

RAPPORT ANNUEL – AURIS – 31.12.2020

Performances au 31.12.2020



Date	ISIN	Compartiment	Class	Currency	NAV	YTD Performance
31/12/2020	LU1250158166	Diversified Beta	R	EUR	100,90	1,64%
	LU1250158596	Diversified Beta	I	EUR	11 601,05	2,25%
	LU1746645958	Diversified Beta	N	EUR	104,15	2,08%
Benchmark (25% EONIA capitalisé + 25% Eurostoxx 50 TR + 50% Euro MTS 1-3 ans)						-1,00%
31/12/2020	LU1250158919	Evolution Europe	R	EUR	292,72	-3,52%
	LU1250159487	Evolution Europe	I	EUR	157,25	-2,56%
	LU1746645792	Evolution Europe	N	EUR	90,68	-2,70%
Benchmark (STOXX EUROPE 600 div. réinvestis)						-1,99%
31/12/2020	LU1599120273	Selection Defensive	R	EUR	123,09	1,83%
	LU1599120356	Selection Defensive	I	EUR	11 347,51	2,40%
	LU1746645875	Selection Defensive	N	EUR	102,38	2,34%
	LU1599120430	Selection Defensive	R CHF	CHF	101,85	1,42%
	LU1599120604	Selection Defensive	R USD	USD	113,80	3,91%
Benchmark (EONIA + 200bp)						1,63%
31/12/2020	LU1599120869	Obligation Capital	R	EUR	107,36	1,72%
	LU1599120943	Obligation Capital	I	EUR	1 095,95	2,41%
Benchmark (EURIBOR 3 mois + 300bp)						2,43%
31/12/2020	LU1599121248	Global Opportunities	R	EUR	95,68	-12,40%
	LU1599121321	Global Opportunities	I	EUR	979,04	-11,78%
Benchmark (EURO STOXX div. réinvestis)						0,25%
31/12/2020	LU1599120190	REZEDA	C	EUR	101,26	-0,56%
Benchmark (30% STOXX EUROPE 600 div. Réinvestis + 15% S&P 500 div. Réinvestis + 40% Euro MTS 1-3 ans + 15% EONIA capitalisé)						2,30%
31/12/2020	LU2139895028	Aur. X Met. Cap. Glo. Equ.	R	EUR	110,14	10,14% (2)
	LU2139895291	Aur. X Met. Cap. Glo. Equ.	N	EUR	110,35	10,35% (1)
	LU2139895614	Aur. X Met. Cap. Glo. Equ.	I	EUR	1 104,96	10,50% (2)
	LU2139895705	Aur. X Met. Cap. Glo. Equ.	P	EUR	110,23	10,23% (1)
	LU2139894997	Aur. X Met. Cap. Glo. Equ.	R	USD	116,96	16,96% (3)
Benchmark (MSCI AC World Index Euro)						9,69% (1)
Benchmark (MSCI AC World Index USD)						15,86% (3)

(1) depuis le 15/07/2020 (date de lancement des parts)

(2) depuis le 16/07/2020 (date de lancement des parts)

(3) depuis le 21/09/2020 (date de lancement des parts)

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures, ne sont pas constantes dans le temps et ne constituent, en aucun cas, une garantie future de performance ou de capital.

Informations pour les investisseurs en Suisse

Le prospectus et les documents « Informations Clés pour l'Investisseur » pour la Suisse, les Statuts, les rapports semestriel et annuel, ainsi que la liste des achats et ventes réalisés pour le Fonds au cours de l'exercice financier peuvent être obtenus gratuitement auprès du représentant en Suisse du Fonds : Carnegie Fund Services S.A., 11, rue du Général-Dufour, 1204 Genève, Suisse, tél. : + 41 22 705 11 78, fax : + 41 22 705 11 79, web : www.carnegie-fund-services.ch.

Les derniers prix des parts sont disponibles sur www.fundinfo.com. Pour les parts du Fonds distribuées aux investisseurs non qualifiés en Suisse et à partir de la Suisse, ainsi que pour les parts du Fonds distribuées aux investisseurs qualifiés en Suisse, le for est à Genève.

Il est important de noter que la performance historique ne représente pas un indicateur de performance actuelle ou future et que les données de performance ne tiennent pas compte des commissions et frais perçus lors de l'émission et du rachat des parts.



Date	ISIN	Compartiment	Classe	Devises	VL	Performance 1 an	Performance 3 ans	Performance 5 ans
31/12/2020	LU1250158166	Diversified Beta (1)	R	EUR	100,90	1,64%	4,11%	12,70%
	LU1250158596	Diversified Beta (1)	I	EUR	11 601,05	2,25%	6,06%	17,49%
	LU1746645958	Diversified Beta (1)	N	EUR	104,15	2,08%	5,53%	13,39%
Benchmark (25% EONIA capitalisé + 25% Eurostoxx 50 TR + 50% Euro MTS 1-3 ans)						-1,00%	2,48%	5,58%
31/12/2020	LU1250158919	Evolution Europe (2)	R	EUR	292,72	-3,52%	-9,58%	-3,54%
	LU1250159487	Evolution Europe (2)	I	EUR	157,25	-2,56%	-6,85%	1,11%
	LU1746645792	Evolution Europe (2)	N	EUR	90,68	-2,70%	-7,28%	0,15%
Benchmark (STOXX EUROPE 600 div. réinvestis)						-1,99%	10,91%	24,76%
31/12/2020	LU1599120273	Selection Defensive (3)	R	EUR	123,09	1,83%	1,17%	9,89%
	LU1599120356	Selection Defensive (3)	I	EUR	11 347,51	2,40%	3,24%	12,33%
	LU1746645875	Selection Defensive (3)	N	EUR	102,38	2,34%	2,68%	12,68%
	LU1599120430	Selection Defensive (3)	R CHF	CHF	101,85	1,42%	-0,35%	7,87%
	LU1599120604	Selection Defensive (3)	R USD	USD	113,80	3,91%	8,65%	20,53%
Benchmark (EONIA + 200bp)						1,63%	5,07%	8,63%
31/12/2020	LU1599120869	Obligation Capital (4)	R	EUR	107,36	1,72%	5,17%	n/a
	LU1599120943	Obligation Capital (4)	I	EUR	1 095,95	2,41%	7,18%	n/a
Benchmark (EURIBOR 3 mois + 300bp)						2,43%	6,83%	n/a
31/12/2020	LU1599121248	Global Opportunities (5)	R	EUR	95,68	-12,40%	-6,76%	n/a
	LU1599121321	Global Opportunities (5)	I	EUR	979,04	-11,78%	-4,79%	n/a
Benchmark (EURO STOXX div. réinvestis)						0,25%	10,34%	n/a
31/12/2020	LU1599120190	REZEDA (6)	C	EUR	101,26	-0,56%	-1,36%	n/a
Benchmark (30% STOXX EUROPE 600 div. Réinvestis + 15% S&P 500 div. Réinvestis + 40% Euro MTS 1-3 ans + 15% EONIA capitalisé)						0,48%	9,66%	n/a
31/12/2020	LU2139895028	Aur. X Met. Cap. Glo. Equ. (8)	R	EUR	110,14	10,14%	n/a	n/a
	LU2139895291	Aur. X Met. Cap. Glo. Equ. (7)	N	EUR	110,35	10,35%	n/a	n/a
	LU2139895614	Aur. X Met. Cap. Glo. Equ. (8)	I	EUR	1 104,96	10,50%	n/a	n/a
	LU2139895705	Aur. X Met. Cap. Glo. Equ. (7)	P	EUR	110,23	10,23%	n/a	n/a
	LU2139894997	Aur. X Met. Cap. Glo. Equ. (9)	R	USD	116,96	16,96%	n/a	n/a
Benchmark (MSCI AC World Index Euro)						9,69%	n/a	n/a
Benchmark (MSCI AC World Index USD)						15,86%	n/a	n/a

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures, ne sont pas constantes dans le temps et ne constituent, en aucun cas, une garantie future de performance ou de capital.

Notes	
1	Le compartiment a été lancé le 15 mars 2017 par fusion-absorption d'un FCP de droit français. L'historique de VNI a été conservé.
1	La Classe I a été créée le 01 Décembre 2015; L'historique antérieur à la date de création a été simulé à partir des performances de la Classe R.
1	La Classe N a été créée le 23 Janvier 2018; L'historique antérieur à la date de création a été simulé à partir des performances de la Classe R après ajustement des frais de gestion
2	Le compartiment a été lancé le 15 mars 2017 par fusion-absorption d'un FCP de droit français. L'historique de VNI a été conservé.
2	La Classe I a été créée le 28 Juin 2013; L'historique antérieur à la date de création a été simulé à partir des performances de la Classe R.
2	La Classe R USD a été créée le 13 Septembre 2016; L'historique antérieur à la date de création a été simulé à partir des performances de la Classe R.
2	La Classe N a été créée le 23 Janvier 2018; L'historique antérieur à la date de création a été simulé à partir des performances de la Classe R après ajustement des frais de gestion
3	La Classe I a été créée le 01 Octobre 2015; L'historique antérieur à la date de création a été simulé à partir des performances de la Classe R.
3	La Classe N a été créée le 23 Janvier 2018; L'historique antérieur à la date de création a été simulé à partir des performances de la Classe R après ajustement des frais de gestion
3	La Classe R CHF a été créée le 07 Février 2017; L'historique antérieur à la date de création a été simulé à partir des performances de la Classe R.
3	La Classe R USD a été créée le 08 Février 2017; L'historique antérieur à la date de création a été simulé à partir des performances de la Classe R.
4	Le compartiment a été lancé le 12 Septembre 2017.
5	Le compartiment a été lancé le 20 Septembre 2017.
6	Le compartiment a été lancé le 15 Décembre 2017.
7	Les classe N et P ont été lancées le 15 Juillet 2020
8	Les classe R et I ont été lancées le 16 Juillet 2020
9	La classe R USD a été lancée le 21 Septembre 2020

Politique de rémunération

La politique de rémunération établie par AURIS GESTION est conforme à la stratégie économique, aux objectifs, aux valeurs et aux intérêts de la société de gestion et des OPCVM qu'elle gère et à ceux des investisseurs dans ces OPCVM.

Cette politique comprend des mesures visant à éviter les conflits d'intérêts ; elle est cohérente et promeut une gestion saine et efficace des risques,

Il s'agit d'une politique qui n'encourage pas une prise de risque qui serait incompatible avec les profils de risque, le règlement ou les documents constitutifs des OPCVM que la société de gestion gère.

En outre, la mise en œuvre de la politique de rémunération fait l'objet, au moins une fois par an, d'une évaluation interne indépendante visant à vérifier sa conformité aux politiques et procédures de rémunération adoptées par l'organe de direction de la Société de Gestion.

Les détails de la Politique de Rémunération sont disponibles sur le site internet de la Société de Gestion ainsi qu'en version papier sur demande de l'investisseur.

AURIS GESTION relève simultanément des directives 2011/61/UE (AIFM) et 2009/65/CE (UCITS).

La Société de gestion a élaboré une politique de rémunération, comme l'exige la loi. Un rapport fournissant des informations pertinentes concernant l'application de la politique de rémunération est disponible sur demande, sans frais au du siège social de la Société de gestion.

Pour la période du 01/01/2020 au 31/12/2020, les tableaux ci-dessous présentent :

- la partie de la rémunération payée ou payable 3) aux employés de la Société de gestion, répartie en rémunération fixe et rémunération variable 2) 3)
- la partie de la rémunération totale payée ou payable 3) au personnel identifié 1)

qui se rapportent à la Société sur la base d'une attribution au prorata de la rémunération totale versée aux employés de la Société de gestion / de la rémunération versée au personnel identifié en fonction de la VNI moyenne de la Société par rapport à l'actif net moyen de tous les FIA et les OPCVM gérés par la Société de gestion.

Effectif moyen de la Société de Gestion (y compris les Collaborateurs identifiés)	Rémunération fixe ²⁾ EUR	Rémunération variable ³⁾ EUR
44	3,912,874.63	103,022.61
Collaborateurs identifiés¹⁾	Rémunération fixe et variable ^{2) 3)} EUR	
3	4,015,897.24	

1) Personnel identifié signifie les cadres supérieurs et les membres du personnel de la Société de Gestion dont les actions ont une incidence significative sur le profil de risque de la Société.

2) Rémunération Fixe signifie le salaire fixe total et les autres avantages fixes tels que les tickets restaurant et les contributions au régime de pension.

3) Rémunération Variable signifie les bonus liés à la performance (provisionnés dans les comptes annuels de la Société de Gestion au 31/12/2020 et payés aux employés en décembre 2020).

À la suite de l'examen de la Politique de Rémunération effectué en 2020 et de sa mise en œuvre, aucune irrégularité n'a été identifiée et aucun changement matériel n'a été apporté à la Politique de Rémunération.

Informations générales

AURIS est une société de placement collectif à capital variable établie au Luxembourg en tant que « société d'investissement à capital variable » conformément à la Partie I de la loi luxembourgeoise modifiée du 17 décembre 2010 (ci-après la « Loi ») relative aux Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières ("OPCVM"). La Société a été constituée le 8 juin 2015 pour une durée indéterminée et est inscrite sous le numéro B 197662.

