты, например BAC. В то время как NII у JPM был обусловлен «ростом и структурой баланса», что указывает на активное и динамичное управление активами и пассивами, в то время как NII у BAC включал «переоценку активов с фиксированной ставкой». Это говорит о более пассивной позиции и зависимости от медленного процесса погашения старых низкодоходных активов.

Глубже в детали: сила диверсификации как источник устойчивости

Стабильно высокие результаты JPM объясняются не только грамотным управлением процентным риском. Ключевым фактором является высокодиверсифицированная бизнес-модель, где несколько мощных направлений могут одновременно генерировать прибыль. Эта структура создает устойчивый поток доходов, который поддерживает премиальную оценку акций и позволяет осуществлять масштабный возврат капитала.

Анализ показывает, что общая выручка компании выросла на 9% до $47,1 млрд. Однако критически важная деталь заключается в том, что чистый процентный доход без учета подразделения Markets остался на уровне прошлого года. Весь прирост NII был обеспечен именно этим подразделением. Главным драйвером квартала стало корпоративно-инвестиционное банковское подразделение (CIB), выручка которого подскочила на 17% до $19,9 млрд. Выручка только от операций на рынках (Markets) достигла рекордных $8,9 млрд, увеличившись на 25%. Комиссии за инвестиционно-банковские услуги выросли на 16%. Подразделение по управлению активами и частным капиталом (AWM) также показало рекордную выручку в $6,1 млрд, что на $12% больше, чем годом ранее.

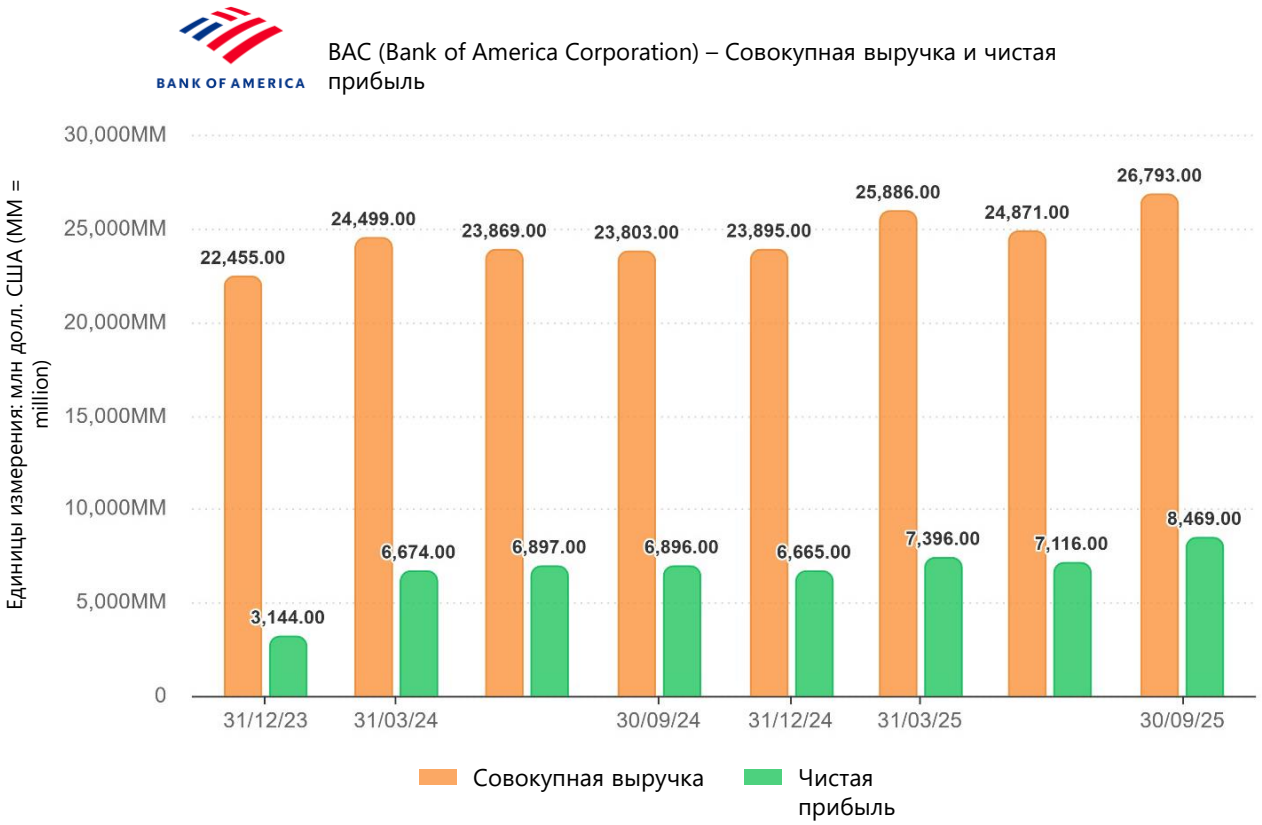
Это демонстрирует, что пока основной банковский бизнес, основанный на процентной марже, испытывал давление из-за снижения ставок, сегменты, генерирующие комиссии и торговый доход, процветали. Такая диверсификация является структурным преимуществом JPM перед банками с большей ориентацией на традиционный коммерческий банкинг. Таким образом, 20% ROTCE — это прямой результат наличия лучших в своем классе подразделений CIB и AWM (подразделение по управлению активами и частным капиталом), способных генерировать огромную прибыль независимо от конъюнктуры процентных ставок.

