

Équipe de gestion

Jean FAUCONNIER

Julia KUNG

Nader BEN YOUNES

COMMENTAIRE DE GESTION

Marchés sur la période : Novembre est un des meilleurs mois de 2023 en terme de performances pour la plupart des classes d'actifs, les marchés ayant anticipé un scénario "boucles d'or" d'atterrissage en douceur, de fin des hausses de taux et d'atténuation de l'inflation. Les indices boursiers de toutes les grandes zones ont fortement progressé (S&P +9,1%, Nasdaq +10,8%, Eurostoxx +8,1%, Stoxx600 +6,7%, Nikkei +8,5%, MSCI Asia ex-Japan +7,0%). Les taux ont reflué à la suite d'un indice des prix à la consommation plus faible que prévu en octobre (il est tombé à 3,2%, contre 3,7% en septembre). Les 10 ans américain et allemand ont respectivement atteint 4,3% et 2,4 % et le marché anticipe désormais une baisse des taux courts aux Etats-Unis dès le T2 2024. Le crédit s'est resserré au cours du mois (Xover -94 bps) tandis que le dollar a baissé par rapport à l'euro à 1,09. Au niveau sectoriel, les secteurs plus sensibles aux taux d'intérêt ont surperformé (informatique et immobilier) tandis que le secteur de l'énergie a sous-performé.

L'univers des convertibles : L'indice Refinitiv Europe a réalisé une performance de 3,55%, participant à plus de 50% de la hausse du Stoxx600. Le marché primaire a été très actif ce mois-ci avec près de 3 milliards d'euros d'émissions en Europe. Nous avons participé à 3 nouvelles émissions - Schneider 1.97% 2030 (Europe, industrie), Ubisoft 2.875% 2031 (Europe, jeux vidéo), Sibanye 4.25% 2028 (Métaux précieux) et avons fait l'impasse sur RAG / Evonik 2.25% 2030 et Simon / Klepierre 3.5% 2026.

Portefeuille et perspectives : Le fonds sur performe son indice de référence ce mois-ci : les sur expositions sur la technologie (STMicro notamment), le rebond de valeurs dans l'industrie et les matériaux (Schneider, St Gobain, Lufthansa, Arcelor), la très bonne performance de notre poche C/O tant côté taux que options sur actions (Schneider, Lufthansa, St Gobain) et une structure haussière sur l'Eurostoxx 50 composent les principales contributions positives. Côté négatif, nous notons les sous expositions sur valeurs « distressed » sensibles à la thématique de baisse des taux (Balder, Ocado, Delivery Hero) ainsi que nos sous expositions sur Volvo, Rheinmetall et Elis. Côté protections, l'exposition longue taux compense le coût des protections actions. Au sein du portefeuille, côté achats, nous avons participé au primaire abondant : l'émission Schneider (valorisation attractive) a été l'occasion de sortir nos options pour se replacer sur la nouvelle convertible. L'émission Ubisoft a permis de réduire notre sous exposition sur ce nom sur un niveau d'actions nettement plus bas (placement action en parallèle). Nous avons également fait un aller-retour gagnant sur l'émission Sibanye. Côté ventes / allègements, on retrouve Glanbia, L'Oréal après leurs beaux parcours ainsi que AMS 2025 qui a profité de la réalisation de son plan de refinancement. En fin de période, le portefeuille reste légèrement surexposé en sensibilité action et en ligne en sensibilité taux par rapport à son indice de référence.

FUND MANAGER'S REPORT

Markets over the period: November was one of the best months of 2023 in terms of performance for most asset classes, as markets anticipated a "goldilocks" scenario of a soft landing, an end to rate hikes and easing inflation. Stock market indices in all major regions rose sharply (S&P +9.1%, Nasdaq +10.8%, Eurostoxx +8.1%, Stoxx600 +6.7%, Nikkei +8.5%, MSCI Asia ex-Japan +7.0%). Interest rates fell following a weaker-than-expected consumer price index in October (down to 3.2% from 3.7% in September). US and German 10-year yields reached 4.3% and 2.4% respectively, and the market is now anticipating a fall in US short-term yields from Q2 2024. Credit tightened over the month (Xover -94bp), while the dollar fell against the euro to 1.09. In terms of sectors, those more sensitive to interest rates outperformed (IT and real estate), while the energy sector underperformed. Convertibles universe: The Refinitiv Europe index returned 3.55%, accounting for more than 50% of the rise in the Stoxx600. The primary market was very active this month, with almost €3 billion issued in Europe. We participated in three new issues - Schneider 1.97% 2030 (Europe, industrials), Ubisoft 2.875% 2031 (Europe, video games), Sibanye 4.25% 2028 (precious metals) and skipped RAG/Evonik 2.25% 2030 and Simon/Klepierre 3.5% 2026. Portfolio and outlook: The fund outperformed its benchmark this month: the overexposure to technology (STMicro in particular), the rebound of stocks in industry and materials (Schneider, St Gobain, Lufthansa, Arcelor), the very good performance of our convertibles segment both in terms of yields and equity options (Schneider, Lufthansa, St Gobain, etc.) and an upward structure on the Eurostoxx 50 made up the main positive contributions. On the negative side, we note the underexposure to distressed stocks sensitive to falling interest rates (Balder, Ocado, Delivery Hero) as well as our underexposure to Volvo, Rheinmetall and Elis. In terms of hedging, the long exposure to interest rates offset the cost of equity hedging. In the portfolio, in terms of purchases, we participated in the abundant primary market: the Schneider issue (attractive valuation) was an opportunity to get out of our options and get back into the new convertible. The Ubisoft issue enabled us to reduce our underexposure to this issuer at a much lower share price level (parallel equity investment). We also made a profitable round trip on the Sibanye issue. We sold/trimmed our positions in Glanbia and L'Oréal after their good performances, and in AMS 2025, which benefited from the completion of its refinancing plan. At the end of the period, the portfolio remains slightly overexposed in terms of equity exposure and in line with its benchmark in terms of modified duration.