

Janvier 2024 – communication publicitaire

Groupama Axiom Legacy

Perspectives 2024

En résumé :

- 2023 a été une bonne année pour le crédit financier en dépit du choc Crédit Suisse en mars.
- L'activité réglementaire, cœur d'expertise du fonds Groupama Axiom Legacy, a été importante. Elle va devenir intense dans les deux prochaines années, sous la double pression des régulateurs et des échéances réglementaires.
- La volte-face de BNP en la matière en est un exemple frappant : la première banque de l'UE abandonne son legacy-scepticisme et commence à rembourser ses legacy. Groupama Axiom Legacy en profite largement et affiche une performance depuis début d'année de +2,33% (au 23 janvier¹) alors que les indices sont à +0,10% pour l'indice AT1 et -0,55% pour l'indice Tier2².
- Le secteur financier aborde l'année 2024 avec de nombreux atouts à notre avis :
 - Les scénarios macro-économiques sont majoritairement favorables
 - Des rendements supérieurs au secteur non financier (à rating équivalent)
 - L'exigence en MREL comme nouveau moteur
 - Un marché primaire dynamique
- Groupama Axiom Legacy affiche un taux de rendement actuariel moyen du portefeuille de 8,14% à fin décembre 2023 pour un rating moyen de BB+.

2023, Une année qui commence mal... mais qui finit bien

1/ De Crédit Suisse au Rallye d'octobre

Le sauvetage de Crédit Suisse par UBS dans des conditions contestables a été évidemment l'évènement le plus marquant du début de l'année 2023. Victime de l'onde de choc provoquée par la crise des banques régionales américaines, la banque suisse a fait figure de maillon faible en Europe mais sa chute a paradoxalement renforcé le secteur.

Une des leçons de la crise du printemps est également que le secteur bancaire européen apparaît mieux régulé et surveillé que son homologue américain : gestion du risque de taux, gestion de la liquidité, règles applicables aux banques de taille moyenne, etc.

¹ Avertissement : Les performances passées ne préjugent pas des performances futures et ne sont pas constantes dans le temps. Les performances indiquées sont celles de la part P (FR0013251881).

² Indice ICE BofA Contingent Capital pour les AT1 et indice ICE BofA Euro Subordinated and lower tier2 pour les Tier2

Passée une phase d'interrogation sur le traitement injuste subi par les porteurs de titres AT1, le marché de la dette financière est entré en phase de normalisation et reflète de plus en plus un secteur bancaire qui a retrouvé pour la première fois depuis 2008, une rentabilité sur fonds propres à deux chiffres.

L'année s'est terminée sur une note bien plus optimiste, portée par l'anticipation de retournement proche des politiques monétaires tant américaine qu'europpéenne.

Dans ce contexte, le fonds Groupama Axiom Legacy termine l'année 2023 avec une performance de +4,24%³.

2/ L'activité réglementaire sur les deux prochaines années : nous entrons dans le money time

L'année 2023 a été une année normale en matière d'exercice des options de rachat par les banques et les assureurs. Les émetteurs ont continué de rappeler à la première date de call les AT1 concernés, à l'exception de Deutsche Pfandbriefbank et de Santander (cette dernière ayant finalement rappelé son AT1 à la deuxième date de call c'est-à-dire trois mois après).

Côté réglementaire, nous anticipons une activité intense sur les exercices 2024 et 2025. En effet les émetteurs subissent la double pression des régulateurs qui ont rappelé la nécessité de nettoyer les bilans des titres posant un problème (opinion de l'Autorité Bancaire Européenne, ABE, sur le risque d'infection) et de la proximité des échéances réglementaires. Nous comprenons également que l'ABE prépare un rapport sur l'application concrète de son opinion sur les titres Legacy. Ce rapport pourrait constituer un nouveau catalyseur.

