

Équipe de gestion

Jean FAUCONNIER

Julia KUNG

Nader BEN YOUNES

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 Europe a progressé de 0,71%, surperformant nettement 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 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 (fort rebond suite à la possibilité de faire l'IPO de Talabat au Moyen-Orient), Asos (rachat de la dette), Klepierre, AMS-Osram et Italgas. A l'opposé, les principales contributions relatives positives correspondent à des surexpositions avec Safran, Schneider, IAG, Iberdrola et à notre sous-exposition sur Ubisoft (profit warning). La poche C/O contribue légèrement négativement suite au repli de certains sous-jacents de la poche actions (TotalEnergies, Thales, Forvia et Shell). Au contraire, les protections taux contribuent positivement sur la période suite à l'écartement de la prime de risque française (spread OAT-Bund) 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 et Just Eat Takeaway 2028 (prises de profit). En fin de période, nous conservons une sensibilité action supérieure à notre indice avec des couvertures actions et taux (vente spread-OAT Bund) pour renforcer la convexité. Le fonds est sous exposé sur le crédit avec une sensibilité taux presque en ligne avec 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 Europe index gained 0.71%, clearly 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 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 (strong rebound following the possibility of Talabat's IPO in the Middle East), Asos (debt buyback), Klepierre, AMS-Osram and Italgas. Conversely, the main positive relative contributions came from overexposure to Safran, Schneider, IAG, Iberdrola and our underexposure to Ubisoft (profit warning). The convertible bond segment made a slightly negative contribution due to the downturn in some of the equity segment underlyings (TotalEnergies, Thales, Forvia and Shell). In contrast, interest rate hedges made a positive contribution over the period following the widening of the French risk premium (OAT-Bund spread), 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 and Just Eat Takeaway 2028 convertibles (profit-taking). At the end of the period, we maintain a higher equity exposure than our benchmark, with equity and interest rate hedges (sale of OAT-Bund spread) to increase convexity. The fund is underexposed to credit, while modified duration is almost in line with the benchmark.