

Équipe de gestion

Julia KUNG

Nader BEN YOUNES

Jean FAUCONNIER

COMMENTAIRE DE GESTION

<p>Marchés sur la période : Les actions mondiales ont enregistré de solides gains en janvier 2026, tirées par l'indice MSCI Asia ex Japan, en hausse de 8,2%, surperformant toutes les autres régions, tandis que les indices américains affichaient des progressions plus modestes (S&P 500 +1,4%, Nasdaq +1,0%, Russell 2000 +5,4%, Eurostoxx50 +2,8%, Stoxx600 +3,2%, Nikkei +5,9%, MSCI Asia ex Japan +8,2%). La saison de publication des résultats du T4 2025 a bien débuté dans l'ensemble, de nombreuses entreprises du S&P 500 ayant dépassé les attentes. Cependant, la forte correction du titre Microsoft fin janvier a secoué les marchés et ravivé les débats autour du thème du « logiciel, grand perdant de l'IA ». Cela a suscité un questionnement plus large sur les valorisations élevées dans le secteur technologique/IA, contribuant à la sous-performance relative du Nasdaq. Les taux d'intérêt sont restés globalement stables, le rendement du Treasury américain à 10 ans clôturant le mois à 4,2%, tandis que le Bund allemand à 10 ans est resté stable à 2,8%. Le marché du crédit est également demeuré stable, avec le X-over clôturant à des niveaux très resserrés de 244 pb. Sur les marchés des matières premières, le prix du pétrole brut a bondi à 71 \$, suite à l'intensification des menaces de Trump contre l'Iran. L'or, quant à lui, a grimpé de 25% en cours de mois à 5 419 \$, avant de chuter de 9% le dernier jour du mois pour terminer à 4 894 \$. Le dollar américain s'est nettement déprécié, tombant à 1,20, les craintes de dévaluation alimentant le repli. Les investisseurs s'inquiètent de l'expansion budgétaire de Trump, du maintien des taux de la Fed malgré une inflation tenace, et de la volatilité extrême de l'or — autant de facteurs remettant en cause le statut du dollar comme valeur refuge.

Univers des convertibles : L'indice Refinitiv Global Focus a enregistré une solide performance de +2,0%, participant à 88% de la hausse du MSCI World (+2,3%). Les convertibles mondiales (Global CB) ont surperformé les obligations IG et HY mondiales (ICE BofA Global IG +1,0%, ICE BofA Global HY +1,0%). Les émissions de convertibles mondiales ont atteint \$14 milliards en janvier avec en tête l'Asie (\$6.4 mds) et les US (\$4.6 mds) mais on note également un bon démarrage de l'Europe (\$3 mds). Nous avons participé à plusieurs nouvelles émissions, notamment Arrowhead (biotechnologie, États-Unis), Bridgebio (biotechnologie, États-Unis), MTU (aéronautique, Europe), GS/Rheinmetall (défense, Europe), Barclays/STMicro (semi-conducteurs, Europe) et Exail tap (défense, Europe).

Portfeuille et perspectives : Le fonds a sous-performé son indice de référence, principalement en raison de positions sous-pondérées. L'absence d'investissements dans AST Space Mobile (satellites, États-Unis), MKS (semi-conducteurs, États-Unis) et Alibaba (internet, Chine) a constitué les principaux facteurs négatifs. Notre surpondération en LVMH a également pesé sur la performance, le titre ayant reculé après les résultats du T4. Les contributeurs positifs incluent nos surpondérations en SK Hynix (semi-conducteurs, Corée du Sud), Saipem (services pétroliers, Europe) et Exail (défense, Europe). La poche C/O a contribué négativement en raison des replis de Hubspot, LVMH et Prosus. Les protections sur actions et taux ont eu un impact globalement neutre. Au sein du portefeuille, nous avons renforcé notre position en Microsoft après la forte baisse du titre post-T4, ainsi qu'en Nebius (infrastructures IA, Europe) afin d'accroître le bêta du fonds. Nous avons ouvert un nouveau cas d'investissement sur JPM/Toyota pour accroître notre exposition au Japon dans un secteur cyclique via une convertible à convexité élevée. Nous avons réduit nos positions sur EDP, ASML et Legrand, prenant des profits partiels pour libérer de la place en vue de nouvelles émissions et idées. À fin janvier, la sensibilité actions du fonds est légèrement supérieure à celle de l'indice de référence (+1 point) avec une forte surpondération en Europe, une position neutre aux États-Unis, et une sous-pondération au Japon et en Asie. La sensibilité taux reste globalement alignée avec celle du benchmark.