Руководство JPM представило предварительный прогноз по NII без учета Markets на 2026 год на уровне около $95 млрд, отметив при этом устойчивость потребительского спроса. Квартальный выкуп акций на $8,0 млрд выглядит устойчивым, учитывая, что коэффициент достаточности капитала первого уровня (CET1) составляет 14,8%, что значительно превышает регуляторные минимумы и свидетельствует о наличии достаточных ресурсов для продолжения щедрых выплат акционерам.

Bank of America: стабильность в условиях процентного лабиринта

На первый взгляд, квартал для Bank of America был сильным: выручка выросла на 11%, а прибыль на акцию — на 31%. Однако за этими цифрами скрывается более сложная история: отличный контроль над расходами обеспечил сильный операционный рычаг, но динамика чистого процентного дохода отстает от лидеров из-за структуры баланса.

Рисунок 2: Выручка и прибыль Bank of America за последние 8 кварталов



Обратная сторона медали: бремя портфеля ценных бумаг

В отличие от JPM, стратегия BAC по покупке долгосрочных облигаций в период низких ставок создала значительные трудности. Чистый процентный доход в размере $15,2 млрд был обусловлен ростом кредитов и депозитов, а также «переоценкой активов с фиксированной ставкой». Термин «переоценка» здесь ключевой — он подразумевает медленную, пассивную выгоду по мере погашения старых низкодоходных облигаций и их замены новыми.

Эта стратегия привела к тому, что банк зарабатывает на своем крупном портфеле ценных бумаг меньше, чем мог бы, если бы этот капитал был размещен по текущим, более высоким ставкам. Хотя точная сумма нереализованных убытков не приводится в доступных материалах, ее влияние очевидно при сравнении с NII у JPM. Прогноз руководства по NII на 4-й квартал составляет $15,6 - $15,7 млрд (на полностью налогооблагаемой основе), что указывает лишь на скромный последовательный рост и подтверждает, что увеличение NII будет постепенным процессом.

Глубже в детали: операционная эффективность как ключевой драйвер

Хотя история с NII у BAC выглядит непростой, операционное совершенство банка является его главным и, возможно, недооцененным преимуществом. Способность банка наращивать выручку значительно быстрее расходов стала основным драйвером роста прибыли на акцию (на 31%) и свидетельствует о высочайшей дисциплине управления.

Финансовый директор Алистер Бортвик подчеркнул, что рост выручки на 11% значительно опередил рост расходов на 5%. Это привело к созданию положительного операционного рычага в размере 5,6% (560 базисных пунктов). Этот рычаг напрямую способствовал улучшению коэффициента эффективности до уровня ниже 62%.

Таким образом, в то время как рынок фокусируется на проблемах с NII и нереализованными убытками, настоящая история успеха BAC в этом квартале — это контроль над затратами. Именно эта дисциплина позволила банку преобразовать уверенный рост выручки в исключительный рост чистой прибыли. Это важный контраргумент на фоне слабости NII.