Groupama Axiom Legacy est investi largement sur des titres concernés par les phases de transition réglementaires suivantes :

- AT1 « Legacy » déqualifiées à 100% au plus tard le 30/06/2025
- Transition Solvency 1 vers Solvency 2 pour les titres d'assureurs, échéance 31/12/2025
- Titres déqualifiés depuis le 31/12/2021 au titre du passage de Bâle 2 à Bâle 3 toujours en circulation (titres discos et CMS essentiellement).

Les évolutions réglementaires devraient représenter à notre avis un moteur de performance pour Groupama Axiom Legacy en 2024 et 2025.

3/ La capitulation des « Legacy sceptiques »

Jusqu'à très récemment quelques grandes banques européennes (principalement HSBC, BNP et DNB) ont affiché publiquement des positions opposées à l'EBA en matière de traitement des titres legacy.

³ Avertissement : Les performances passées ne préjugent pas des performances futures et ne sont pas constantes dans le temps. Les performances indiquées sont celles de la part P (FR0013251881).

Elles soutenaient que ces anciens tier1 étaient toujours éligibles en tier2 et pouvaient être conservés dans le nouveau cadre réglementaire.

Toutes trois ont fini par capituler et ont entamé le remboursement de leurs titres legacy (achevé pour DNB).

BNP a fait une annonce importante en décembre dernier sur ses legacy : 6 titres ne seront plus comptabilisés dans le capital réglementaire Tier2. En conséquence, BNP a annoncé son intention de caller l'un d'entre eux (le seul qui avait une option de call, il cotait 95 du pair, les 5 autres titres sont des pures perpétuelles sans option de rachat).

Nous savons désormais que le changement d'attitude de la BNP est lié à un courrier très ferme de l'EBA en réponse à un cabinet juridique représentant des porteurs de ces fameux titres discos. Ce courrier a été publié sur le site de l'EBA, il contredit publiquement la position de la BNP et cet avis a été transmis à l'ACPR et à la BCE.

Nous pensons qu'il est très probable que BNP introduise des calls sur tous ces titres pour ensuite les racheter, à l'image notamment de ce qu'avait fait Société Générale dans une situation en tous points similaire.

Les Discos BNP représentent une position de près de 4% sur le fonds Groupama Axiom Legacy, constituée principalement de deux titres largement décotés (prix autour de 70% du pair au 1er janvier) et sur lesquels la communication de l'émetteur vient récemment d'évoluer.

Au 23 janvier, Groupama Axiom Legacy est en hausse⁴ sur l'année de +2,33% avec une contribution de +0,67% de notre exposition à la BNP. L'indice AT1 sur la même période a une performance⁴ de +0,10% et l'indice Tier 2 de -0,55%⁴. Le mouvement de hausse n'est a priori pas terminé puisqu'au 23 janvier les titres cotent entre 88 et 93 du pair.

Par ailleurs, au 1er janvier le portefeuille détient 20% de titres similaires dont le prix moyen est de 82% du pair (donc avec des plus-values significatives à venir) et un coupon moyen de 3,70%.