La Société est un organisme de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM), en vertu de la directive 2009/65/CE du Parlement européen et du Conseil du 13 juillet 2009 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières. La directive européenne 2014/91/EU (« OPCVM V ») modifiant la Directive 2009/65/EC relative aux Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières, qui est applicable à la Société, est entrée en vigueur le 18 mars 2016. Elle a été transposée dans le droit national en vertu de la Loi luxembourgeoise du 10 mai 2016 portant transposition de la Directive 2014/91/EU.

La Société est gérée par Auris Gestion (ci-après la « Société de Gestion »), une « société anonyme » de droit français, sur la base de la liberté de prestation de services, conformément au Chapitre 15 de la Loi. La Société de gestion est agréée et supervisée par l'Autorité des Marchés Financiers depuis 31 décembre 2004.

La Société est constituée en vertu des lois du Grand-Duché de Luxembourg comme un fonds « parapluie » composé de Compartiments distincts, chacun pouvant être divisé en Classes d'Actions distinctes.

Au 31 décembre 2020, les compartiments suivants sont actifs :

- Les 2 premiers compartiments (DIVERSIFIED BETA et EVOLUTION EUROPE) ont été lancés le 15 mars 2017 par le biais d'une fusion transfrontalière avec les OPCVM français gérés par AURIS GESTION (respectivement FCP DIVERSIFIED BETA et FCP EVOLUTION EUROPE).
- 2 compartiments (OBLIGATION CAPITAL et GLOBAL OPPORTUNITIES) ont été lancés respectivement le 12 septembre 2017 et le 20 septembre 2017.
- Le compartiment SELECTION DEFENSIVE a également été lancé par le biais d'une fusion transfrontalière avec l'OPCVM français FCP SELECTION DEFENSIVE le 30 octobre 2017.
- Le compartiment REZEDA a été lancé le 15 décembre 2017.
- Le compartiment Auris X Metwest Capital Global Equities a été lancé le 15 septembre 2020.

Commentaires de gestion

DIVERSIFIED BETA

Décembre

Le mois de décembre, à l'image de cette année 2020, aura été fourni en actualités.

Alors que la situation sanitaire reste extrêmement tendue dans les pays développés avec des nouveaux cas de Covid quotidiens très élevés et l'apparition d'un variant du virus plus contagieux, le début de la campagne de vaccination permet de préserver l'espoir d'une sortie de crise proche et ce en dépit de lenteurs administratives et de contraintes logistiques ayant provoqué un retard dans les vaccinations.

A cause des restrictions liées à la situation sanitaire, les indicateurs économiques commencent à s'essouffler aux Etats-Unis (PMI des services, création d'emploi et ventes au détail) alors que la croissance européenne tient légèrement mieux qu'anticipé. Une situation économique qui oblige les banques centrales à rester pro actives : la FED a réaffirmé son biais durablement accommodant et la BCE, comme elle l'avait laissé entendre à maintes reprises, a augmenté son programme de rachats d'actifs entre autres mesures.

Last but not least, les hommes politiques furent pris d'une soudaine efficacité en décembre. Le Brexit a enfin trouvé son épilogue, avec un accord de dernière minute trouvé entre le Royaume-Uni et l'Union Européenne. Le conseil de l'Union Européenne a, quant à lui, enfin réussi à approuver le fonds de reprise décidé il y a plusieurs mois ! Aux Etats-Unis, le second stimulus budgétaire fut voté après des semaines de négociations (900Mds USD, soit 4% du PIB).

Les marchés terminent l'année sur une note positive. Favorisé par la baisse du dollar américain, les marchés émergents surperforment (+7% sur le MSCI EM). Le Nasdaq bondit de 5.7%, le S&P500 de 3.7% et les marchés européens sous performent (+1.7%) du fait de la situation sanitaire. Les spreads de crédit continuent eux aussi de baisser et sont proches de leur niveau de début d'année 2020.

Auris Diversified Beta progresse en décembre de 0.95% (part R) porté par le crédit, les actions et une position longue euro vs dollar américain. Le fonds termine l'année en hausse de +1.64% contre un indice de référence à -1.0%.

Nous sommes investis à 33% en actions avec une approche *blend* qui permet d'avoir un portefeuille équilibré entre valeurs de croissance et *value*. L'allocation obligataire se répartit entre 16% de titres très défensifs (maturité courtes, *investment grade*, pays périphériques), 13% de haut rendement, 10% d'hybrides d'entreprises, 13% d'AT1 et 11% de subordonnées d'assurances. Le rendement de cette poche s'établit à 2.1%.

Novembre

Au cours d'une année déjà pleine de records, le mois de novembre restera dans les annales boursières comme l'un des plus prolifiques : le CAC40 enregistre sa meilleure performance depuis plus de 30 ans et le S&P 500 son meilleur mois de novembre.

Aux Etats-Unis, l'élection de Joe Biden alors que le sénat reste aux mains des républicains s'impose comme le meilleur scénario boursier possible : un président moins versatile et donc plus prévisible

mais contraint par une cohabitation qui l'empêchera de mener à bien les points de son programme qui auraient pu déstabiliser Wall Street (hausse des impôts, réglementation). Gardons néanmoins en tête l'échéance du 5 janvier et le second tour de l'élection sénatoriale en Géorgie où une victoire surprise des démocrates est peu probable mais toujours possible.

Mais c'est surtout l'annonce d'une efficacité des vaccins de Pfizer/BioNtech et de Moderna supérieure à 90% et de leur disponibilité rapide (courant décembre pour les premières vaccinations) qui laissent entrevoir une normalisation plus rapide qu'escomptée de l'économie. Les écueils sont encore nombreux - stratégies de vaccination, acceptation par les populations, logistique à mettre en œuvre, effets indésirables à grande échelle – mais l'espoir est là.

C'est justement cet espoir que les investisseurs ont acheté en novembre. Par une rotation sectorielle et géographique d'une ampleur jamais vue, les arbitrages entre classes d'actifs ont été massifs. Les actions européennes bondissent de 18% emmenées par la progression des secteurs les plus cycliques totalement délaissés par les investisseurs : bancaires (+30% !), pétrolières (+30%), assureurs (+25%) et automobiles (+22%).

Les actions américaines progressent également : 10% pour le S&P 500, 12% pour le Nasdaq, mais c'est bien le Russel 2000 (indice des small et mid cap) qui surperforme avec une hausse de 18%. Les spreads de crédit se réduisent eux aussi significativement : -118bps pour le haut rendement américain, -104 bps pour le haut rendement européen, -140bps pour les AT1 européennes.

Finalement seuls les taux d'intérêts n'ont pas « acheté » le scénario de la normalisation. Le 10 ans américain baisse même sur le mois à 0.84% après avoir atteint 0.95% le jour de l'annonce du vaccin et les taux allemands progressent à peine de 5 pb à -0.57%. A n'en pas douter l'action des banques centrales continue de comprimer les taux alors que des doutes persistent quant à un éventuel retour de l'inflation post crise. Nous surveillons attentivement cette divergence car elle ne dure jamais très longtemps et avons couvert en conséquence la duration du portefeuille.

Auris Diversified Beta progresse sur le mois de plus de 7% ramenant la performance annuelle du fonds en territoire positif. Nous avons bénéficié de notre exposition actions élevée autour de 30% et d'un positionnement du portefeuille résolument équilibré entre valeur et croissance avant l'annonce des vaccins. Nous avons par la suite renforcé plus encore les valeurs directement impactées par la crise sanitaire (aéronautique, automobile, financières) car elles disposent d'un potentiel important de revalorisation. Le crédit performe également et contribue pour 2.2% grâce au haut rendement et à nos dettes subordonnées financières principalement. La poche obligataire du fonds offre un portage de 2.7%.

Octobre 2020

L'Europe a perdu la guerre contre la Covid-19.

La deuxième vague à laquelle font face les pays européens ont obligé les gouvernements à augmenter drastiquement les restrictions économiques, allant même jusqu'à décider de nouveaux confinements après avoir déjà instauré des couvre-feux en septembre. Certes l'impact économique de ces reconfinements « allégés » sera moins important mais cette solution ne sera pas suffisante pour stopper net l'accélération de l'épidémie. Tous les espoirs européens se tournent désormais vers un vaccin pleinement disponible d'ici la fin du premier semestre 2021. Quid de l'économie entre temps ? L'Europe est prête à la mettre entre parenthèses, plusieurs fois.

Par conséquent les marchés actions européens corrigent significativement sur le mois (-7.4% pour l'EuroStoxx 50), alors que le S&P500 américain baisse seulement de 2.8%. Pourtant les Etats-Unis connaissent eux aussi une augmentation exponentielle des cas de Covid-19, la troisième vague, mais le traitement des cas les plus difficiles semble être plus efficace étant donné un nombre de décès contenus pour le moment permettant à l'économie de rester ouverte. Il apparaît aussi que les investisseurs commencent à intégrer une victoire de Joe Biden à l'élection présidentielle ainsi que le gain du sénat par les démocrates, autorisant la signature d'un deuxième plan de relance significatif dans la foulée. Les taux à 10 ans aux Etats-Unis progressent ainsi de près de 20 pb clôturant le mois au-delà de 0.85%.

Le contexte n'est évidemment pas favorable aux spreads de crédit qui s'écartent sur la période, surtout sur le haut rendement et les subordonnées financières. Toutefois il est intéressant de noter que cet écartement reste relativement modéré par rapport à ce qu'on a pu connaître pour le premier confinement. Les conditions financières restent en effet très accommodantes grâce aux banques centrales. D'ailleurs la BCE a d'ores et déjà annoncé qu'elle recalibrera TOUS ses instruments de politique monétaire en décembre afin de prendre en compte la dégradation de l'économie au quatrième trimestre du fait des reconfinements. Le QE va une nouvelle fois être augmenté, prolongé voire étendu.

Auris Diversified Beta cède 2% en octobre à cause de son exposition actions qui représente 26% du portefeuille répartis à 15% en Europe et 11% aux Etats-Unis. L'allocation obligataire est stable et offre un rendement supérieur à 3% pour une duration modérée à 1.9.

Septembre 2020

Après cinq mois de hausse consécutive, le mois de septembre est venu tempérer l'optimisme ambiant. Le premier point d'attention reste naturellement le développement de l'épidémie de Covid-19 et l'espoir d'une sortie rapide de la crise ne fait maintenant plus consensus. En Europe, la progression du nombre de cas a en effet conduit les gouvernements à réinstaurer des mesures de restriction au niveau local et l'impact sur l'économie a été immédiat. Pour le deuxième mois consécutif, les PMI sont ressortis en baisse marquant un ralentissement de l'activité, impactée par les services qui sont repassés en phase de contraction (PMI services à 48 en septembre contre 50.5 en août). Et l'inflation a une nouvelle fois été négative, ce qui forcera la BCE à agir (augmentation du QE ?) d'ici la fin d'année.

Aux Etats-Unis, où la propagation de l'épidémie ralentit, la reprise économique suit son cours mais à un rythme moindre. Car si pour l'heure les dépenses de consommation sont toujours bien orientées, la fin des prestations chômage a déjà un impact sur le revenu des ménages américains (-2.7% en août après +0.4% en juillet) même si ces derniers sont toujours supérieurs au niveau pré-crise. Le temps est donc compté pour la validation d'un nouveau plan de soutien budgétaire. Mais à quelques semaines des élections, l'impasse politique demeure et si des compromis ont été faits par chaque camp, les positions restent encore assez éloignées. Des deux côtés de l'Atlantique la balle reste donc dans le camp budgétaire pour maintenir la reprise économique car du côté des banques centrales, dont la planche à billets continue de tourner à plein régime, les marges de manœuvre deviennent limitées.

Les marchés risqués finissent donc en baisse sur le mois aussi bien sur les actions (S&P 500 -3.92%, Euro Stoxx 50 -2.41%) que sur le crédit où les spreads se sont écartés (+5 bps sur l'Investment Grade euro et + 22 bps sur le High Yield euro). Sur les taux, le resserrement a été significatif sous l'effet du mouvement risk-off, des actions des banques centrales et, surtout, de l'avancée sur la mutualisation

de dette en Europe. Le 10 ans italien finit par exemple en baisse de 23 bps et repasse largement sous les 1% à 0.87%.

Dans ce contexte, Auris Diversified Beta perd 1.30% pénalisé par ses 24% d'actions et par le crédit. L'allocation obligataire est composée d'une poche prudente pour 30% du portefeuille (*investment grade, short duration* et périphériques courtes), le haut rendement d'entreprises pèse 23% du fonds et notre poche de subordonnées financières 26%. Le rendement actuariel est de 2.7%.

Août 2020

L'amélioration de la situation sanitaire aux Etats-Unis et des indicateurs économiques bien meilleurs qu'attendus ont porté les marchés actions américains à leur plus haut historique. N'oublions néanmoins pas que la performance exceptionnelle (irrationnelle ?) des poids lourds de la tech - c'est le cas de le dire avec une pondération >25% dans le S&P500 - a largement contribué à ce rebond. Le S&P500 gagne 7% et le Nasdaq +9.6%.

A l'inverse l'Europe connaît une période plus délicate avec une recrudescence du nombre de contaminations et un ralentissement de la reprise économique en août. Les marchés actions européens sous-performent avec une progression de « seulement » 3%. Par ailleurs la BCE fait face à une forte appréciation de l'euro qui rend les objectifs d'inflation de plus en plus difficiles à atteindre. La prochaine réunion de la BCE du 10 septembre sera donc primordiale.