В 3-м квартале банк вернул акционерам $7,4 млрд ($5,3 млрд через выкуп акций и $2,1 млрд в виде дивидендов). Коэффициент CET1 на уровне 11,6% является сильным, но ниже, чем у JPM и COF, что предполагает более взвешенный подход к возврату капитала в будущем.

Wells Fargo: освобожденный и нацеленный на рост

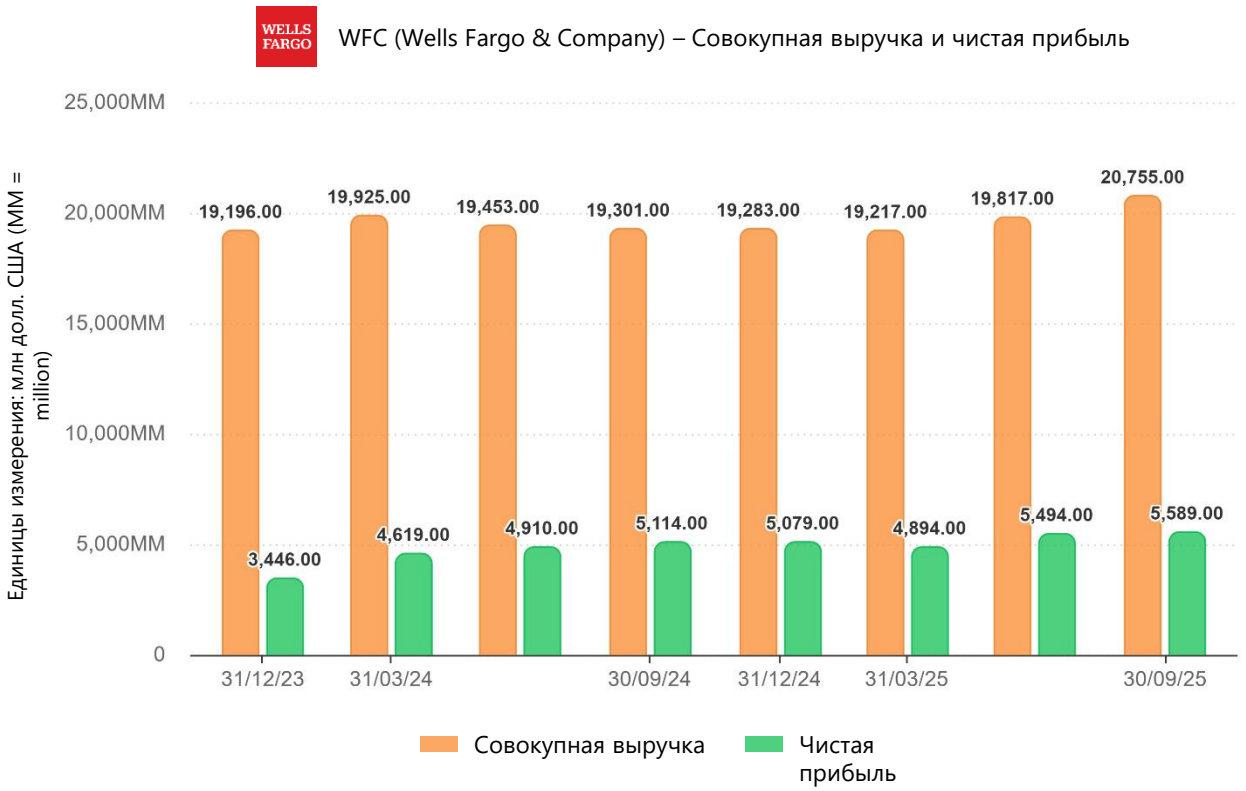
Этот квартал стал поворотным моментом для Wells Fargo. Главным событием стало снятие Федеральной резервной системой (ФРС) ограничения на рост активов (asset cap), которое действовало несколько лет. Повествование смещается с периода исправления ошибок и ограничений к новой эре наступательного роста и развертывания капитала. Комментарии генерального директора Чарли Шарфа о «набираемом импульсе» и «самом высоком квартальном росте кредитного портфеля за последние три года» задают тон этому новому этапу.