Nous abordons 2024 avec de nombreux atouts

1/ Des scénarios macro-économiques majoritairement favorables

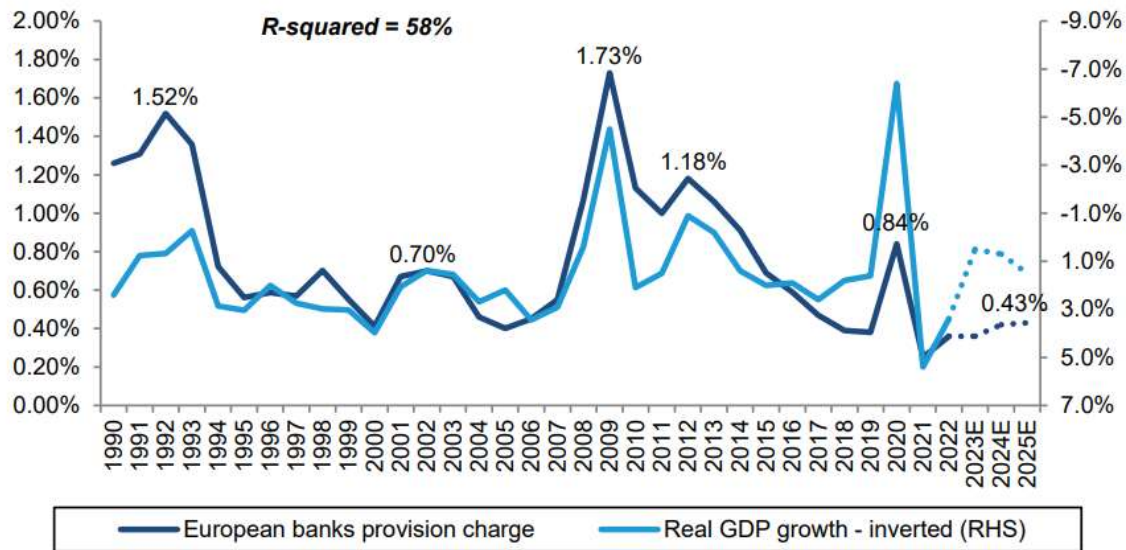
Les banques ont toujours été sensibles à la macroéconomie. Historiquement, on constate une forte corrélation entre les niveaux de pertes sur prêts et les données de croissance économique. Si les marchés se trompent sur le scénario d'un atterrissage en douceur aux Etats-Unis et en Europe, quel serait l'impact pour le secteur bancaire ?

Aujourd'hui la plupart des grandes banques ont un ratio bénéfice avant provision / coût du risque supérieur à 3 (source : Citigroup). Cela qui signifie que le secteur pourrait en théorie faire face à un triplement des pertes sur prêts sans impact sur les ratios de fonds propres. Comme le montre le graphique ci-dessous, il faudrait une récession sévère, de l'ordre de -3% de PIB, pour entraîner des

⁴ Avertissement : Les performances passées ne préjugent pas des performances futures et ne sont pas constantes dans le temps. Les performances indiquées sont celles de la part P (FR0013251881).

pertes en capital. Ce type de récession s'est déjà produit mais reste très éloigné des prévisions actuelles des économistes.

As % average loans



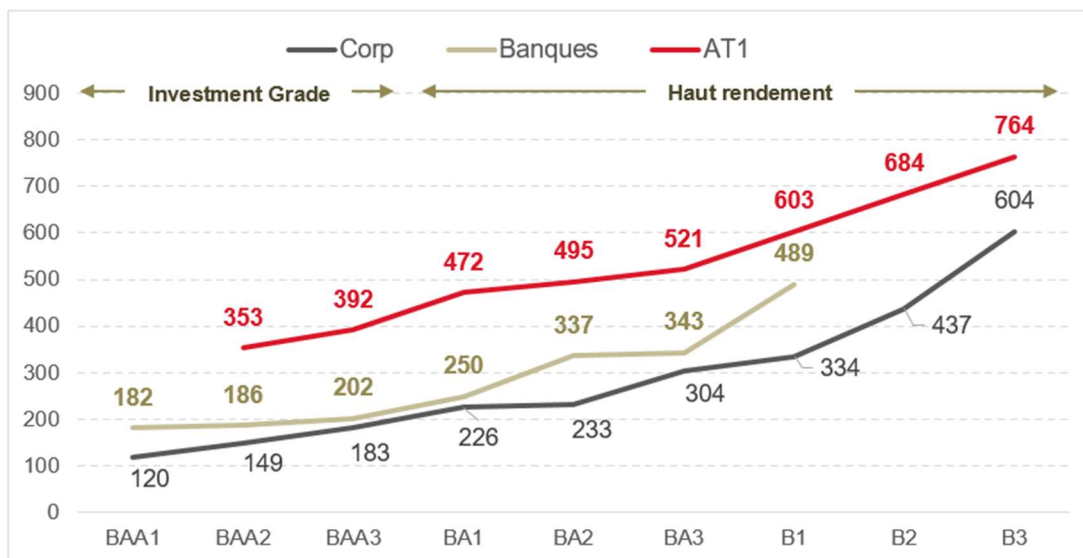
Source : Autonomous

De plus, l'EBA signale dans un rapport récent que les banques dans leur ensemble, possèdent un montant très significatif de provisions de précaution constituées à l'époque de la COVID puis réaffectée au risque lié au conflit en Ukraine et désormais toujours en place en attente d'une possible affectation.

