

Équipe de gestion

Nader BEN YOUNES

Julia KUNG

Jean FAUCONNIER

COMMENTAIRE DE GESTION

Marchés sur la période : Les marchés américains ont progressé en septembre, stimulés par la baisse de 50 pb des taux par la FED, tandis que l'Asie (hors Japon) a fortement rebondi suite aux mesures de relance chinoises (S&P +2,1 %, Nasdaq +2,8 %, Eurostoxx +0,9 %, Stoxx600 -0,3 %, Nikkei -1,1 %, MSCI Asia ex-Japan +8,4 %). Bien que le plan de relance Chinois ait été considéré comme une étape cruciale dans la lutte contre la stagnation économique et les pressions déflationnistes, certains experts ont mis en garde contre le fait qu'il pourrait ne pas être suffisant pour permettre une reprise complète sans un soutien budgétaire plus agressif. Dans ce contexte, le rendement des obligations américaines à 10 ans a chuté à 3,6% avant de terminer le mois à 3,8%, tandis que le rendement du Bund allemand atteint 2,1%. Le Xover a augmenté de 23 pb (311 pb), tandis que l'euro est resté stable autour de 1,11. Le brut Brent a chuté à 72 dollars tandis que l'or a atteint des sommets historiques.

Univers des convertibles : L'indice Refinitiv Eurozone Euro Only a progressé de 0,3%, surperformant le Stoxx600 (-0,3%), grâce notamment au rebond de certains sous-jacents convertibles (Delivery Hero, Klepierre...) et à la baisse des taux. Le marché primaire a été moins dynamique qu'attendu en Europe avec une seule émission Qiagen 2,5% 2031 (diagnostiques) pour une taille de 500 millions de dollars à laquelle nous avons participé.

Portefeuille et perspectives : Le fonds sous-performe légèrement son indice sur la période. C'est la sélection des valeurs qui explique la sous-performance relative du fonds. Les principales contributions relatives négatives proviennent de sous-expositions sur Delivery Hero (interdiction ESG classée en quintile 5, fort rebond suite à la possibilité de faire l'IPO de Talabat au Moyen-Orient), Klepierre, Italgas et Basic-Fit. A l'opposé, les principales contributions positives correspondent à des surexpositions avec Safran, IAG, Schneider et Iberdrola à notre sous-exposition sur Ubisoft (profit warning). La poche C/O contribue légèrement positivement grâce à la poche crédit qui compense le repli de certains sous-jacents de la poche actions (Thales, Forvia et Shell). De même, les protections taux contribuent positivement sur la période suite à l'écartement de la prime de risque française au contraire des protections actions. Au sein du portefeuille, nous avons acheté / renforcé Leg Immobilien, Balder (réduction de la sous-exposition du fonds sur l'immobilier) et L'Oréal (exposition conso Chine). En face, nous avons vendu / allégé des convertibles Nordex 2030, Just Eat Takeaway 2028, Nexity 2028 (prises de profit) et Worldline 2026.

Biais prudent du portefeuille : En fin de période, le fonds est proche de la neutralité en risque actions mais nettement sous exposé en crédit et avec des protections actions et taux (vente spread OAT-Bund) qui renforcent la convexité du fonds. La sensibilité taux est légèrement inférieure à celle de l'indice.

FUND MANAGER'S REPORT

Markets over the period: US markets rose in September, boosted by the Fed's 50bp rate cut, while Asia (excluding Japan) bounced back strongly following China's stimulus measures (S&P +2.1%, Nasdaq +2.8%, Eurostoxx +0.9%, Stoxx600 -0.3%, Nikkei -1.1%, MSCI Asia ex-Japan +8.4%). Although China's stimulus package has been seen as a crucial step in the fight against economic stagnation and deflationary pressures, some experts have warned that it may not be enough to enable a full recovery without more aggressive fiscal stimulus. Against this backdrop, the US 10-year bond yield fell to 3.6% before ending the month at 3.8%, while the German Bund yield reached 2.1%. The Xover rose by 23bp (to 311bp), while the euro remained stable at around 1.11. Brent crude fell to \$72, while gold hit all-time highs. Convertibles universe: The Refinitiv Eurozone Euro Only index gained 0.3%, outperforming the Stoxx600 (-0.3%), thanks in particular to the rebound of certain convertible underlyings (Delivery Hero, Klepierre, etc.) and the fall in interest rates. The primary market was less vigorous than expected in Europe, with only one Qiagen 2.5% 2031 (diagnostics) issue for \$500 million, in which we participated. Portfolio and outlook: The fund slightly underperformed its benchmark over the period. Stock picking explains the fund's relative underperformance. The main negative relative contributions came from underweight positions in Delivery Hero (ESG ban ranked in quintile 5, strong rebound following Talabat's possible IPO in the Middle East), Klepierre, Italgas and Basic-Fit. Conversely, the main positive contributions came from overexposure to Safran, IAG, Schneider and Iberdrola and our underexposure to Ubisoft (profit warning). The convertible bond segment made a slightly positive contribution, thanks to the credit portfolio, which offset the downturn in some of the equity segment underlyings (Thales, Forvia and Shell). Similarly, interest rate hedges made a positive contribution over the period following the widening of the French risk premium, unlike equity hedges. Within the portfolio, we bought/added to Leg Immobilien, Balder (reduction of the fund's underexposure to real estate) and L'Oréal (exposure to consumer goods in China). In exchange, we sold/trimmed Nordex 2030, Just Eat Takeaway 2028, Nexity 2028 (profit-taking) and Worldline 2026 convertibles. Cautious portfolio bias: At the end of the period, the fund is close to neutral in terms of equity risk, but clearly underexposed to credit, with equity and interest rate hedges (sale of OAT-Bund spread), which increased the fund's convexity. The modified duration is slightly lower than that of the benchmark.