

Équipe de gestion

Julia KUNG
Nader BEN YOUNES
Jean FAUCONNIER

COMMENTAIRE DE GESTION

Les marchés au cours de la période : Les marchés actions ont enregistré une performance contrastée en décembre, marquée par un ralentissement du momentum du secteur technologique et des préoccupations concernant la valorisation des valeurs exposées à l'IA. Les indices actions Européens surperforment toutes les régions (Stoxx600 +2,80%, Eurostoxx 50 +2,25%). Puis vient l'Asie (MSCI Asia Ex-Japan +2,6%), le Japon (Topix +1%) et enfin les Etats-Unis (S&P 500 +0,1% et Nasdaq -0,5%). La décision de politique monétaire de la FED a marqué un tournant. Bien que la Fed ait abaissé les taux de 25 pnb, le président Powell a refroidi les attentes d'une baisse supplémentaire en 2026. Les taux longs se sont légèrement tendus (10 ans US à 4,16% et Bund allemand à 2,85%), reflétant des préoccupations sur les déficits budgétaires et l'inflation. Sur les matières premières, le pétrole brut a poursuivi sa baisse (-61 USD), tandis que l'or poursuit sa progression. Le dollar américain poursuit sa dépréciation face à l'euro avec un EUR/USD clôturant à 1,175.

L'univers des convertibles : L'indice FTSE Refinitiv Global Focus CB Hedgé en Euro a enregistré une performance négative ce mois-ci de -0,85% sous-performant un peu l'indice MSCI World en euro (-0,4%) soit une performance légèrement inférieure à sa sensibilité action. Les obligations globales IG et HY réalisent une performance supérieure aux OCs sur le mois avec +0,2% pour l'indice ICE BofA Global Corporate et +0,9% pour l'ICE BofA Global HY. Le marché primaire global (année record en 2025 avec 166 Mds d'USD émis) est resté très actif ce mois-ci notamment aux Etats-Unis avec plus de 9 milliards d'USD. Nous avons participé à la nouvelle émission d'Exelon 2029 (US, Utilities), Zoetis 2029 (US, santé animale) et CMA CGM/Air France 2029 (Europe, compagnies aériennes).

Portefeuille et Perspectives : Le fonds a surperformé l'indice de référence en 2025 grâce à un bon choix de valeurs sur la défense, la technologie et la santé. Cependant, le fonds a modestement sous-performé son indice ce mois-ci. Au sein de nos positions en convertibles, certaines positions surpondérées par rapport à l'indice, notamment les titres exposés aux thèmes de l'IA et de la santé, ont pesé sur la performance. Les moins bons performeurs notables incluent Datadog et Snowflake (US, Technologie) ainsi qu'Alnylam, Guardant et Halozyme (US, Santé). Nous avons également subi des pertes relatives sur certains émetteurs chinois tels que Ping An et China Pacific Insurance, reflétant le mandat du fonds (limité aux pays de l'OCDE). À l'inverse, certains constituants d'indice dans lesquels nous ne détenons aucune position ont contribué à la performance relative, notamment Cleanspark, Super Micro, GameStop, et Strategy, qui ont connu des baisses notables. Notre poche C/O a également souffert de notre exposition aux thèmes de l'IA et de la santé, notamment via des expositions sur Broadcom, Insméd et Insulet. Sur la période, nous avons arbitré des convertibles très action vers des convertibles mixtes avec par exemple le switch sur les convertibles Guardant et Ionis. Nous avons profité des émissions primaires récente convexe avec l'achat de Zoetis 2029, CMA CGM/Air France 2028 et GS/Sony 2028. Nous avons augmenté légèrement notre position sur Cytokinetics (US, biotechnologie) après une rencontre avec la direction et avant la décision de la FDA, qui s'est avérée positive pour l'entreprise. En contrepartie, nous avons réduit ou vendu certaines positions dont les actions sous-jacents se sont appréciées fortement en 2025, telles que Welltower, Lumentum et Takashimaya. En fin de mois de décembre, la sensibilité aux actions du fonds dépasse légèrement celle de son indice, avec une surpondération sur l'Europe et les États-Unis, associée à une sous-pondération sur l'Asie. Inversement, la sensibilité aux taux d'intérêt du fonds est légèrement inférieure à celle de son indice.