2/ Le secteur bancaire génère à rating équivalent, des rendements supérieurs au secteur non financier

Historiquement les obligations d'émetteurs financiers européens offrent des rendements supérieurs aux rendements des obligations d'émetteurs non-financiers de même notation.

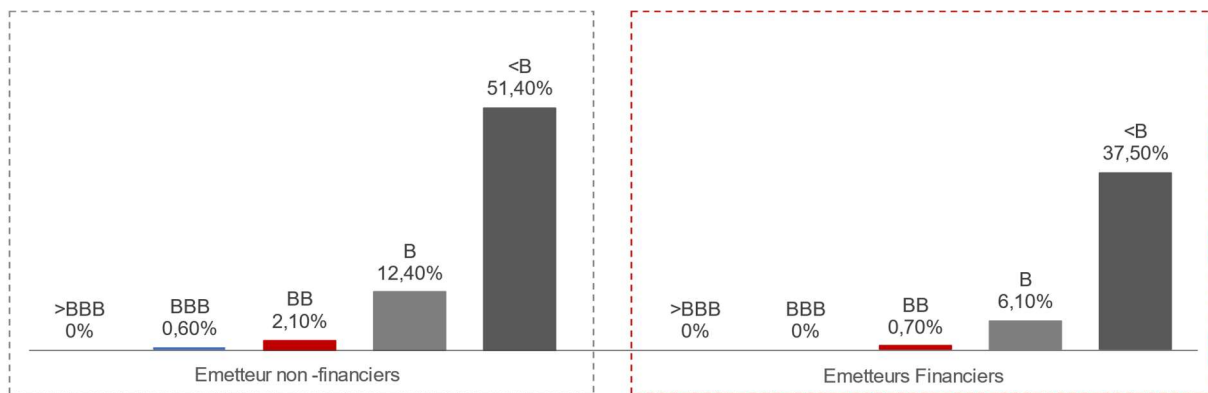
Comparaison des spreads OAS au 30/11/2023 par rang de notation :



Source : Bloomberg, Axiom

Cet écart de rendement n'est pas justifié par la sinistralité : les statistiques des agences de notation montrent que le taux de défaut des émetteurs financiers est inférieur à celui des émetteurs privés non financiers.

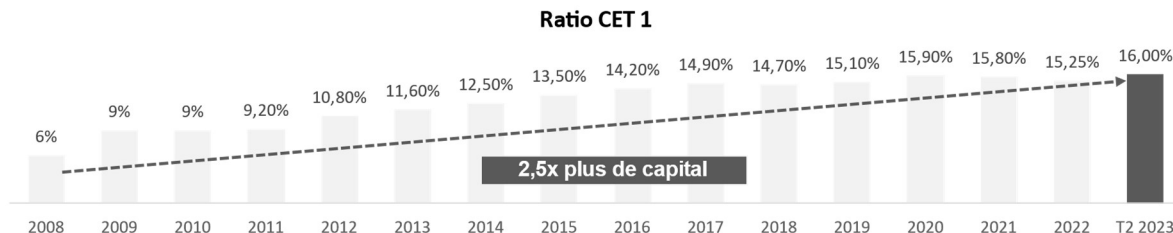
Taux de défauts mondiaux par notations cumulés sur 5 ans (2017-2022) en %



Données à fin décembre 2022 | Source : S&P Ratings Global Corporate Default and Rating Study 2022.