Les spreads de crédit se réduisent également sensiblement sur le haut rendement avec des resserrements respectifs de 53 bps et 66 bps pour l'Europe et les Etats-Unis.

Auris Diversified Beta progresse de 2.4%. Les actions contribuent pour 120 points de base, le crédit 91 pb et les devises 25 pb grâce à une position longue euro contre dollar américain.

Au cours du mois, nous avons augmenté l'exposition actions à 26.5% en revenant sur quelques dossiers croissance (LVMH, TELEPERFORMANCE) et investi dans des entreprises plus cycliques dont les décotes sont attractives (MICHELIN, STANLEY, LKQ). Nous sommes positifs sur la classe d'actifs actions d'ici la fin d'année. Elle sera favorisée par l'accélération de la croissance grâce aux mesures de relance des Etats et une situation sanitaire sous contrôle sur le plan des hospitalisations et des décès. Toutefois nous surveillons attentivement les deux principaux risques sur la classe d'actifs : la bulle sur les valeurs technologiques et une potentielle victoire totale de Joe Biden lors des élections de novembre. En effet l'augmentation annoncée du taux d'impôt sur les bénéfices des sociétés réduirait les BPA de l'année 2021 de près de 10% pour le S&P500.

L'allocation obligataire est stable : la poche prudente représente 27% du portefeuille (*investment grade, short duration* et périphériques courtes), le haut rendement d'entreprises pèse 22% du fonds et notre poche de subordonnées financières 27%. Le rendement actuariel est de 2.3%.

Juillet 2020

Après un début de mois marqué par des statistiques économiques meilleures qu'anticipées, la publication d'une progression des inscriptions hebdomadaires au chômage aux Etats-Unis a montré que le retour des mesures de restrictions dans certains Etats à la suite de l'augmentation du nombre de cas de COVID allait réduire le rythme de la reprise de la première puissance économique mondiale.

En zone euro, malgré un PIB allemand pour le second trimestre à -10%, les données économiques sont encourageantes. Mais l'essentiel est ailleurs. En se mettant enfin d'accord sur un plan de relance de 750b€, les européens ont franchi une étape majeure, non pas sur le montant du plan, somme toute modeste comparé aux plans successifs américains (>3000b\$), mais sur un début de mutualisation de la dette au niveau de la commission européenne soulageant les pays les plus durement touchés par la crise.

Malgré cela, les marchés actions européens baissent de 1.8% en juillet et sous performant leurs homologues américains, le S&P 500 progressant de plus de 5%. C'est aussi le cas sur le crédit où les spreads du haut rendement européen sont relativement stables alors que les spreads américains sont en nette baisse.

Auris Diversified Beta parvient à progresser de +0.33% sur le mois grâce au crédit qui fait plus que compenser la baisse des actions. La valeur de nos obligations d'entreprises continue de se normaliser au gré des publications de résultats rassurants.

L'allocation obligataire est composée d'une poche prudente pour 27% du portefeuille (*investment grade, short duration* et périphériques courtes), d'une poche haut rendement d'entreprises pour 22% du fonds et d'une poche de subordonnées financières de 27%. Le rendement du portefeuille approche les 3%. Enfin, constatant l'incertitude qui pèse sur la reprise américaine du fait de la situation sanitaire, notre exposition aux actions se veut prudente à 22%. Le beta du portefeuille ressort à 36%.

Juin 2020

Particulièrement surveillés après le déconfinement, les indicateurs économiques publiés au cours du mois ont dépassé les attentes et ont permis un prolongement du rebond des actifs financiers. Le MSCI World progresse ainsi de 2.5% même si cela masque une grande disparité entre les différents indices. Si le Nasdaq gagne encore 6%, l'EuroStoxx 50 et le MSCI EM ne sont pas en reste avec des gains de respectivement 6% et 7%.

D'ailleurs ce sont les secteurs les plus cycliques de la cote qui ont - enfin ! - pris le relais : assurances, banques et automobile surperforment largement les secteurs les plus défensifs (santé, télécom et alimentation et boisson sont tous proches d'une performance nulle sur le mois).

Les spreads de crédit continuent également de se réduire. Force est de constater que les prêts, garanties et autres mécanismes d'indemnisation accordés par les Etats aux entreprises ont été efficaces. N'oublions pas enfin les achats des banques centrales à travers les *quantitative easing* comme facteur de soutien, d'autant que la BCE a décidé comme attendu d'augmenter la taille de ce dernier et que la FED s'est mise à acheter des obligations en direct.

Auris Diversified Beta progresse de 1.26% en juin grâce au crédit et aux actions. Au cours du mois nous avons renforcé l'exposition au crédit à travers l'achat de papiers à faible duration et offrant des rendements attractifs (TechnipFMC 2021, Maisons du Monde 2023). Le fonds est composé de 74% d'obligations relativement courtes permettant de délivrer un rendement actuariel de 3.6% pour une duration modérée à 1.9.

Côté actions, nous avons réduit temporairement l'exposition aux Etats-Unis en attendant d'avoir plus de visibilité sur cette première vague de cas de Covid qui se prolonge dans certains Etats américains et qui pourrait remettre en cause le redémarrage de l'économie. L'exposition actions est donc de 24% pour un beta global du portefeuille à 39%.

Mai 2020

Les bonnes nouvelles se sont succédé en mai. La fin du confinement n'a pour le moment pas provoqué de deuxième vague de contamination, de nouveaux plans de soutien ont été annoncés aux Etats-Unis et l'Europe va enfin de l'avant emmenée par le tandem franco-allemand avec une proposition ambitieuse incluant une mutualisation des dettes ! Cette proposition restant toutefois à être acceptée par les 4 « frugaux » (Autriche, Pays-Bas, Danemark, Suède), ça aurait été trop facile sinon !

Les banques centrales ont quant à elles réaffirmé leur engagement à soutenir l'économie (FED et BoJ) et ce quoiqu'il en coûte. De son côté, la BCE augmentera son QE dès sa réunion du 4 juin. Reste à voir si elle se sentira contrainte par le jugement de la cour constitutionnelle allemande à l'encontre du PSPP.

Le rebond entamé en avril se poursuit donc. Le S&P500 progresse de 4.5% et l'EuroStoxx 50 de 4.2%. Le crédit haut rendement se reprend également avec une hausse de 4% aux USA et de 3% en Europe.

Nous avons augmenté l'exposition actions au cours du mois à 30%. Il nous semble en effet que les plans de relance massifs couplés au fameux *put* des banques centrales permettront aux marchés de retrouver leur plus haut historique, en premier lieu aux Etats-Unis. D'autant que les investisseurs sont restés prudents et ont peu réinvesti en actions. Ce renforcement s'est fait majoritairement via les indices pour éviter de souffrir de la rotation sectorielle, forte en ce moment.

Concernant la partie crédit du portefeuille nous avons investi dans quelques hybrides attractives (Volkswagen, Unibail) et dans des dossiers haut rendement défensifs (Iliad 2021).

ADB rebondit de +2.44% en mai. La poche crédit contribue pour 135bps, nos obligations pénalisées injustement pendant la correction retrouvant des prix normalisés au fur et à mesure que les entreprises communiquent sur leur capacité à traverser la crise. Les actions contribuent pour 1% à la performance, tirées par les valeurs technologiques, les industrielles et nos positions indicielles.

Nous ne versons néanmoins pas dans l'optimisme béat et surveillons de potentiels développements négatifs : état de l'économie réelle et de la confiance du consommateur post déconfinement, faillites d'entreprises, augmentation déraisonnée des dettes souveraines et tensions sino-américaines.

Avril 2020

Les données économiques parues au cours du mois d'avril confirment l'ampleur du choc causé par le grand confinement. Les PIB du premier trimestre enregistrent en moyenne un repli de 5% (-5.8% pour la France, -4.8% pour les Etats-Unis) pour deux semaines de confinement ! La contraction des PIB du deuxième trimestre s'annonce donc massive d'autant que les indicateurs avancés publiés en avril s'inscrivent en baisse historique : PMI composite en zone Euro à 13.5 et 27 aux Etats-Unis !

Les investisseurs ont néanmoins préféré se focaliser sur les bonnes nouvelles : perspective du déconfinement permis par la baisse des contaminations et plans de relance américains (2 800 Mds USD et plus à venir) financés indirectement par une FED volontariste qui élargit son champ d'action (QE incluant des obligations anciennement *investment grade* et dégradées en *High yield*).

Les marchés actions rebondissent donc fortement : +15% pour le Nasdaq, +13% sur le S&P500. L'Europe sous performe logiquement avec une progression de seulement 5%, reflet des nombreux attermoissements et dissensions autour du plan de relance et du partage/financement de son coût. Le

crédit européen s'en sort mieux : *l'investment grade* gagne 4.6%, le Haut Rendement 6%, et les AT1 9%.

Auris Diversified Beta progresse de 5% en avril grâce au crédit qui contribue à 2/3 de la performance et aux actions (1/3 de la performance).

Le taux d'expositions aux actions a été maintenu supérieur à 25% en avril et abaissé en fin de mois autour de 23%. Il nous semble en effet que les bonnes nouvelles théoriques sont intégrées mais que les conséquences empiriques de la crise sont devant nous : faillites, baisse durable de la confiance du consommateur et une croissance potentielle affaiblie.

Coté crédit nous continuons de trouver des opportunités en restant très sélectifs : achat d'hybrides RWE et Suez, convertibles Korian ou obligations Plastic Omnium 2024.

Le rendement actuariel du fonds est supérieur à 5.4% pour une durée inférieure à 2.

Mars 2020

Le confinement de la moitié de la population mondiale pour lutter efficacement contre la pandémie liée au Covid-19 a plongé l'économie dans une spirale négative. A la crise sanitaire se sont ajoutées une paralysie économique et une crise de liquidité sans précédent en temps de paix.

N'oublions pas non plus la décision de l'Arabie Saoudite de ne plus respecter les accords de l'OPEP provoquant une correction du cours du baril à 20\$ qui a mis en difficulté toute l'industrie pétrolière.

Les marchés actions se sont donc effondrés (-16% pour l'Eurostoxx) avec une volatilité qui n'avait pas été aussi forte depuis la grande crise financière de 2008. Le coût de financement des entreprises a lui explosé comme le montre la hausse de 270 bps des spreads de crédit sur le haut rendement, une baisse de 13% pour son indice.

C'est d'ailleurs cette correction sur le marché du crédit qui explique la baisse de onze pourcents de la valeur liquidative du fonds en mars. 2/3 des pertes provenant du crédit et 1/3 des actions. Si nous avons été prudent sur les actions depuis le début d'année, l'ampleur et la rapidité de la correction du marché obligataire n'a pu être modérée, d'autant que les mesures de confinement n'ont pas aidé la liquidité de ce marché.

Cette correction brutale est néanmoins aujourd'hui source d'opportunités. Alors qu'en début d'année, il était difficile de trouver des idées d'investissement rémunérant correctement le risque, nous retrouvons désormais des points d'entrée intéressants. Le rendement actuariel de notre poche crédit est ainsi passé de 2% à fin février à 7.5% fin mars alors que la notation moyenne du fonds est restée stable à BBB-.

Concernant les actions, nous profitons de cette période pour investir dans des sociétés dont le business model ne sont pas remis en cause par cette crise et dont la baisse des cours offre des perspectives de gains importants (Adidas, Walt Disney, Teleperformance, Française des Jeux). Le taux d'exposition aux actions est de 25%.

Février 2020

La propagation du Coronavirus hors de Chine aura enfin fait ouvrir les yeux aux investisseurs sur le risque économique que fait porter l'épidémie. Et le réveil fut brutal.

Les indices actions chutent de plus de 10% par rapport à leur plus haut et enregistrent en moyenne une baisse supérieure à 8% sur le mois. Les spreads de crédit progressent fortement avec un Itraxx Xover s'écartant de près de 100bps. L'extrême complaisance des investisseurs que nous mentionnions dans notre commentaire de janvier a laissé place à une méfiance exacerbée.

Notre positionnement résolument prudent au cours de ce début d'année nous a permis d'amortir cette correction. Le fonds cède 1.7% soit un peu moins de 20% de la baisse de l'EuroStoxx 50 (-8.5%). Grâce à nos couvertures les actions nous coûtent seulement 108 bps, le crédit 57 bps et les taux périphériques 7bps.

Avec des valorisations qui ont désormais intégré ce choc exogène, nous avons décidé de lever nos couvertures indicelles en toute fin de mois. Les épidémies sont temporaires et les banques centrales feront tout pour rassurer et relancer l'économie. Même si ces dernières ne pourront régler les problèmes de disruption temporaire de logistique ou les restrictions de transports, les baisses de taux à venir auront un effet accélérateur sur la croissance une fois l'épidémie passée. L'exposition actions passe ainsi à 27%.

Coté obligataire, nous avons profité d'une liquidité retrouvée sur certains papiers haut rendement pour investir sur des niveaux de taux enfin redevenus intéressants. Le rendement actuariel de notre poche crédit dépasse maintenant les 2%. Nous gardons enfin une duration modérée à 2.0.

Le Beta du fonds augmente à 37%. Nous conservons néanmoins notre flexibilité afin de faire face aux événements à venir.

Janvier 2020

Bien aidés par la poursuite du rebond des indicateurs d'activité mondiaux, les marchés financiers ont entamé l'année par un rallye reproduisant les tendances de 2019 : progression des actions (plus précisément des valeurs croissance au détriment de la value) et compression des spreads de crédit.