FUND MANAGER'S REPORT

Markets over the period: Equity markets delivered mixed returns in December, characterized by a deceleration in technology sector momentum alongside growing concerns regarding the valuation of AI-exposed equities. European equity indices significantly outperformed all other regions, with the Stoxx600 advancing +2.9% and the EuroStoxx 50 rising +2.3%. Asia ex-Japan followed, with the MSCI Asia ex-Japan Index posting a +2.6% gain, whilst Japan registered a more modest +1% return on the Topix. The United States, typically the performance driver for global markets, delivered the weakest returns, with the S&P 500 advancing only by +0.1% and the Nasdaq -0.5% in USD terms. Although the Fed reduced rates by 25 bp, Chairman Powell notably tempered expectations for further rate cuts in 2026, signaling a shift towards policy restraint. Long-dated yields edged higher during the month, with the 10-year US Treasury reaching 4.16% and the German Bund closing at 2.85%. Crude oil continued its downward trajectory, (-USD 61 per barrel), whilst gold extended its advance (USD 4,320 per ounce). The US dollar pursued its depreciation, with EUR/USD closing the month at 1.175. Convertibles Universe: FTSE Refinitiv Global Focus CB Index Hedged in Euro recorded a negative monthly return of -0.85%, marginally underperforming the MSCI World in euro (-0.4%) and its equity sensitivity. Corporate Bonds indices demonstrated superior performance relative to CBs, with the ICE BofA Global Corporate advancing +0.2% and the ICE BofA Global High Yield posting a +0.9% gain. The global primary convertible market remained exceptionally robust (\$166 billion in 2025), notably in the US, where issuers brought over \$9 billion to market. We participated in the new issue of Exelon 2029 (US, Utilities), Zoetis 2029 (US, animal health), and CMA CGM/Air France 2029 (Europe, airlines). Portfolio and outlook: The Fund outperformed the benchmark in 2025 thanks to good picking in defense, IT, and healthcare. However, the Fund modestly underperformed its benchmark this month. Notable underperformers included Datadog and Snowflake (US, Technology) as well as Alnylam, Guardant, and Halozyme (US, Healthcare). We also noted performance headwinds from meaningful index constituents to which we maintain no exposure, specifically Chinese issuers such as Ping An and China Pacific Insurance, reflecting the Fund's mandate to invest exclusively in OECD-domiciled issuers. Conversely, certain index constituents in which we hold no position contributed to relative performance, including Cleanspark, Super Micro, GameStop and Strategy. Our C/O pocket was also pressured by our exposure to AI and healthcare themes, particularly through equities on Broadcom, Insméd, and Insulet. During the period, we executed tactical arbitrages, rotating exposure from equity-sensitive convertible bonds toward convex type structures. This included switching from Guardant 2031 into Guardant 2033 and from Ionis 2028 into Ionis 2030. We accumulated convex CBs, capitalizing on primary market, including Zoetis 2029, CMA CGM/Air France 2028, and GS/Sony 2028. We increased slightly to Cytokinetics (US, biotech) after a meeting with the management and ahead of the FDA decision. On the flipside, we trimmed or sold certain positions whose underlying equities appreciated substantially in 2025, such as Welltower, Lumentum 2032, and Takashimaya. As of December month-end, the Fund's equity sensitivity marginally exceeds its index, with an overweight tilt toward Europe and the United States, coupled with an underweight positioning in Japan and Asia. Conversely, the Fund's interest rate sensitivity is slightly below that of its index.