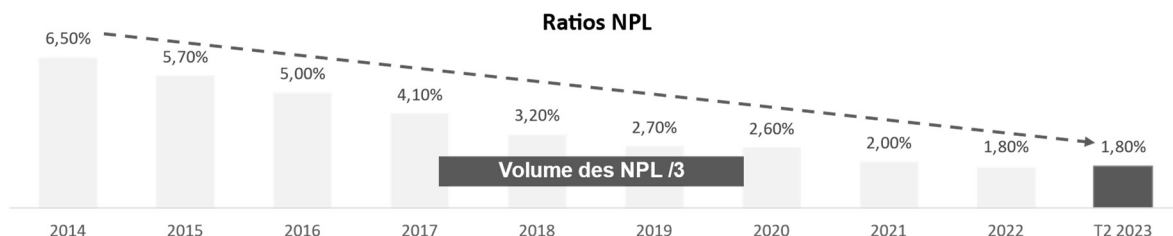
Par ailleurs, la qualité de crédit du secteur bancaire européen s'est considérablement améliorée sous la pression des régulateurs. Ainsi, les niveaux de capitalisation des établissements bancaires européens sont à des plus hauts historiques et leurs bilans se sont assainis.

Les banques ont levé des niveaux de capitaux sans précédent (évolution du CET1 moyen en Europe depuis 2008) :



Données au T2 2023, source EBA

La qualité des bilans bancaires s'est sensiblement améliorée comme en témoigne l'évolution du pourcentage de prêts non performants :



Données au T2 2023, source EBA

Cet écart de rendement entre les émetteurs financiers et les émetteurs non financiers date de la crise financière de 2008 (avant cette date les spreads des émetteurs financiers étaient plus bas que ceux des corporates). Il a depuis perduré.

Compte tenu des efforts considérables qui ont été réalisés pour restaurer la santé financière des émetteurs (augmentation du capital, assainissement des bilans, restauration de la profitabilité, adossement ou reprise des acteurs les plus fragiles) il est difficile de justifier aujourd'hui cet écart par les fondamentaux.

La prime offerte par le secteur financier apparaît donc comme une véritable opportunité d'investissement.

A fin décembre 2023, Groupama Axiom Legacy affiche les caractéristiques suivantes :

- Rendement au call : 8,14%
- Spread moyen : 530 bps
- Rating moyen : BB+

3/ Profiter de l'exigence en MREL (Minimum Requirement for own funds and Eligible Liabilities)

Ces exigences ont été introduites en Europe afin d'augmenter le montant des actifs éligibles au bail-in et de protéger ainsi les dépôts en cas de faillite. Elles forcent les établissements bancaires à émettre des dettes seniors non préférées plus onéreuses que la dette senior chirographaire. Certains établissements, jusque-là habitués à se financer essentiellement via des dépôts, viennent même pour la première fois sur les marchés obligataires avec des primes qui peuvent être conséquentes.

Les Banques de premier plan ont déjà pour l'essentiel, satisfait à cette obligation réglementaire en émettant cette catégorie de titres ces dernières années.

Les banques de taille moyenne, ainsi que leurs filiales étrangères, sont en train de le faire, contraintes par un agenda serré avec une date limite à janvier 2025 pour les plus tardives.

Cela contribue à alimenter le marché primaire de manière active...et peut-être à terme le marché des instruments legacy !

En avril 2023, la Commission Européenne a présenté une proposition de réforme du mécanisme de gestion des crises bancaires qui prévoit une hiérarchie claire entre dépôts et autres dettes chirographaires. Les dépôts bénéficieraient à terme d'un traitement plus favorable en résolution. Ce projet réduit très nettement l'intérêt des dettes seniors non préférées qui n'ont été introduites que parce les dépôts et les dettes seniors usuelles étaient de même rang. Les dettes seniors non préférées pourraient devenir dans un horizon assez **court de nouvelles dettes Legacy avec des compressions de spread (vers les niveaux de dette senior) ou des offres de rachat avec primes**. Cet épisode - typique des tâtonnements réglementaires auxquels l'Europe nous a habitués - devrait nous permettre de capter des primes intéressantes à la mise en place de la mesure (nouveaux instruments, nouveaux émetteurs) mais également lors de son « démontage » (convergence des spreads, offres de rachat).