Les indices ont ainsi enchaîné les plus hauts historiques entraînant les valorisations à des niveaux désormais élevés et une extrême complaisance des investisseurs.

L'apparition du risque de pandémie en Chine a d'ailleurs peu ébranlé les actions des pays développés qui culminent proches de leur plus haut historique. Or la Chine de 2020 n'est pas la Chine de 2003, année du SRAS. C'est aujourd'hui la 2^e économie au monde qui contribue pour près de 40% à la croissance mondiale, qui consomme 15% du pétrole et la moitié du cuivre mondial, et qui achète un tiers des smartphones et des automobiles. Le risque sur l'économie mondiale n'est donc pas neutre et cette fois-ci les banques centrales n'ont pas directement la main.

Nous avons conservé un positionnement prudent avec une exposition actions réduite à 15% via des couvertures indicelles, la vente d'actions pétrolières et des prises de profit sur les valeurs technologiques américaines. Néanmoins nous n'hésiterons pas à réinvestir opportunément car par le passé les risques d'épidémie ont constitué de bons points d'entrée.

Concernant notre poche obligataire, nous avons augmenté la duration du portefeuille à 2.2 pour nous prémunir de tout choc sur l'économie mondiale. Sur le crédit nous attendons un écartement des spreads rémunérant mieux le risque pour investir nos liquidités (22% du fonds).

Cette allocation prudente nous a permis d'amortir la baisse des marchés en fin de mois. Le fonds glisse de 0.29% quand son indice de référence abandonne 0.60%.

Le Beta du portefeuille se situe à 24%.

EVOLUTION EUROPE

Le premier trimestre 2020 a été très chahuté, et les nouvelles qui paraissaient en tout début d'année comme étant potentiellement importantes (regains de tension entre les Etats-Unis et l'Iran, confirmation de l'accord commercial de phase 1 entre les Etats-Unis et la Chine) ont été rapidement mises de côté par l'irruption du coronavirus en Chine, dont le développement et ses conséquences potentielles sur la croissance mondiale a provoqué dans un premier temps une consolidation des marchés financiers.

Mais c'est surtout la propagation de la pandémie liée à la Covid-19 à l'Europe, puis aux Etats-Unis, tout comme la gestion désordonnée de cette crise par les différents pays au niveau mondial, qui ont ensuite entraîné une baisse historique des marchés sur la période de mi-février jusqu'au 20 mars 2020. Sur cette période d'environ un mois, ce sont des baisses comprises entre 30% et 35% qui ont été enregistrées sur les principaux marchés mondiaux. Dans ce contexte anxiogène, et avec près de la moitié de la population mondiale astreinte à un confinement à domicile, l'activité des entreprises s'est brutalement arrêtée. Dans la perspective d'une récession désormais inévitable, il s'en est suivi un abandon généralisé de objectifs de chiffre d'affaires et de résultats sur l'année, une révision drastique des plans d'investissements à la baisse, et surtout, pour certains secteurs particulièrement touchés en Europe, de nombreuses décisions de ne pas distribuer de dividendes aux actionnaires, de manière contrainte ou forcée (sous l'impulsion des gouvernements). Ainsi après un rebond durant les derniers jours du mois de mars, les actions Européennes (indice Stoxx 600) ont finalement clôturé le trimestre sur une baisse de près de 23%. Cette baisse a surtout été ressentie sur les secteurs les plus sensibles au cycle économique. Sur le plan sectoriel, les meilleures performances ont pu s'observer sur les secteurs les plus défensifs (Santé : -3%, Alimentation/Boissons : -8%). Les moins bonnes performances ont quant à elles été enregistrées dans les secteurs les plus exposés à la conjoncture économique (Banques : -29%, Automobiles : -24%). Le trimestre a été caractérisé par une assez faible activité en termes de transactions sur le fonds, la volatilité sur les marchés n'aidant pas à des prises de décisions raisonnées compte tenu du degré d'incertitude particulièrement élevé

Le deuxième trimestre a été caractérisé par un rebond des marchés, inattendu par sa rapidité. Dès fin avril en effet, c'est entre un tiers et la moitié des pertes enregistrées qui auront ainsi été récupérées, par rapport aux plus hauts niveaux d'indices de février. Outre la réaction technique d'un rebond de marché brutalement survenu, les perspectives d'une réouverture progressive des économies, ainsi que le soutien apporté par les Etats aux entreprises, et des banques centrales au financement du système financier, expliquent ce mouvement.

Les banques centrales ont e effet réaffirmé leur engagement à soutenir l'économie (Réserve Fédérale américaine, et Bank of Japan) et ce quoiqu'il en coûte. De son côté, la BCE augmentera son QE dès sa réunion du 4 juin.

Les marchés enregistreront sur cette période une hausse significative chaque mois (+6,5% en avril, +3.4% en mai, +3.1% en juin)

Cette période a été extrêmement favorable aux valeurs de croissance qui en dépit de valorisations historiquement élevées, seront relativement mieux épargnées dans un contexte de récession économique. Cette situation a été particulièrement remarquable sur le marché des valeurs

technologiques américaines, où l'indice Nasdaq repassait au-dessus de son record historique dès le mois de juin, enregistrant une performance positive de +12% sur les six premiers mois de l'année.

Les principaux achats ont ainsi porté sur la période sur des valeurs de pure croissance, relativement insensibles à une situation de récession économique : TEAMVIEWER (société allemande opérant dans le secteur des logiciels permettant le contrôle et support à distance d'ordinateurs), SOLUTIONS 30 (société française de services dédiés à l'installation de matériels d'accès internet, informatiques et de compteurs dans le domaine de l'énergie), et enfin KERRY GROUP (société irlandaise opérant dans le secteur des arômes et ingrédients alimentaires). Le fonds a également initié une position dans le groupe de résidences de retraite et de soins KORIAN. Cet achat s'est fait parallèlement à des allègements de positions sur LNA Santé et ORPEA.

Les principales cessions ont quant à elles porté sur WORLDLINE (France, Services de Paiement), dans le cadre d'un arbitrage en faveur d'INGENICO (OPA en cours) ainsi que sur APPLGREEN (Irlande, Distribution/Stations-services).

Dans un contexte macro-économique toujours extrêmement dégradé, d'incertitudes liées à l'évolution de la pandémie, et du soutien constant des banques centrales, la période du troisième trimestre a été caractérisée par la poursuite à la baisse des taux d'intérêt, entraînant une surperformance record des valeurs de croissance comparée à celle des valeurs dites « value », tant en Europe que dans le reste du monde. Dans le même temps les publications de résultats des entreprises se sont révélées bien moins pire que prévu, les sociétés ayant été extrêmement efficaces dans la gestion de leurs coûts face à la baisse de leurs chiffres d'affaires.

En fin de période néanmoins, un certain climat de nervosité est réapparu : approche des élections américaines, climat quasi euphorique sur les valeurs technologiques américaines et les nouvelles sur le front du coronavirus avec le risque de l'arrivée d'une « seconde vague » pour la fin de l'année. Ces incertitudes ont entraîné une légère baisse des marchés européens au mois de septembre.

Le fonds a été assez actif en termes de transactions, les nouveaux achats ont porté sur GRIFOLS (Pharmacie, Espagne), DERMAPHARM (Pharmacie, Allemagne) et CORBION (Matériaux, Pays-Bas), NESTLE (Suisse) et HOMESERVE (société anglaise de prestations de services à domicile).

Le dernier trimestre enfin s'est situé dans le prolongement du troisième : les résultats publiés pour le troisième trimestre ont été meilleurs que prévus. En effet, les sociétés ont la plupart du temps pu bénéficier de l'effet rattrapage lié au déconfinement intervenu pendant l'été (effet positif sur le chiffre d'affaires) alors que dans le même temps elles n'avaient pas besoin d'augmenter certaines charges qui dans un contexte normal auraient été effectuées. Il en a ainsi résulté des publications supérieures aux attentes sur les principales données : chiffre d'affaires, marges opérationnelles et génération de trésorerie.

La perspective des élections américaines et le développement de nouveaux cas de coronavirus à travers le monde (et plus particulièrement en Europe) auront dans un premier temps concentré l'attention des investisseurs et surtout, alimenté leur nervosité. Mais le dénouement des élections et, surtout, les avancées sur les découvertes d'un vaccin ont permis aux marchés mondiaux d'enregistrer au cours des deux derniers mois non seulement une progression historique, mais également, pour les indices mondiaux, d'enregistrer un plus haut historique. C'est ainsi que l'indice MSCI World affiche à fin décembre une progression depuis le début de l'année de plus de 15%.

Dans cet environnement particulier, le fonds a été assez actif en termes de transactions, cherchant en partie à se réexposer sur des valeurs potentiellement plus cycliques (Spie, St Gobain, Lindab) mais offrant des valorisations encore attractives.

Au cours de l'année, le fonds a finalement légèrement sous performé son indice de référence. Cette sous performance s'explique en grande partie par la rotation sectorielle et de style en faveur des valeurs cycliques ou des secteurs dans lesquels le fonds n'est pas présent, au cours des trois derniers mois de l'année (Pétrole : +27%, Banques : +31%, Ressources de base : +24%, Assurances : +19%). A l'inverse, le secteur de la santé, principale exposition sectorielle du fonds a été le secteur ayant eu l'évolution relative la plus défavorable, avec une baisse de 2%.

GLOBAL OPPORTUNITIES

Le premier trimestre de l'année 2020 a été très chahuté, et les nouvelles qui paraissaient en tout début d'année comme étant potentiellement importantes (regains de tension entre les Etats-Unis et l'Iran, confirmation de l'accord commercial de phase 1 entre les Etats-Unis et la Chine) ont été rapidement mises de côté par l'irruption du coronavirus en Chine, dont le développement et ses conséquences potentielles sur la croissance mondiale a provoqué dans un premier temps une consolidation des marchés financiers.

Mais c'est surtout la propagation de la pandémie liée à la Covid-19 à l'Europe, puis aux Etats-Unis, tout comme la gestion désordonnée de cette crise par les différents pays au niveau mondial, qui ont ensuite entraîné une baisse historique des marchés sur la période de mi-février jusqu'au 20 mars 2020. Sur cette période d'environ un mois, ce sont des baisses comprises entre 30% et 35% qui ont été enregistrées sur les principaux marchés mondiaux. Dans ce contexte anxiogène, et avec près de la moitié de la population mondiale astreinte à un confinement à domicile, l'activité des entreprises s'est brutalement arrêtée. Dans la perspective d'une récession désormais inévitable, il s'en est suivi un abandon généralisé de objectifs de chiffre d'affaires et de résultats sur l'année, une révision drastique des plans d'investissements à la baisse, et surtout, pour certains secteurs particulièrement touchés en Europe, de nombreuses décisions de ne pas distribuer de dividendes aux actionnaires, de manière contrainte ou forcée (sous l'impulsion des gouvernements).

Ainsi après un rebond durant les derniers jours du mois de mars, les actions Européennes (indice Stoxx 600) ont finalement clôturé le trimestre sur une baisse de près de 23%. Cette baisse a surtout été ressentie sur les secteurs les plus sensibles au cycle économique. Sur le plan sectoriel, les meilleures performances ont pu s'observer sur les secteurs les plus défensifs (Santé : -3%, Alimentation/Boissons : -8%). Les moins bonnes performances ont quant à elles été enregistrées dans les secteurs les plus exposés à la conjoncture économique (Banques : -29%, Automobiles : -24%). Le trimestre a été caractérisé par une assez faible activité en termes de transactions sur le fonds, la volatilité sur les marchés n'aidant pas à des prises de décisions raisonnées compte tenu du degré d'incertitude particulièrement élevé

Les principales opérations ont porté sur l'initiation d'une position dans la société GENERIX (société française spécialisée dans les logiciels de gestion de la logistique), et le renforcement de notre position dans FNAC-DARTY suite à la baisse récente.

Des cessions intégrales de positions sont intervenues sur certains titres, soit pour des raisons de valorisation et de bonnes performances récentes (TELEPERFORMANCE, UBISOFT, AIR LIQUIDE), soit pour des interrogations sur les attentes du marché en termes de résultats (DANONE, ANHEUSER BUSCH INBEV, MAISONS DU MONDE).

Le deuxième trimestre a été caractérisé par un rebond des marchés, inattendu par sa rapidité. Dès fin avril en effet, c'est entre un tiers et la moitié des pertes enregistrées qui auront ainsi été récupérées, par rapport aux plus hauts niveaux d'indices de février. Outre la réaction technique d'un rebond de marché brutalement survenu, les perspectives d'une réouverture progressive des économies, ainsi que le soutien apporté par les Etats aux entreprises, et des banques centrales au financement du système financier, expliquent ce mouvement.

Les banques centrales ont e effet réaffirmé leur engagement à soutenir l'économie (Réserve Fédérale américaine, et Bank of Japan) et ce quoiqu'il en coûte. De son côté, la BCE augmentera son QE dès sa réunion du 4 juin.

Les marchés enregistreront sur cette période une hausse significative chaque mois (+6,5% en avril, +3.4% en mai, +3.1% en juin)

Cette période a été extrêmement favorable aux valeurs de croissance qui en dépit de valorisations historiquement élevées, seront relativement mieux épargnées dans un contexte de récession économique. Cette situation a été particulièrement remarquable sur le marché des valeurs technologiques américaines, où l'indice Nasdaq repassait au-dessus de son record historique dès le mois de juin, enregistrant une performance positive de +12% sur les six premiers mois de l'année.