Подтверждение тезиса: жизнь после asset cap

Итоги квартала полностью подтверждают тезис о том, что снятие ограничения на рост активов стало для Wells Fargo мощным катализатором.

- **Рост:** Отмена asset cap напрямую способствовала сильному росту баланса: средний объем кредитов увеличился на 2% в годовом исчислении до $928,7 млрд. Руководство прямо связывает «ускоренный рост кредитования» со снятием этого ограничения.

Рисунок 3: Выручка и прибыль Wells Fargo за последние 8 кварталов



- **Выкуп акций:** Банк немедленно воспользовался своей новообретенной гибкостью, выкупив акции на $6,1 млрд за квартал. Это демонстрирует четкое намерение использовать освободившиеся возможности для вознаграждения акционеров.
- **Новые цели:** Самым значимым подтверждением является объявление новой среднесрочной цели по ROTCE на уровне 17-18%. Такое смелое заявление было бы неправдоподобным, если бы банк все еще находился под действием asset cap. Это сигнализирует о фундаментальном сдвиге в потенциале прибыльности компании.

Глубже в детали: оптимизация капитала как ускоритель ROTCE

Хотя рост кредитования является главной новостью, более мощным и быстрым драйвером на пути Wells Fargo к ROTCE в 17-18% станет оптимизация капитала, а именно — снижение коэффициента CET1. Это механический, контролируемый руководством рычаг, который обеспечивает более предсказуемый путь к повышению рентабельности, чем менее предсказуемый рост кредитного портфеля.

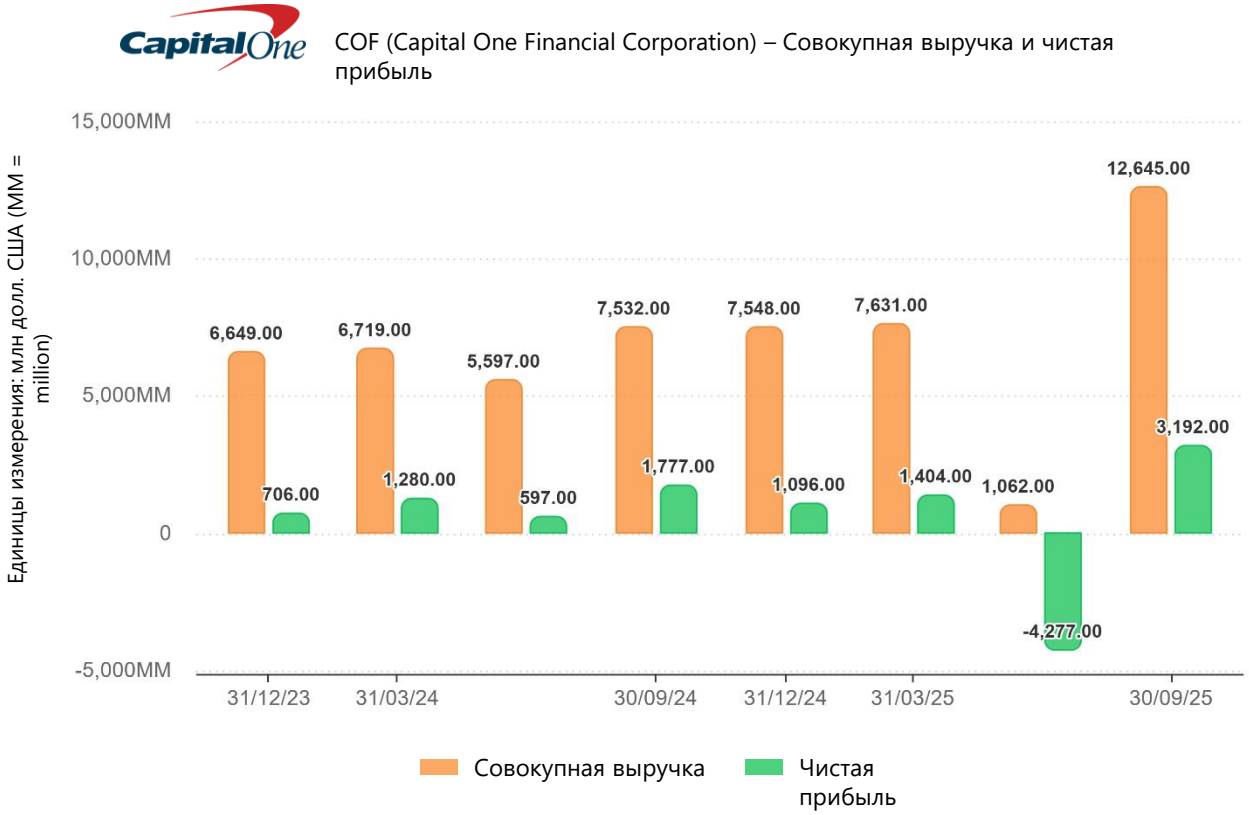
Рассмотрим логику: Wells Fargo завершил 3-й квартал с коэффициентом CET1 на уровне 11%. Руководство четко обозначило новую цель — снизить этот показатель до 10,0-10,5%. Разница в 50-100 базисных пунктов представляет собой миллиарды избыточного капитала, который в настоящее время занижает знаменатель в формуле ROTCE (материальный собственный капитал). Этот капитал может быть возвращен акционерам через выкуп акций, что напрямую уменьшает количество акций и объем капитала, механически увеличивая ROTCE (Прибыль / Капитал). Это прямой и немедленный эффект. Альтернативно, капитал можно направить на рост кредитования, что со временем увеличит числитель (прибыль), но также увеличит и взвешенные по риску активы, что может оказать давление на коэффициент капитала, а отдача не будет мгновенной.