FUND MANAGER'S REPORT

Markets over the period Global equities posted solid gains in January 2026, led by MSCI Asia ex Japan with an 8.2% rise that outperformed all other regions while U.S. indices trailed with more modest advances (S&P 500 +1.4%, Nasdaq +1.0%, Russell 2000 +5.4%, Eurostoxx50 +2.8%, Stoxx600 +3.2%, Nikkei +5.9%, MSCI Asia ex Japan +8.2%). Q4 2025 reporting kicked off positively overall, with many S&P 500 firms beating estimates, but Microsoft's significant share price pullback late in January rattled markets and revived "software as AI loser" debates. This triggered broader questioning of high-valuation AI/tech narratives, contributing to Nasdaq's relative underperformance. Rates were mostly stable, with the U.S. 10-year yield ending the month at 4.2% while the German 10-year yield was stable at 2.8%. Credit was also stable, with the X-over closing at very tight levels of 244 bps. Commodity markets saw crude oil prices spike to \$71 on Trump's escalation of threats against Iran, whereas gold rose 25% intramonth to \$5419, before dropping 9% on the last day of the month to finish at \$4894. The USD declined significantly to \$1.20 as Dollar debasement fears fueled the slide, with investors worried about Trump's fiscal expansion, the Fed's steady rates amid sticky inflation, and gold's wild swings—exposing cracks in the USD's safe-haven status.

Convertibles Universe: The Refinitiv Global Focus recorded a strong performance of +2.0% participating in 88% of the rise of the MSCI World (+2.3%). Global CB outperformed Global IG & HY (ICE BofA Global IG +1.0%, ICE BofA Global HY +1.0%). Global CB issuance saw \$14bn in new CBs in January led by Asia (\$6.4bn) and the US (\$4.6bn), while Europe also saw a solid total (\$3.0bn). We participated in several new issues including Arrowhead (U.S. biotech), Bridgebio (U.S. biotech), MTU (Europe, aerospace), GS/Rheinmetall (Europe, defense), Barclays/STMicro (Europe, semis) and Exail tap (Europe, defense).

Portfolio and outlook: The fund underperformed its benchmark mostly due to underweights. Our lack of investments in AST Space Mobile (U.S. satellites), MKS (U.S. semis) and Alibaba (China, internet) were key detractors. Our overweight in LVMH also weighed on performance given share price pull back post Q4 results. Contributors include our overweight in SK Hynix (South Korea, semis), Saipem (Europe, oilfield services) and Exail (Europe, defense). The C/O pocket contributed negatively due to declines in Hubspot, LVMH, and Prosus. Protections on equities and rates were broadly neutral. Within the portfolio, we added to Microsoft after significant share price pullback post Q4 and to Nebius (Europe, AI infra) to increase the beta in the fund. We opened a new investment case in GS/Toyota to increase our exposure to Japan in a cyclical sector via a convex CB. We reduced to EDP, ASML, and Le Grand, taking partial profits to make room for new issues and ideas. At the end of January, the equity sensitivity of the fund is slightly higher than bench (+1pt) with strong overweight in Europe, neutral in US, and underweight in Japan and Asia. Rate sensitivity is relatively in-line with that of the benchmark.