Les principaux achats ont ainsi porté sur le groupe de résidences de retraite et de soins KORIAN. Cet achat s'est fait parallèlement à des allègements de positions sur LNA Santé et ORPEA. Par ailleurs, le fonds a également investi sur deux titres liés aux Energies Renouvelables, les développeurs de parcs éoliens et solaires ENCAVIS (Allemagne) et TERNA ENERGY (Grèce). Des achats opportunistes ont enfin été réalisés sur RUBIS, société française opérant dans le secteur de la distribution de GPL et le stockage d'hydrocarbures, et AMADEUS, société espagnole spécialisée dans des solutions logicielles (plateformes de réservation) appliquées au secteur du tourisme.

Les principales cessions ont quant à elles porté sur WORLDLINE (France, Services de Paiement), dans le cadre d'un arbitrage en faveur d'INGENICO (OPA en cours). Nous avons décidé de céder l'intégralité de nos positions sur des titres fortement cycliques et/ou peu liquides : le groupe d'assurance AXA, et le groupe de Distribution/ Media LAGARDERE, DERICHEBOURG (Traitement de déchets), SII (Société de services informatiques), ACCELL (Fabricant de cycles), et enfin APPLGREEN (Irlande, Distribution/Stations-services)

Dans un contexte macro-économique toujours extrêmement dégradé, d'incertitudes liées à l'évolution de la pandémie, et du soutien constant des banques centrales, la période du **troisième trimestre** a été caractérisée par la poursuite à la baisse des taux d'intérêt, entraînant une surperformance record des valeurs de croissance comparée à celle des valeurs dites « value », tant en Europe que dans le reste du monde. Dans le même temps les publications de résultats des entreprises se sont révélées bien moins pire que prévu, les sociétés ayant été extrêmement efficaces dans la gestion de leurs couts face à la baisse de leurs chiffres d'affaires.

En fin de période néanmoins, un certain climat de nervosité est réapparu : approche des élections américaines, climat quasi euphorique sur les valeurs technologiques américaines et les nouvelles sur le front du coronavirus avec le risque de l'arrivée d'une « seconde vague » pour la fin de l'année. Ces incertitudes ont entraîné une légère baisse des marchés européens au mois de septembre.

Au cours de cette période, le fonds a fait l'objet de très peu de transactions, Les principales opérations ayant consisté à vendre les valeurs financières du portefeuille : ALLIANZ et BNP PARIBAS en particulier.

Le dernier trimestre enfin s'est situé dans le prolongement du troisième : les résultats publiés pour le troisième trimestre ont été meilleurs que prévus. En effet, les sociétés ont la plupart du temps pu bénéficier de l'effet rattrapage lié au déconfinement intervenu pendant l'été (effet positif sur le chiffre d'affaires) alors que dans le même temps elles n'avaient pas besoin d'augmenter certaines charges qui dans un contexte normal auraient été effectuées. Il en a ainsi résulté des publications supérieures aux attentes sur les principales données : chiffre d'affaires, marges opérationnelles et génération de trésorerie.

La perspective des élections américaines et le développement de nouveaux cas de coronavirus à travers le monde (et plus particulièrement en Europe) auront dans un premier temps concentré l'attention des investisseurs et surtout, alimenté leur nervosité. Mais le dénouement des élections et, surtout, les avancées sur les découvertes d'un vaccin ont permis aux marchés mondiaux d'enregistrer au cours des deux derniers mois non seulement une progression historique, mais également, pour les indices mondiaux, d'enregistrer un plus haut historique. C'est ainsi que l'indice MSCI World affiche à fin décembre une progression depuis le début de l'année de plus de 15%,

Dans cet environnement particulier, le fonds a été très actif en termes de transactions, cherchant en partie à se réexposer sur des valeurs potentiellement plus cycliques (Rexel, Mediaset Espana, Ipsos) mais offrant des valorisations encore attractives, certaines d'entre elles étant exposées directement ou indirectement à la problématique de la transaction énergétique (Lindab, St Gobain, SMA Solar, Arcadis), et enfin deux actions offrant un rendement supérieur à 5% (Snam Rete Gas, Zardoya Otis).

Au cours de l'année, le fonds a finalement sous-performé son indice de référence. Cette sous-performance s'explique en grande partie par la rotation sectorielle et de style en faveur des valeurs cycliques ou des secteurs dans lesquels le fonds n'est pas présent, au cours des trois derniers mois de l'année (Pétrole : +27%, Banques : +31%, Ressources de base : +24%, Assurances : +19%). A l'inverse, le secteur de la santé, principale exposition sectorielle du fonds a été le secteur ayant eu l'évolution relative la plus défavorable, avec une baisse de 2%.

SELECTION DEFENSIVE

L'année 2020 aura été une année inédite en raison de la pandémie mondiale de coronavirus. En effet alors que l'épidémie était cantonnée à la Chine en début d'année, elle s'est ensuite propagée à l'ensemble du monde. Cette crise sanitaire a alors eu des conséquences médicales dramatiques et conduit quasiment l'ensemble des pays à prendre des mesures drastiques. Ainsi au pic de la première vague de l'épidémie en mars/avril près de 60% de la population mondiale a dû faire face à des mesures de confinement total ou partiel. Les conséquences économiques ont été majeures conduisant à des reculs de PIB rarement (voire jamais) vus jusque-là. Les différents gouvernements et les principales banques centrales mondiales ont mis en œuvre des mesures de soutien massives et inédites.

Ces mesures ont permis à l'activité économique mondiale de limiter son recul.

L'arrivée de vaccins, développés de façon accélérée, et le début de leur utilisation en toute fin d'année auront finalement permis aux marchés financiers de recouvrer la majeure partie de leurs pertes (particulièrement importantes, et même parfois historiques en mars/avril).

Les autres nouvelles importantes de l'année auront été l'accord in-extremis sur la mise en œuvre du Brexit et l'élection de M. Biden comme nouveau président des Etats-Unis alors que les relations commerciales sino-américaines auront été tendues tout au long de l'année.

Dans cet environnement où l'aversion au risque a prédominé une grande partie de l'année et compte-tenu de la politique monétaire accommodante et volontariste de la BCE, le rendement des emprunts d'Etat de la zone euro ont encore baissé (de respectivement 0,46% et 0,38% pour les taux 10 ans français et allemands) et se sont installés de façon durable en territoire négatif (OAT 10 ans à -0,34% et Bund allemand à -0,57%). Les taux des pays périphériques ont eux aussi baissé (taux italiens 10 ans passés de 1,4% à 0,5%).

Le marché du crédit, après avoir fortement souffert au printemps a progressivement regagné la majeure partie de ses pertes. Ainsi en fin d'année, le niveau des primes de risques y compris sur ses composantes les plus sensibles comme le high yield ou les dettes subordonnées, ne sont plus très éloignés de ceux de fin 2019 (indice Itraxx Europe passé de 44 à 48pb et Itraxx Xover passé de 207 à 242 pb). Le marché primaire est resté dynamique, les émetteurs profitant de conditions historiquement favorables.

Les marchés des obligations privées Investment Grade et High Yield enregistrent finalement des performances positives (aidées par la baisse des taux) de respectivement +2,4% et +1,7% pour les indices Iboxx Euro Investment Grade et High Yield.

Les marchés actions européens finissent l'année sur des baisses limitées (Eurostoxx : -1,6%).

A noter le recul du prix du pétrole (-22%) qui termine l'année à 52\$/baril (brent) ainsi que la nette revalorisation de l'euro face au dollar avec une parité passée de 1,12 à 1,22.

Sur sa composante obligataire, le fonds Auris Sélection Défensive a conservé tout au long de l'année sa stratégie axée principalement sur des maturités courtes (souvent de catégorie high yield) et des taux variables. Cette stratégie a été maintenue malgré les nombreux remboursements (près de la moitié de l'actif).

Ainsi sur les hybrides corporates de nouvelles positions ont été créées ou renforcées (Telefonica call 2024, Solvay call 2023, Total call 2022, Unibail call 2026) suite à de nombreux remboursements totaux ou partiels faisant parfois suite à des offres de rachat de certains titres (Orange call 2021, Arkema call 2020, Engie call 2021, Solvay call 2021, Telefonica call 2021, Total call 2021).

L'exposition du fonds aux perpétuelles financières a été maintenue (proche de 20% de l'actif). Sur cette catégorie, le fonds a initié une position en Rabobank 6,625% call 2021 (après le remboursement de l'obligation Rabobank 5,5% call 2020) et en BBVA 8.875% call 2021.

L'exposition du fonds au segment high yield a été augmentée (à 47% contre 36%), au cours du printemps notamment, en profitant de niveaux jugés exagérément bas (nouvelles lignes en CGG 2023, Loxam 6% 2025, Moblux 2024) et sur des émetteurs parfois non notés mais avec un profil de liquidités solide (Bolloré 2021, Lagardère 2023). De nombreux remboursements sont intervenus sur cette catégorie, à maturité (Eramet 2020) ou faisant suite à des remboursements anticipés (Autodis 2022, SNFF 2023) ou des offres de rachats (Quadiant 2021).

A noter que le fonds a été impacté négativement par son exposition aux obligations Vallourec (6,625% 2022 et convertible 2022), achetées en février après l'annonce de l'augmentation de capital, finalement abandonnée, en raison de discussions entamées en vue d'une restructuration de sa dette.

Sur les titres de qualité de crédit Investment Grade, une nouvelle ligne a été constituée en Mercialis 2027.

A la clôture de l'exercice, la part des liquidités représente 21% de l'actif et les obligations représentent 79% de l'actif du fonds. Le rendement actuariel de cette composante obligataire est de 2,7% pour une

qualité de signature moyenne BB+ (un cran inférieur à la catégorie Investment Grade) et une maturité moyenne de 2,5 ans hors obligations perpétuelles à taux variables. Le fonds maintient un positionnement prudent dans l'environnement de taux actuel avec une sensibilité réduite (1,2) et des taux variables à hauteur de près de 15% de l'actif.

La part investie en actions a été soldée courant en décembre en raison du changement de stratégie du fonds intervenant au 01/01/2021. Cette partie avait été gérée de façon opportuniste et a oscillé dans une fourchette de 3,6% à 10% de l'actif avec une moyenne (fin de mois) de 7,1%. Sa contribution à la performance a été nettement positive grâce aux revalorisations enregistrées sur certains titres (Total, BNP Paribas, Michelin, Crédit Agricole, Ence, Klepierre).

Le fonds Auris Sélection Défensive, en dépit d'un contexte inédit, enregistre des performances positives sur l'ensemble des parts avec des hausses de +1,83% pour la part R, de +2,40% pour la part I, de +2,34% pour la part N, de +1,42% pour la part R-CHF et de +3,91% pour la part R-USD.

La performance a bénéficié de la contribution parfois plus marquée de certains titres (Tereos 2023, Loxam 6% 2025, Ence 2023 CV, Mercialis 2027, Groupama 6,375% perp).

L'indicateur de référence du fonds (Eonia +200pb) enregistre une performance de +1,60%.

La volatilité du fonds au 31 décembre 2020 est en hausse en raison du caractère inédit de cette année à 10,3 sur 1 an et 6,1 sur 3 ans.

Dans le contexte actuel de taux bas voire négatifs et d'une rémunération du risque jugée parfois insuffisante, le portefeuille garde une approche conservatrice. Pour l'année à venir, le fonds s'appuiera sur sa capacité à pouvoir recourir à l'ensemble des classes d'actifs obligataires et sur une approche sélective pour continuer à délivrer une performance consistante.

OBLIGATION CAPITAL

Décembre

Le mois de décembre, à l'image de cette année 2020, aura été fourni en actualités.

Alors que la situation sanitaire reste extrêmement tendue dans les pays développés avec des nouveaux cas de Covid quotidiens très élevés et l'apparition d'un variant du virus plus contagieux, le début de la campagne de vaccination permet de préserver l'espoir d'une sortie de crise proche et ce en dépit de lenteurs administratives et de contraintes logistiques ayant provoqué un retard dans les vaccinations.

A cause des restrictions liées à la situation sanitaire, les indicateurs économiques commencent à s'essouffler aux Etats-Unis (PMI des services, création d'emploi et ventes au détail) alors que la croissance européenne tient légèrement mieux qu'anticipé. Une situation économique qui oblige les banques centrales à rester pro actives : la FED a réaffirmé son biais durablement accommodant et la BCE, comme elle l'avait laissé entendre à maintes reprises, a augmenté son programme de rachats d'actifs entre autres mesures.

Last but not least, les hommes politiques furent pris d'une soudaine efficacité en décembre. Le Brexit a enfin trouvé son épilogue, avec un accord de dernière minute trouvé entre le Royaume-Uni et l'Union Européenne. Le conseil de l'Union Européenne a, quant à lui, enfin réussi à approuver le fonds de

reprise décidé il y a plusieurs mois ! Aux Etats-Unis, le second stimulus budgétaire fut voté après des semaines de négociations (900Mds USD, soit 4% du PIB).

Les marchés terminent l'année sur une note positive. Favorisé par la baisse du dollar américain, les marchés émergents surperforment (+7% sur le MSCI EM). Le Nasdaq bondit de 5.7%, le S&P500 de 3.7% et les marchés européens sous performent (+1.7%) du fait de la situation sanitaire. Les spreads de crédit continuent eux aussi de baisser et sont proches de leur niveau de début d'année 2020. La dette hybride d'entreprises progresse de 0.69% en décembre et les AT1 de +1.2%.