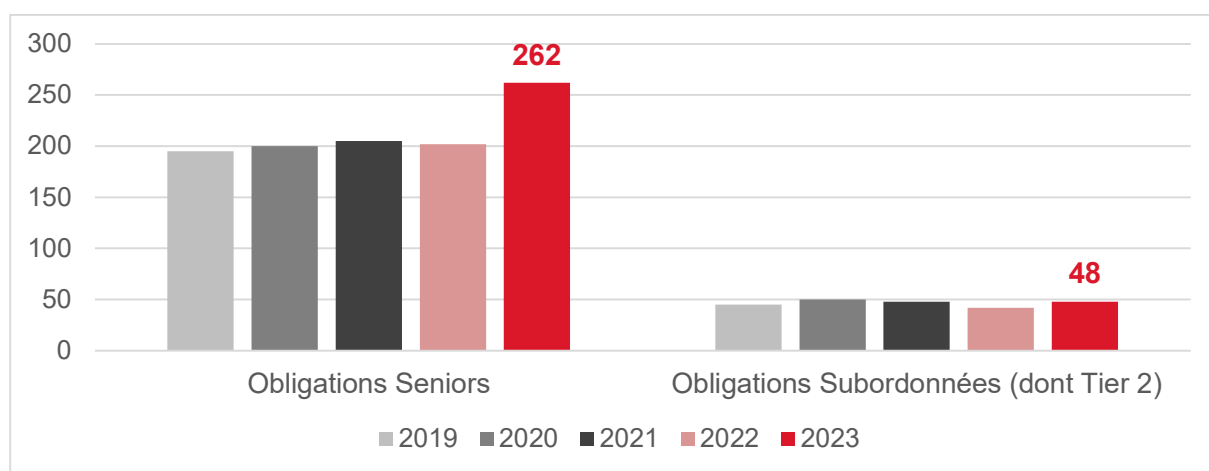
4/ Un marché primaire très actif

Le marché primaire est soutenu par une forte dynamique, avec un nombre croissant de nouvelles émissions d'obligations.

Ces volumes importants sont sources de nombreuses opportunités pour les investisseurs, offrant des rendements qui pourraient être attractifs, notamment sur les obligations seniors et Tier 2.

Depuis le début de l'année 2024, plus de 60 Milliards€ ont déjà été émis par des émetteurs financiers européens à comparer à 85,3 milliards sur tout janvier 2023. Les titres éligibles au MREL en représentent 58% (senior non preferred / Holdco senior, 47%, Tier 2, 11%).

Nouvelles émissions cumulées année par année par type de dette (en milliards d'euros) :



Source : Bloomberg, Axiom

Informations sur Groupama Axiom Legacy :

Groupama Axiom Legacy est géré par Groupama Asset Management. Sa gestion financière est totalement déléguée à Axiom Alternative Investments.

L'objectif du fonds Groupa Axiom legacy est, par le biais d'une gestion active de type discrétionnaire, de chercher à obtenir, **sur l'horizon minimum d'investissement recommandé de 4 ans**, un rendement annualisé égal ou supérieur à celui de l'indice Euribor 3 mois +3%, après déduction des frais de gestion.