Следовательно, наиболее эффективный способ достичь цели в 17-18% ROTCE в «среднесрочной перспективе» — это агрессивный выкуп акций, финансируемый за счет снижения CET1 до целевого диапазона. Рост кредитования является дополнительной, долгосрочной стратегией для увеличения абсолютного размера прибыли. Но именно оптимизация капитала является ключом к повышению нормы прибыли.

Capital One: дивиденды от сделки с Discover

В центре внимания этого квартала — трансформационное влияние приобретения Discover Financial, сделка по которому была закрыта в мае 2025 года. Результаты 3-го квартала отражают первый полный квартал работы объединенной компании. Ключевыми моментами стали огромный запас капитала (CET1 14,4%) и последующее объявление о масштабной программе выкупа акций на $16 млрд.

Рисунок 4: Выручка и прибыль Capital One за последние 8 кварталов



Примечание: бухгалтерский, а не экономический убыток

Убыток в размере $4,28 млрд, отраженный в отчетности за третий квартал 2025 года (по состоянию на 30 сентября), является прямым бухгалтерским следствием приобретения компании Discover Financial. Это не денежный убыток (non-cash loss), который возник из-за применения стандарта финансового учета CECL (Current Expected Credit Losses). По этому правилу, в момент закрытия сделки Capital One был обязан единовременно создать резерв под все ожидаемые кредитные убытки на весь срок жизни приобретенного портфеля кредитов Discover. Эта гигантская сумма резерва немедленно отражается в отчете о прибылях и убытках как расход, что «съедает» всю квартальную прибыль и приводит к формальному (бухгалтерскому) убытку, даже при том, что операционная выручка была позитивной.

Подтверждение тезиса: капитальная крепость и агрессивный выкуп

Данные квартала убедительно подтверждают исходный тезис. Коэффициент CET1 на уровне 14,4% является исключительно высоким и прямо указан в отчете о прибылях и убытках.

Обоснование новой программы выкупа на $16 млрд напрямую связано с этой капитальной мощью. В ходе телеконференции финансовый директор прямо заявил, что «всесторонняя оценка капитала объединенной компании» показала, что долгосрочная потребность в капитале составляет 11%. Разница в 340 базисных пунктов между текущим уровнем в 14,4% и целевым в 11% представляет собой огромный избыток капитала. Программа выкупа на $16 млрд является прямым механизмом для «оптимизации» баланса и возврата этого избытка акционерам. Это четкая причинно-следственная связь.

Глубже в детали: «ззамедленный рост» как управляемая интеграция

Хотя долгосрочная история синергии выглядит убедительно, непосредственной задачей для Capital One является управление «временным замедлением роста» (growth brownout) в унаследованном портфеле Discover. Процесс интеграции требует временной приостановки агрессивных инициатив по росту собственных продуктов Discover, что создает краткосрочные трудности, которые компенсируются масштабным возвратом капитала.