Auris Obligation Capital progresse en décembre de +1.08% (part R) et termine 2020 en hausse de 1.72%.

Le rendement actuariel du fonds est désormais de 3.2% pour une duration au call de 2.7 et une notation BB.

Novembre

Au cours d'une année déjà pleine de records, le mois de novembre restera dans les annales boursières comme l'un des plus prolifiques : le CAC40 enregistre sa meilleure performance depuis plus de 30 ans et le S&P 500 son meilleur mois de novembre.

Aux Etats-Unis, l'élection de Joe Biden alors que le sénat reste aux mains des républicains s'impose comme le meilleur scénario boursier possible : un président moins versatile et donc plus prévisible mais contraint par une cohabitation qui l'empêchera de mener à bien les points de son programme qui auraient pu déstabiliser Wall Street (hausse des impôts, réglementation). Gardons néanmoins en tête l'échéance du 5 janvier et le second tour de l'élection sénatoriale en Géorgie où une victoire surprise des démocrates est peu probable mais toujours possible.

Mais c'est surtout l'annonce d'une efficacité des vaccins de Pfizer/BioNtech et de Moderna supérieure à 90% et de leur disponibilité rapide (courant décembre pour les premières vaccinations) qui laissent entrevoir une normalisation plus rapide qu'escomptée de l'économie. Les écueils sont encore nombreux - stratégies de vaccination, acceptation par les populations, logistique à mettre en œuvre, effets indésirables à grande échelle – mais l'espoir est là.

C'est justement cet espoir que les investisseurs ont acheté en novembre. Par une rotation sectorielle et géographique d'une ampleur jamais vue, les arbitrages entre classes d'actifs ont été massifs. Les actions européennes bondissent de 18% emmenées par la progression des secteurs les plus cycliques totalement délaissés par les investisseurs : bancaires (+30% !), pétrolières (+30%), assureurs (+25%) et automobiles (+22%).

Les actions américaines progressent également : 10% pour le S&P 500, 12% pour le Nasdaq, mais c'est bien le Russel 2000 (indice des small et mid cap) qui surperforme avec une hausse de 18%. Les spreads de crédit se réduisent eux aussi significativement : -118bps pour le haut rendement américain, -104 bps pour le haut rendement européen, -140bps pour les AT1 européennes. En termes de performance, les hybrides d'entreprises progressent de 2.6% et les AT1 de 7% !

Auris Obligation Capital progresse de plus de 5% ramenant la performance annuelle du fonds en territoire positif. Cela grâce à nos 60% d'AT1 et notamment celles qui ont de faibles coupons, qui ont le plus de Beta. Nos hybrides d'entreprises ne sont pas en reste. C'est le cas des hybrides ACCOR et UNIBAIL qui progressent respectivement de 11% et 7%.

Le rendement actuariel du fonds est désormais de 3.7% pour une duration au call de 2.7 et une notation BB.

Octobre 2020

L'Europe a perdu la guerre contre la Covid-19.

La deuxième vague à laquelle font face les pays européens ont obligé les gouvernements à augmenter drastiquement les restrictions économiques, allant même jusqu'à décider de nouveaux confinements après avoir déjà instauré des couvre-feux en septembre. Certes l'impact économique de ces reconfinements « allégés » sera moins important mais cette solution ne sera pas suffisante pour stopper net l'accélération de l'épidémie. Tous les espoirs européens se tournent désormais vers un vaccin pleinement disponible d'ici la fin du premier semestre 2021. Quid de l'économie entre temps ? L'Europe est prête à la mettre entre parenthèses, plusieurs fois.

Par conséquent les marchés actions européens corrigent significativement sur le mois (-7.4% pour l'EuroStoxx 50). Malgré un léger écartement des spreads, il est intéressant de noter que cela reste relativement modéré par rapport à ce qu'on a pu connaître pour le premier confinement. Les conditions financières restent en effet très accommodantes grâce aux banques centrales. D'ailleurs la BCE a d'ores et déjà annoncé qu'elle recalibrera TOUS ses instruments de politique monétaire en décembre afin de prendre en compte la dégradation de l'économie au quatrième trimestre du fait des reconfinements. Le QE va une nouvelle fois être augmenté, prolongé voire étendu.

Auris Obligation Capital perd néanmoins 0.66% pénalisé par ses AT1 espagnoles ainsi qu'une hybride Unibail qui souffre en attendant la validation de l'augmentation de capital par les actionnaires. Les autres hybrides du fonds s'inscrivent en hausse.

Le rendement actuariel du fonds est désormais supérieur à 5.8%, pour une duration au call de 2.5 et une notation BB.

Septembre 2020

Après cinq mois de hausse consécutive, le mois de septembre est venu tempérer l'optimisme ambiant. Le premier point d'attention reste naturellement le développement de l'épidémie de Covid-19 et l'espoir d'une sortie rapide de la crise ne fait maintenant plus consensus. En Europe, la progression du nombre de cas a en effet conduit les gouvernements à réinstaurer des mesures de restriction au niveau local et l'impact sur l'économie a été immédiat. Pour le deuxième mois consécutif, les PMI sont ressortis en baisse marquant un ralentissement de l'activité, impactée par les services qui sont repassés en phase de contraction (PMI services à 48 en septembre contre 50.5 en août). Et l'inflation a une nouvelle fois été négative, ce qui forcera la BCE à agir (augmentation du QE ?) d'ici la fin d'année.

Aux Etats-Unis, où la propagation de l'épidémie ralentit, la reprise économique suit son cours mais à un rythme moindre. Car si pour l'heure les dépenses de consommation sont toujours bien orientées, la fin des prestations chômage a déjà un impact sur le revenu des ménages américains (-2.7% en août après +0.4% en juillet) même si ces derniers sont toujours supérieurs au niveau pré-crise. Le temps est donc compté pour la validation d'un nouveau plan de soutien budgétaire. Mais à quelques semaines des élections, l'impasse politique demeure et si des compromis ont été faits par chaque camp, les positions restent encore assez éloignées. Des deux côtés de l'Atlantique la balle reste donc dans le

camp budgétaire pour maintenir la reprise économique car du côté des banques centrales, dont la planche à billets continue de tourner à plein régime, les marges de manœuvre deviennent limitées.

Les marchés risqués finissent donc en baisse sur le mois aussi bien sur les actions (S&P 500 -3.92%, Euro Stoxx 50 -2.41%) que sur le crédit où les spreads se sont écartés (+5 bps sur l'Investment Grade euro et + 22 bps sur le High Yield euro). Les hybrides d'entreprises surperforment en cédant seulement 0.22% et les AT1 perdent 0.66%.

Auris Obligation Capital perd 0.52% pénalisé par ses AT1 italiennes (16% du fonds pour 55% d'AT1), ses hybrides (17% du fonds) et les subordonnées d'assurance (13% du fonds). Les taux variables (9.3% du fonds) sont stables.

Le rendement actuariel est de 5.3% pour une notation moyenne BB.

Août 2020

L'amélioration de la situation sanitaire aux Etats-Unis et des indicateurs économiques bien meilleurs qu'attendus ont porté les marchés actions américains à leur plus haut historique. N'oublions néanmoins pas que la performance exceptionnelle (irrationnelle ?) des poids lourds de la tech - c'est le cas de le dire avec une pondération >25% dans le S&P500 - a largement contribué à ce rebond. Le S&P500 gagne 7% et le Nasdaq +9.6%.

A l'inverse l'Europe connaît une période plus délicate avec une recrudescence du nombre de contaminations et un ralentissement de la reprise économique en août. Les marchés actions européens sous-performent avec une progression de « seulement » 3%. Par ailleurs la BCE fait face à une forte appréciation de l'euro qui rend les objectifs d'inflation de plus en plus difficiles à atteindre. La prochaine réunion de la BCE du 10 septembre sera donc primordiale.

Les spreads de crédit se réduisent également sensiblement sur le haut rendement avec des resserrements respectifs de 53 bps et 66 bps pour l'Europe et les Etats-Unis. Les hybrides corporates progressent de 1% et les AT1 surperforment avec un rebond de 3.8%. Les investisseurs préfèrent enfin regarder le verre à moitié plein en se concentrant sur les solides positions en capital des banques malgré les provisions significatives passées.

Auris Obligation Capital progresse de 2.4% porté essentiellement par les AT1 qui représentent 60% du fonds. Le solde du portefeuille est composé de 18% d'hybrides d'entreprises, de 13% de subordonnées d'assurances et de 9% de taux variables.

Le rendement actuariel est supérieur à 5% pour une notation moyenne BB.

Juillet 2020

En se mettant enfin d'accord sur un plan de relance de 750b€, les européens ont franchi une étape majeure, non pas sur le montant du plan, somme toute modeste comparé aux plans successifs américains (>3000b\$), mais sur un début de mutualisation de la dette au niveau de la commission européenne soulageant les pays les plus durement touchés par la crise, en premier lieu l'Italie et l'Espagne. La cohésion de la zone s'en sort renforcée et l'appréciation de l'euro au cours du mois vient valider ce changement de paradigme.

Les résultats des banques ont aussi fait l'actualité. Et ils sont contrastés. Certaines enregistrent des pertes importantes liées à des provisions significatives (SOCIETE GENERALE, SANTANDER) alors que celles dont les banques d'investissement représentent une part significative de leur activité ne font pas aussi bien que leurs homologues américaines sur le trimestre. Néanmoins une constante : les positions en capital restent solides et progressent même sur le trimestre ! De bon augure pour le crédit bancaire.

Les obligations subordonnées bancaires progressent de 0.90% en juillet et les hybrides d'entreprises de 1.5%. Auris Obligation Capital gagne 0.84% sur le mois grâce aux subordonnées d'assurances et aux AT1 italiennes qui surperforment.

Nous avons profité des bons résultats de Deutsche Bank pour céder une Tier 2 récemment émise par la banque et qui avait progressé de plus de 7% depuis son entrée en portefeuille. Cela nous permet d'augmenter nos liquidités avant l'été, traditionnellement marqué par une moindre liquidité.

Le fonds est composé de 58% d'obligations AT1, de 18% d'hybrides d'entreprises, de 12% de subordonnées d'assurances et de 9% de taux variables.

Le rendement actuariel du portefeuille est de 6.2% pour une notation moyenne BB.

Juin 2020

Particulièrement surveillés après le déconfinement, les indicateurs économiques publiés au cours du mois ont dépassé les attentes et ont permis un prolongement du rebond des actifs financiers. Le MSCI World progresse ainsi de 2.5% même si cela masque une grande disparité entre les différents indices. Si le Nasdaq gagne encore 6%, l'EuroStoxx 50 et le MSCI EM ne sont pas en reste avec des gains de respectivement 6% et 7%.

Les spreads de crédit continuent également de se réduire. Force est de constater que les prêts, garanties et autres mécanismes d'indemnisation accordés par les Etats aux entreprises ont été efficaces pour juguler la crise économique. Cela pourrait être de bon augure pour les provisions des banques.

Les dettes hybrides d'entreprises progressent en juin de +0.9% et les AT1 de +1.5%.

Auris Obligation Capital gagne 1.5% grâce au rebond des AT1 italiennes et à la surperformance de nos hybrides. Le fonds est composé de 59% d'obligations AT1, de 18% d'hybrides, de 12% de subordonnées d'assurances, de 9% de taux variables.

Le rendement actuariel du portefeuille ressort à 6.4% pour une notation moyenne BB.

Mai 2020

Les bonnes nouvelles se sont succédé en mai. La fin du confinement n'a pour le moment pas provoqué de deuxième vague de contamination, de nouveaux plans de soutien ont été annoncés aux Etats-Unis et l'Europe va enfin de l'avant emmenée par le tandem franco-allemand avec une proposition ambitieuse incluant une mutualisation des dettes ! Cette proposition restant toutefois à être acceptée par les 4 « frugaux » (Autriche, Pays-Bas, Danemark, Suède), ça aurait été trop facile sinon !

Les banques centrales ont quant à elles réaffirmé leur engagement à soutenir l'économie (FED et BoJ) et ce quoiqu'il en coûte. De son côté, la BCE augmentera son QE dès sa réunion du 4 juin. Reste à voir

si elle se sentira contrainte par le jugement de la cour constitutionnelle allemande à l'encontre du PSPP.

Le rebond entamé en avril se poursuit donc. Les indices actions progressent de plus de 4% et le crédit n'est pas en reste. Les hybrides d'entreprises gagnent 0.65% et les AT1 surperforment largement avec une hausse de 3.5%. Le rapport de l'autorité bancaire européenne a rassuré : la crise économique sera bien absorbée par les banques grâce aux effets conjugués de positions en capital solide pré crise, des mesures de soutien prises par le régulateur et des garanties de prêts par les Etats.

Bank of Ireland a d'ailleurs profité de l'engouement revenu pour la classe d'actifs pour émettre une nouvelle AT1 destinée à rembourser à la première date de *call* une émission plus ancienne. Deutsche Bank a de son côté émis avec succès une Tier 2 à un taux de 5.625% dans laquelle nous avons investi.

Nous avons par ailleurs acheté opportunément des AT1 dont les coupons sont faibles, qui ont fortement baissé au cours de la correction et dont la valorisation intègre une probabilité faible de remboursement au premier call.