Tableau des coûts du KID de la part P (FR0013251881)

Coûts ponctuels d'entrée ou de sortie	
Coûts d'entrée	5,00 % du montant que vous payez au moment de l'entrée dans l'investissement. Il s'agit du pourcentage maximal que l'investisseur pourrait payer.
Coûts de sortie	0,00 % de votre investissement avant qu'il ne vous soit payé.
Coûts récurrents	
Frais de gestion et autres frais administratifs et d'exploitation	0,70 % de la valeur de votre investissement par an.
Coûts de transaction sur le portefeuille	0,42 % de la valeur de votre investissement par an. Cette estimation se base sur les coûts réels au cours de l'année précédente.
Coûts accessoires	
Commission liée aux résultats	0,10 % de la valeur de votre investissement par an. Le taux actuel variera en fonction de la performance de votre investissement.

PERFORMANCES ANNUELLES EN %							
	YTD	2023	2022	2021	2020	2019	2018
Fonds	2,33 %	4,24 %	-11,12 %	4,77 %	1,94 %	6,98 %	-5,67 %
Indice de référence	0,45 %	6,57 %	3,33 %	2,44 %	2,57 %	2,65 %	2,68 %

	YTD	1 AN	3 ANS	5 ANS
Performances au 23/01/2024				
Fonds	2,33 %	4,43 %	-1,49 %	7,26 %
Indice de référence	0,45 %	6,68 %	13,15 %	19,09 %

Indicateur de référence : Euribor 3 Mois capitalisé +3%. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures et ne sont pas constantes dans le temps. Performances de la part P (FR0013251881)

Principaux risques :

Risque de perte en capital : Les compartiments n'offrent aucune protection ni garantie. Par conséquent, les investisseurs pourraient ne pas être en mesure de récupérer intégralement leur investissement initial.

Risque de crédit : Une éventuelle dégradation de la signature ou défaillance de l'émetteur peut avoir un impact négatif sur le cours du titre.

Risque lié à l'utilisation de titres spéculatifs (haut rendement) : Cet OPCVM doit être considéré comme en partie spéculatif et s'adressant plus particulièrement à des investisseurs conscients des risques inhérents aux investissements dans des titres dont la notation est basse ou inexistante. Ainsi, l'utilisation de titres « haut rendement / High Yield » pourra entraîner un risque de baisse de la valeur liquidative plus important.

Risque de taux : Le porteur est exposé au risque de taux : Le risque de taux correspond au risque lié à une remontée des taux des marchés obligataires, qui provoque une baisse des cours des obligations et par conséquent une baisse de valeur liquidative de l'OPCVM.

Risque de contrepartie : Il s'agit du risque de défaillance d'une contrepartie la conduisant à un défaut de paiement pouvant entraîner une baisse de la valeur liquidative. **Risque de liquidité :** Il peut se matérialiser par la difficulté à trouver des contreparties de marché ou des prix raisonnables dans certaines circonstances exceptionnelles de marché. **Utilisation des instruments financiers dérivés :** Elle pourra tout aussi bien augmenter que diminuer la volatilité de l'OPCVM. En cas d'évolution défavorable des marchés, la valeur liquidative pourra baisser.

Risque de durabilité : un événement ou un état de fait dans le domaine environnemental, social ou de la gouvernance qui, s'il survenait, pourrait avoir une incidence négative réelle ou potentielle sur la valeur de l'investissement ou de l'engagement

Glossaire des termes techniques utilisés dans ce document

AT1 (Additional Tier 1) : Nouveau format de dette subordonnée éligible au capital réglementaire sous Bâle 3, à la fois pour le ratio de solvabilité et (partiellement) pour le ratio de levier. Les coupons sont discrétionnaires et le nominal peut être réduit soit par une conversion en actions (Coco), soit par une réduction du nominal qui peut être, par la suite, rétabli.

Call : option donnée à l'émetteur de racheter une obligation avant son échéance, généralement – mais pas toujours – au pair. Ces rachats peuvent être réalisés à des dates d'exercice spécifiques ou être déclenchés par des événements réglementaires ou de crédit.

Yield to call : désigne le rendement qui sera obtenu par un investisseur s'il détient l'obligation jusqu'à la prochaine option de call en considérant que celle-ci est exercée. Par extension le yield to call d'un fonds est le yield to call moyen de son portefeuille.