Руководство подтвердило цель по синергии в размере $2,5 млрд. Однако в комментариях также отмечается, что унаследованный портфель кредитных карт Discover «продолжил незначительно сокращаться и, вероятно, столкнется с трудностями в росте» из-за корректировок кредитной политики. Для описания этого периода используется термин «brownout», который, как ожидается, продлится «пару лет» до возобновления роста после завершения интеграции.

Это означает, что, хотя собственные брендированные продукты Capital One будут расти, значительная часть недавно приобретенного бизнеса будет намеренно сокращаться или стагнировать в ближайшем будущем. Агрессивный выкуп акций на $16 млрд и повышение дивидендов можно рассматривать не только как возврат избыточного капитала, но и как мощный инструмент для поддержки акций и обеспечения доходности для акционеров в этот переходный период, когда органический рост приобретенного портфеля намеренно подавляется. Это мост к будущему росту, основанному на синергии.

Позитивный взгляд руководства на состояние потребителей подтверждается высвобождением резервов под кредитные убытки на сумму $760 млн и улучшением коэффициента списаний по внутренним картам, что вселяет уверенность в качестве объединенного кредитного портфеля.

Заключительные мысли: позиционирование на 2026 год

Подводя итоги, можно сказать, что хотя все банки показали хорошие результаты, их стратегическое позиционирование — вот что действительно имеет значение для инвесторов.

- **Прибыльность и качество:** JPMorgan остается бесспорным лидером по стабильно высокой рентабельности (ROTCE), обусловленной его диверсифицированной моделью.
- **Рост и трансформация:** Wells Fargo и Capital One предлагают самые убедительные истории трансформации. Wells Fargo освободился от ограничений, а Capital One интегрирует актив, меняющий правила игры. Их потенциал для роста прибыли и переоценки мультипликаторов, возможно, выше, хотя и сопряжен с большими рисками исполнения.
- **Возврат капитала и баланс:** Capital One имеет самый четкий и агрессивный краткосрочный план возврата капитала, основанный на его избыточной капитальной базе. JPMorgan и Wells Fargo также активно возвращают капитал, в то время как Bank of America действует более взвешенно.

В итоге, JPM — это «крепость», BAC — «дисциплинированный навигатор», WFC — история «от разворота к росту», а COF — «трансформационный интегратор». Выбор для инвестора зависит от его аппетита к риску и желаемой экспозиции — на качество, стоимость или особую ситуацию.

TENÍZ CAPITAL
INVESTMENT BANKING

Информация, содержащаяся в настоящем отчете, носит исключительно информационный характер и не является предложением на совершение операций. Отмечаем, что прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем.

АО «Teniz Capital Investment Banking» не несет ответственности за использование клиентами приведенной информации, а также за сделки и операции с финансовыми инструментами, упоминающимися в ней.

Финансовые инструменты, номинированные в иностранной валюте, могут быть подвержены влиянию динамики курса валют.

Рекомендуем оценивать целесообразность и риск тех или иных инвестиций и стратегий и учитывать волатильности рыночной конъюнктуры.

АО «Teniz Capital Investment Banking»

Республика Казахстан,
г. Алматы, пр. Назарбаева, 240 г,
БЦ CDC-1

Республика Казахстан,
г. Астана, ул. Сыганак, д.60/4,
БЦ Abu Dhabi Plaza

e-mail: clients@tenizcap.kz | tenizcap.kz
+7 771 722 79 51 (WhatsApp)
+7 778 208 88 80
+7 727 355 37 22

ИНВЕСТИЦИОННЫЙ БАНКИНГ
ib@tenizcap.kz

ОТДЕЛ ПО РАБОТЕ С КЛИЕНТАМИ
sales@tenizcap.kz

ҚНРДА 18.05.2023 ж. берген №3.2.249/19 лицензия
Лицензия АРРФР №3.2.249/19 от 18.05.2023 г.

ҚНРДА 16.06.2023 ж. берген №4.3.19 лицензия
Лицензия АРРФР №4.3.19 от 16.06.2023 г.