Nous avons également investi dans les dettes hybrides d'UNIBAIL RODAMCO WESTFIELD et d'ACCOR dont les rendements nous paraissent attractif eu égard leur profil de liquidité.

Obligation Capital s'apprécie de 2.8% sur le mois. Le fonds propose un rendement supérieur à 6.5% pour une notation moyenne BB.

Avril 2020

Les données économiques parues au cours du mois d'avril confirment l'ampleur du choc causé par le grand confinement. Les PIB du premier trimestre enregistrent en moyenne un repli de 5% pour deux semaines de confinement ! La contraction des PIB du deuxième trimestre s'annonce donc massive d'autant que les indicateurs avancés publiés en avril s'inscrivent en baisse historique : PMI composite en zone Euro à 13.5 et 27 aux Etats-Unis !

Les investisseurs ont néanmoins préféré se focaliser sur les bonnes nouvelles : perspective du déconfinement permis par la baisse des contaminations et plans de relance financés indirectement par les banques centrales.

Les premiers résultats des banques pour le premier trimestre ont été publiés et ressortent très disparates. Certaines banques passant des provisions importantes en prévision de l'impact de la crise, et d'autres étant moins proactives. Il ressort néanmoins pour toutes les banques que la baisse des exigences en capital demandées par le régulateur augmente (!) leur coussin de sécurité au moins temporairement.

D'ailleurs il est rassurant de voir que certaines banques ont continué à rembourser leurs AT1 à la première date de call (ING, Rabobank) malgré le contexte actuel.

L'indice des dettes AT1 progresse de 9.3% et les hybrides d'entreprises de +5.7%. Le fonds progresse de 7.7% dans ce contexte. Nous avons profité de la période pour renforcer des AT1 à coupon élevé (ABN AMRO, BBVA) qui offre un profil rendement risque intéressant actuellement. Nous avons également initié une position sur une hybride ACCOR. Certes la société est impactée en premier lieu par l'arrêt du tourisme mais les mesures visant à réduire la consommation de cash et préserver le bilan permettront à la société de passer ce cap difficile.

Le portefeuille actuel offre un rendement au call de 7.8%, et 5.7% à perpétuité pour une duration toujours modérée à 2.5 et une notation moyenne BB.

Mars 2020

Le confinement de la moitié de la population mondiale pour lutter efficacement contre la pandémie liée au Covid-19 a plongé l'économie dans une spirale négative. A la crise sanitaire se sont ajoutées une paralysie économique et une crise de liquidité sans précédent en temps de paix.

N'oublions pas non plus la décision de l'Arabie Saoudite de ne plus respecter les accords de l'OPEP provoquant une correction du cours du baril à 20\$ qui a mis en difficulté toute l'industrie pétrolière.

Les marchés actions se sont donc effondrés (-16% pour l'Eurostoxx) et le coût de financement des entreprises a explosé comme le montre la hausse de 270 bps des spreads de crédit sur le haut rendement. Les dettes subordonnées ont particulièrement souffert avec une baisse de 9% pour les hybrides *corporate* et de 17% pour les AT1. Le fonds perd 15.5% dans ce contexte.

Les banques sont certes en première ligne face à la crise avec une baisse de l'activité économique et surtout une augmentation à venir des provisions pour créances douteuses qui pèseront sur les résultats. Néanmoins, cela n'obèrera pas leur capacité à payer le coupon de leurs instruments financiers subordonnés. En effet les régulateurs ont pris la mesure de cette crise exceptionnelle en desserrant rapidement la pression réglementaire : baisse des ratios contracycliques, avancement d'une réglementation favorable permettant aux banques d'avoir moins de besoins en capital, délai dans l'implémentation de normes comptables plus strictes sur les prêts non performants.

De son côté, la BCE - via les TLTRO – a permis aux banques d'avoir accès à des liquidités à des conditions très favorables. Même les gouvernements ont annoncé des mesures de soutien aux PME via des prêts garantis par l'Etat qui soulageront la charge supportée par les banques.

C'est pourquoi nous considérons que sur les AT1 la correction est excessive. Car en perdant en moyenne 25%, la plupart des obligations intègrent implicitement des suspensions des coupons ce qui semble peu probable actuellement.

Le rendement offert désormais par le portefeuille est proche de 10.5% au call et supérieur à 6% à perpétuité pour une duration proche de 2, et une notation moyenne BB.

Février 2020

La propagation du Coronavirus hors de Chine aura enfin fait ouvrir les yeux aux investisseurs sur le risque économique que fait porter l'épidémie. Et le réveil fut brutal.

Les indices actions chutent de plus de 10% par rapport à leur plus haut et enregistrent en moyenne une baisse supérieure à 8% sur le mois. Les spreads de crédit progressent fortement avec un Itraxx Xover s'écartant de près de 100bps. Les performances des dettes subordonnées s'enregistrent donc en baisse de 1.1% pour les hybrides *corporate* et de -2.4% pour les AT1.

Auris Obligation Capital perd 2.2% au cours du mois, pénalisé principalement par ses AT1 italiennes (15% du fonds) et celles ayant de faibles coupons et des call long (dont le poids reste limité dans le fonds). La performance YTD de -1.4%.

Au cours du mois nous avons acheté l'AT1 d'UBI BANCA à la suite de l'offre d'Intesa sur la banque. Cette obligation offre un rendement au call supérieur à 5% et devrait bénéficier de la convergence de sa notation vers la note d'Intesa. Coté hybride corporate, nous avons renforcé l'obligation perpétuelle Quadient.

Ces investissements ont été financés par la vente de papier plus court.

Le rendement actuariel du portefeuille ressort à 3.6% pour une duration toujours modérée à 3 et une notation moyenne BB.

Janvier 2020

Bien aidés par la poursuite du rebond des indicateurs d'activité mondiaux, les marchés financiers ont entamé l'année par un rallye reproduisant les tendances de 2019 : progression des actions (plus précisément des valeurs croissance au détriment de la value) et compression des spreads de crédit.

Les dettes subordonnées entament l'année par une hausse de +0.5% pour les hybrides *corporate* et de +1.5% pour les AT1.

Ces dernières ont profité de plusieurs éléments : propos rassurant de M. Enria sur la régulation bancaire, premiers effets positifs de la restructuration de Deutsche Bank qui retrouve la confiance des investisseurs et réduction du risque italien à la suite des élections régionales.

Cet ensemble de conditions favorables a permis aux banques de venir se financer sur les marchés à des conditions attractives. Notons à ce titre le succès des émissions d'AT1 de ERSTE BANK, UBI BANCA et SANTANDER avec une forte demande des investisseurs. Nous avons d'ailleurs participé à cette dernière émission.

Au cours du mois, nous avons investi dans une dette perpétuelle de l'ex NEOPOST désormais devenu QUADIENT, renforcé nos positions en EUROFINS perp. Du côté des AT1, nous avons réinvesti sur des dettes relativement courtes (BBVA 8.875% call 2021, SANTANDER 6.25% call 2021) offrant un rendement au call certes modéré mais dont la probabilité de call est très forte.

Obligation Capital progresse de 0.85% en janvier. Le rendement actuariel au call est de 2.6% et de 4.9% à maturité pour une notation moyenne BB. Sa duration reste modérée à 3,1.

REZEDA

L'année 2020 aura connu une crise financière jamais vue auparavant puisqu'elle trouve son origine dans une pandémie virale mondiale, paralysant des pans entiers de l'économie.

Les premiers signaux de risque apparaissant à la fin de l'année 2019 en Chine. Dès le mois de février de l'année 2020 nous avons décidé de protéger le portefeuille tout d'abord en cédant les sociétés appartenant à des secteurs que nous jugions à risque face cette probable pandémie comme le secteur aéronautique et nous avons mis en place une couverture pour nous protéger en cas de baisse des marchés.

L'arrivée au cours du premier trimestre du virus en Europe a impacté très rapidement la croissance économique du fait des mesures de confinement mises en place par les gouvernements. A la fin du mois de mars 2020 le marché parisien était en baisse de plus de 30%.

Face à cette situation sans précédent nous avons conservé une optique prudente. Toutefois l'analyse de l'impact de la pandémie sur les activités économiques montre très rapidement des conséquences très différenciées selon les secteurs d'activités. Certains domaines étant très sérieusement touchés : aéronautique, hôtellerie, voyage et loisirs, immobilier de bureaux et de commerces, restauration collective....alors que d'autres voient une accélération de leur croissance, paiement électronique ou dématérialisé, sociétés de services informatiques, équipement de la maison , jeux vidéo, livraison de biens et services à domicile, santé, e-commerce.....

Nous avons donc sélectionné au sein de ces secteurs plutôt portés par les nouveaux comportements des consommateurs des entreprises capables de maintenir des croissances de leurs chiffres d'affaires et de leurs résultats malgré cet environnement particulièrement incertain.

Les espoirs de l'arrivée rapide de vaccins, les plans de relance ambitieux des Etats et les politiques de maintien des taux bas des banques centrales ont poussé les investisseurs vers un retour à l'optimisme. Les marchés financiers ont repris le chemin de la hausse au second semestre absorbant la quasi-totalité de la chute observée à fin mars. A la fin de l'année 2020 le marché parisien finit toutefois sur un repli d'un peu plus de 7%.

Sur l'ensemble de l'année 2020, la performance du fonds est un léger repli de -0,56% alors que l'indice de référence progresse très modestement à +0,48%.

Malgré le retard pris par les plans de vaccination en Europe ou dans le monde, les investisseurs ont les yeux tournés vers un retour à la normale de l'économie et attendent une reprise forte et rapide de la croissance. Nous ne partageons pas tout à fait ce point de vue, la sortie de cette crise sanitaire prendra encore de long mois et laissera des cicatrices profondes dans le tissu industriel. Nous ne modifions donc pas pour le moment notre stratégie d'investissement.

Tout au long de l'année 2020 la gestion du fonds a été la suivante :

Janvier

L'année 2020 avait démarré sous les meilleurs auspices portés par l'accord commercial sino-américain et des indicateurs économiques rassurants. C'était sans compter l'apparition au milieu du mois d'un coronavirus à Wuhan. Malgré une action rapide et de grande envergure des autorités chinoises pour éviter une pandémie mondiale, les marchés financiers ont été secoués par cette nouvelle peur.

Les marchés d'action européen affichant un repli de l'ordre de 2% à la fin du mois de janvier.

Dans ce contexte votre fonds progresse de +1,11% alors que l'indice de référence marque un léger repli de -0,16%.

En raison du potentiel impact du coronavirus sur la croissance chinoise et mondiale, les matières premières ont enregistré un net recul et notamment le prix du baril de pétrole qui baisse de -12% sur le mois à 58 \$ pour le Brent.

Dans cet environnement anxiogène, les emprunts d'Etat ont joué leur rôle de valeur refuge et vu leurs rendements diminuer fortement et parfois repasser en territoire négatif (-25pb pour l'OAT 10 ans et le Bund à respectivement à -0,18% et -0,43%).

Le marché du crédit reste relativement stable (indice Itraxx à 46 pb contre 44 pb) à l'exception de sa composante high yield qui enregistre une hausse plus forte de sa prime de risque.

Nous avons procédé aux arbitrages suivants :

Nous avons cédé la ligne Boeing cet avionneur n'étant pas finalement en mesure de régler dans des délais raisonnable les problèmes de logiciel sur son modèle 737 Max.

Nous avons allégé de nombreux titres sur leurs plus hauts après un très beau parcours boursier afin de maintenir une exposition modérée au marché des actions : Alten dont la croissance va ralentir en 2020, LVMH compte tenu de la situation en Chine, Biomerieux, Airbus, Orpéa et Worldline.

Nous avons renforcé la ligne Safran dont le cours avait connu un accès de faiblesse du fait des difficultés de son client Boeing ainsi que la ligne Virbac.

Enfin deux nouvelles lignes intègrent le portefeuille ; Medtronic société américaine spécialisée dans les matériels liés aux maladies cardiaques et spécialiste des robots chirurgicaux ; Mercialis cette société foncière de la galaxie Casino présente une forte décote mais va bientôt être totalement séparée du groupe de Mr Naouri et le rendement de près de 10% permet de patienter.

A l'issue de ces arbitrages la part action reste limitée à 51% du total de l'actif et les liquidités sont légèrement supérieures à 4%.

Comme traditionnellement à cette période nous allons suivre avec soin les publications au titre de l'année 2019, les premières d'entre elles étant plutôt de bonne facture.

Toutefois il faudra être très attentifs sur les perspectives au titre de l'année 2020 car les niveaux de valorisation atteints ne laissent place à aucune déception.

Février

Les marchés ont entamé une phase baissière au cours du mois sur l'ensemble des zones géographiques. La mondialisation du corona virus fait craindre un ralentissement de l'économie

mondiale, mais cet évènement est peut-être aussi le déclencheur d'un éclatement de la bulle de survalorisation que nous pouvions observer en Europe et aux Etats Unis.

Les marchés d'action européen affichant un repli de l'ordre de 9% à la fin du mois de février.

Dans ce contexte votre fonds affiche une baisse de -3,45% légèrement supérieure à celle de l'indice d référence qui recule de -3,17%.

Dans cet environnement anxiogène, les emprunts d'Etat ont continué à jouer leur rôle de valeur refuge et vu leurs rendements encore s'enfoncer en territoire négatif (-11pb et -17pb pour l'OAT 10 ans et le Bund à respectivement à -0,18% et -0,43%).