MREL : Le minimum requis pour les fonds propres et les passifs éligibles (MREL) est un règlement européen établi dans la directive sur le recouvrement et la résolution des banques (BRRD), qui définit le montant minimal des fonds propres et des instruments d'absorption des pertes dont une Banque européenne doit disposer.

Rating : un rating est une note exprimée sous forme de lettre qui représente la qualité financière d'un émetteur d'obligations. Ces notes sont données par des agences de notation spécialisées.

Spread : c'est un écart de rendement qui représente la prime payée par un émetteur par rapport au taux sans risque pour rémunérer le risque défaut dudit émetteur.

ACPR : L'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution est l'organisme qui en France assure le contrôle des banques et des assurances.

BCE : La Banque Centrale Européenne est l'organisme qui en Europe veille à la stabilité des prix et de la monnaie et à la sécurité du système bancaire.

Communication publicitaire.

Ce document est établi par Axiom Alternative Investments et Groupama Asset management. Il est réservé uniquement à des investisseurs professionnels au sens de la Directive européenne sur les marchés d'instruments financiers 2014/65/UE.

Cet investissement comporte des risques. Tout investisseur doit prendre connaissance avant tout investissement, du prospectus et du document d'information clé de l'investisseur (DIC) de l'OPC. Ces documents, détaillant toutes les informations sur les risques et les frais ainsi que les autres documents périodiques peuvent être obtenus gratuitement sur simple demande auprès Axiom Alternative Investments – 39 avenue Pierre 1er de Serbie – 75008 Paris ou sur <http://www.axiom-ai.com> et auprès de Groupama Asset Management – 25 rue de la Ville-l'Evêque 75008 Paris ou sur www.groupama-am.com.

Ce document a été réalisé dans un but d'information uniquement et ne constitue ni une offre ni une recommandation personnalisée ou une sollicitation en vue de la souscription de ce produit.

Veillez-vous référer au Document d'informations clés (KID)/prospectus avant de prendre toute décision finale d'investissement.

La décision d'investir dans le(s) fonds promu(s) devrait tenir compte de toutes ses caractéristiques et de tous ses objectifs, tels que décrits dans son prospectus.

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures et ne sont pas constantes dans le temps.

L'investissement présente un risque de perte en capital.

Les risques et frais relatifs au Fonds sont décrits dans le KID/prospectus.

Groupama Axiom Legacy est un fonds commun de placement de droit français conforme à la directive OPCVM.

Axiom Alternative Investments est une société de gestion de portefeuilles agréée par l'Autorité des marchés financiers sous le n°GP-06000039.

La société de gestion peut décider à tout moment de cesser la commercialisation dans votre pays.

Les investisseurs peuvent avoir accès à un résumé de leurs droits en français sur <https://axiom-ai.com/web/fr/informations-reglementaires/> ou sur <https://www.groupama-am.com/fra/fr/institutionnel/documentation-reglementaire>

Axiom Alternative Investments et Groupama Asset Management déclinent toute responsabilité en cas d'altération, déformation ou falsification dont ce document pourrait faire l'objet.

La reproduction, totale ou partielle, sur quelque support que ce soit, la communication à des tiers, l'utilisation à quelque fin que ce soit autre que privée sont interdites sans l'autorisation préalable de

Axiom Alternative Investments ou Groupama. Les marques et logos n'impliquent aucune affiliation avec les entités mentionnées ni aucune approbation de leur part.

Toute modification, utilisation ou diffusion non autorisée, en tout ou partie est interdite. Groupama Asset Management ne sera responsable de l'utilisation du document par un tiers sans son autorisation préalable écrite

Les informations contenues dans ce document sont confidentielles et réservées à l'usage exclusif de ses destinataires.

Les informations relatives à la durabilité sont accessibles dans <https://www.groupama-am.com/fra/fr/institutionnel/finance-durable> ou <https://axiom-ai.com/web/fr/investissement-responsable-2/>