Les marchés actions européens corrigent fortement (-7,9% pour l'indice Eurostoxx).

Le marché du crédit voit lui aussi ses primes de risques s'écarter (indice Itraxx à 64 pb contre 46 pb) et de manière encore plus marquée sur sa composante high yield.

Nous avons profondément remanié le portefeuille dès la première séance de baisse des marchés et procédé aux arbitrages suivants :

Nous avons vendu tous les titres dont l'activité va être affectée par la crise du corona virus ou que nous estimons trop sensibles à un éventuel ralentissement économique : LVMH, Alten, Total, Safran et allégé la plupart des autres lignes détenues pour en réduire la pondération : Biomerieux, Thalès, Worldline, SAP, ainsi que des valeurs américaines Apple, Alphabet, Medtronic et Microsoft

Enfin nous avons acheté un ETF Lyxor CAC 40 inverse-1x pour couvrir le portefeuille cette position ayant une pondération de 11% du total de l'actif.

Dans le même temps nous constitué une ligne obligataire en Air France 6,25% Perp,

Nous surveillerons avec soin l'évolution de la situation tant sur le plan de la pandémie du corona virus qui reste un sujet que sur l'inflexion de la croissance économique. Mais nous serons aussi attentifs aux négociations en cours dans le cadre du Brexit qui s'annoncent difficiles mais qui sont occultées par l'actualité sanitaire.

La période de baisse que nous observons sur le mois et sa rapidité nous laisse penser que la correction boursière n'est pas terminée et nous incite à la prudence. Ainsi les impacts pour un grand nombre de sociétés n'apparaîtront que dans les chiffres du premier et second trimestre 2020 qui ne seront connus que dans quelques mois. Cette remarque est particulièrement vraie pour le secteur du luxe qui sera nettement touché alors que les valorisations boursières restent encore élevées.

Mars

Le mois de mars a vu s'abattre sur les marchés financiers les effets de la pandémie du coronavirus conduisant au confinement de près de la moitié de la population mondiale. Les conséquences économiques inédites et pires qu'initialement escomptées ont conduit les principales places boursières à enregistrer des pertes trimestrielles historiques. Les secteurs les plus cycliques, comme l'automobile, les industrielles, la construction, l'hôtellerie et transport, ainsi que l'immobilier commercial affichent des pertes supérieures à 20%. Les secteurs plus défensifs, comme la santé, l'alimentaire et la distribution, et la chimie limitent leurs baisses à un chiffre. Pour assurer leur liquidité, beaucoup d'entreprises ont tiré leurs lignes de crédits, coupé ou réduit leurs dividendes et suspendu les rachats d'actions.

Dans ce contexte votre fonds affiche une baisse de -5,95% contre un repli de -7,10% de l'indice de référence. La poche obligataire du fonds a connu un mois très difficile avec un recul d'un peu plus de 11% dans des conditions de marché extrêmement stressées.

Face à cet avènement soudain et brutal, les gouvernements tout comme les principales banques centrales mondiales ont réagi rapidement en mettant en place des mécanismes de soutien massifs et eux aussi inédits afin de soutenir les entreprises, le système financier et les ménages. Face à l'inéluctable augmentation des déficits publics, les rendements des emprunts d'Etat ont augmenté (+27 pb et +14 pb pour l'OAT 10 ans et le Bund à respectivement à 0,02% et -0,47%).

Le marché du crédit, marqué en cours de mois par une sévère contraction (voire disparition) de sa liquidité voit lui aussi ses primes de risques s'écarter violemment (indice Itraxx à de 96 pb contre 64 pb) et de manière encore plus forte sur sa composante high yield

Nous avons procédé à quelques arbitrages au cours de ce mois : nous avons vendu ou allégé les sociétés dont les activités nous semblent fragilisées par la crise actuelle : Mercialis et Kinopolis et nous avons acheté ou complété des titres dont nous pensons qu'ils traverseront cette crise grâce à la résilience de leurs activités et en ressortiront renforcés : Biomerieux, Edenred, Dassault Systèmes et Thalès. Nous avons de plus légèrement augmenté notre couverture en complétant notre ligne de ETF CAC 40 inverse afin de maintenir l'exposition action de votre fonds.

Le marché connaît des phases de rebond mais nous considérons qu'elles ne sont pas des signaux de fin de crise boursière et qu'il est encore trop tôt pour revenir sur le marché des actions. Face à une crise jamais connue auparavant il nous semble que l'impact sur l'économie et sur les entreprises, encore difficile à estimer, n'a pas encore été totalement intégré par les marchés.

En ce qui concerne nos positions obligataires, même si la volatilité pourrait rester élevée à court terme, les niveaux actuellement atteints par certains titres, accentués parfois par le manque de liquidité sur le marché du crédit, intègrent déjà la dégradation actuelle et semblent offrir des perspectives de revalorisation significatives sur un horizon de moyen terme.

Avril

En avril, les indices des actions ont prolongé le rebond amorcé mi-mars. Les marchés d'action en Europe progressent de près de 5% Les secteurs les plus cycliques comme l'automobile et le tourisme ont enregistré des hausses supérieures à 10%. Excepté l'énergie, tous les secteurs étaient en hausse, même si les plus défensifs comme l'immobilier, les télécoms et les utilities affichaient des hausses inférieures à 5%. Le mois d'avril a vu la publication des chiffres de ce premier trimestre affectés par le confinement en Chine à compter de mi-janvier et en Europe et aux Etats-Unis à partir de mi-mars. Les baisses d'activité du mois de février en Chine et d'avril en occident sont ou spectaculaires. Une semaine de confinement engendre dans chacun des pays une chute estimée de 30% à 50% du PIB de la semaine considérée. Toutes les entreprises sont affectées, les cycliques mais aussi celles considérées comme défensives.

Les Etats et les banques centrales n'ont pas ménagé leurs efforts pour soutenir l'ensemble des agents économiques avec la mise en place de mesures massives et inédites à la hauteur de la crise économique mondiale inédite.

Le prix du baril de pétrole est lui aussi remonté (+11% pour le brent) avec un accord temporaire entre les pays producteurs. Toutefois son prix reste en baisse de 60% depuis le début d'année pour le brent (mer du Nord) à 25\$ et le baril WTI (Etats-Unis) a même atteint au cours du mois un prix négatif de -40\$.

Dans ce contexte votre fonds connaît un fort rebond avec une hausse de +3,19 % alors que l'indice de référence avance de façon plus marquée avec un gain très modeste de +4,54 %. Les composantes action et obligataire du fonds ayant bien performé sur la période.

Les mesures prises par la BCE concernant les rachats d'actifs massifs ont entraîné à la baisse les rendements des emprunts d'Etat (-10 pb et -11 pb pour l'OAT 10 ans et le Bund à respectivement -0,11% et -0,56%) à l'exception de l'Italie (+24 pb à 1,76% pour le 10 ans).

Le marché du crédit a aussi profité d'une amélioration avec un retour progressif de sa liquidité et voit ses primes de risques se réduire (indice Itraxx à 81 pb contre 96 pb) avec une accentuation sur sa composante high yield.

Nous avons réalisé assez peu d'opérations au cours de ce mois, la ligne cédée de Kinopolis a été soldée cette société étant impactée par la crise sanitaire dont les complexes de salles de cinéma sont fermés. Nous avons renforcé notre ligne de Dassault Systèmes, qui montrent la résilience de ses activités durant cette pandémie et sortira renforcée de cette crise.

Les sociétés ne sont pour l'heure plus en mesure de communiquer des estimations annuelles. La première priorité de leurs dirigeants a été de sécuriser leur financement et de recourir au chômage technique dans tous les pays où il existe. Leur attention se porte désormais sur la baisse des dépenses d'exploitation. Certaines interviennent naturellement, comme les voyages et les dépenses commerciales, d'autres nécessitent des actions volontaires. Les dépenses de R&D sont allégées de tous les projets non vitaux. Les budgets d'investissement sont gelés et revus en forte baisse.

Dans ce contexte nous restons très prudents et conservons une exposition aux actions minimale en attendant d'avoir une meilleure visibilité et en sélectionnant les entreprises les mieux positionnées dans le monde « d'après ».

Mai

La sortie progressive des mesures de confinement et la stabilisation de la pandémie de coronavirus ont permis aux marchés financiers de poursuivre l'amélioration entamée en avril. Le marché fonde aussi beaucoup d'espoirs sur la mise au point d'un traitement et l'aboutissement d'un vaccin. L'entrée en récession des principales économies, l'explosion des déficits publics, la hausse massive du chômage ou les impacts de cette crise sur les activités des entreprises sont peu regardés.

En outre, les banques centrales ont mis en œuvre l'application des mesures exceptionnelles de soutien annoncées permettant la stabilité du système bancaire et l'Union Européenne est parvenue à mettre en place un mécanisme de solidarité entre les différents pays de la zone.

Enfin le prix du baril de pétrole a rebondi de façon spectaculaire avec une hausse de 40% à 35\$ pour le Brent mais reste encore en baisse de 47% depuis le début d'année.

Dans cet environnement, votre fonds progresse de +2,01 % contre 1,40 % pour l'indice de référence.

Les rendements des emprunts d'Etat sont restés relativement stables (+3pb pour l'OAT 10 ans et +14pb pour le Bund à respectivement -0,08% et -0,45%) alors que les taux italiens se détendaient nettement (-29pb à 1,48% pour le 10 ans).

Le marché du crédit a lui aussi profité de l'amélioration du sentiment de marché avec une réduction des primes de risques (indice Itraxx à 72 pb contre 81 pb) et de manière plus marquée sa composante high yield.

Les opérations de ce mois concernent uniquement la poche action du fonds.

Nous avons renforcé les lignes Sopra et l'Oreal les dernières publications de ces sociétés confirmant notre scénario d'investissement avec une bonne résilience des revenus et une confirmation du redressement opérationnel pour Sopra malgré la crise du Covid, Sopra montre une très forte résilience de ses activités grâce à une part importante des services publics ou de l'Etat dans son chiffre d'affaires et va bénéficier du mouvement de digitalisation et du développement du télétravail chez leurs clients.

Les sociétés ont généralement suspendu leurs prévisions pour l'année en cours compte-tenu de l'absence de visibilité sur les prochaines semaines et sur la vitesse de retour à une activité plus normalisée. Nous attendons donc les publications du second trimestre 2020, qui s'annoncent très

mauvaises, et les commentaires des dirigeants sur les perspectives de fin d'année pour retrouver un horizon d'investissement plus dégagé qui nous l'espérons permettra alors de reprendre position de façon plus importante sur les marchés action.

Juin

Les marchés financiers auront connu un mois de juin clairement haussier basée sur des espoirs de reprise forte et rapide de l'économie mondiale mais surtout les actifs risqués continuent de surfer sur l'abondance des liquidités fournies par les banques centrales et les surenchères des plans de relance des Etats. Toutefois cette tendance a trouvé ses limites face aux nombreux foyers de résurgence du virus suscitant des craintes quant à de possibles re-confinements et les révisions à la baisse des perspectives de croissance économique. Enfin l'hostilité affichée des Etats-Unis dans ses relations commerciales d'abord avec la Chine puis avec l'Europe a paru constituer une nouvelle menace pour le commerce mondial.

Les secteurs de la banque de l'assurance et de la technologie étant les principaux moteurs de cette hausse des marchés.

Dans ce contexte votre fonds progresse de +0,33 % contre +0,46 % pour l'indice de référence.

Les rendements des emprunts d'Etat sont restés relativement stables (-3pb pour l'OAT 10 ans et -1pb pour le Bund à respectivement -0,11% et -0,45%) alors que les taux italiens continuaient à baisser (-22pb à 1,26% pour le 10 ans).

Le marché du crédit a lui aussi encore profité de l'amélioration du sentiment de marché avec une réduction des primes de risques (indice Itraxx à 67 pb contre 72 pb) avec une accentuation sur le segment du high yield. Le marché primaire a été dynamique, les émetteurs profitant de ce contexte favorable pour venir sécuriser leurs financements.

Nous n'avons procédé à aucun arbitrage au cours de ce mois.

Notons le bon comportement de certaines positions action de votre fonds. Biomerieux en hausse de près de 60% depuis le début de l'année. Le groupe parfaitement positionné pour bénéficier de la crise sanitaire vient d'annoncer une croissance organique de +11% pour le second trimestres 2020 soit au cœur de la crise pandémique. Dassault Systèmes, +9% depuis le 1er janvier montre une bonne

résilience de ses activités et va connaître une forte croissance de ses activités dédiées au médical. Worldline +23% depuis le début janvier va profiter de la déconfiture de son principal concurrent en Europe l'allemand Wirecard, Worldline va accroître ses parts de marché et pourrait racheter certains actifs de ce groupe en faillite. Virbac toujours en baisse de 16% depuis le début de l'année a connu un fort rebond boursier (+48%) en annonçant en pleine crise du Covid la cession d'une activité déficitaire aux Etats Unis à un très bon prix de cession lui donnant les moyens de reprendre sa politique de croissance externe. Enfin Orpéa dont le cours avait très fortement chuté lors de la crise, et toujours en recul de 11% depuis ce début d'année, a connu lui aussi un net rebond boursier (+34%) grâce à une très bonne gestion sanitaire de la pandémie dans ses établissements.

Nous allons être particulièrement attentifs aux publications semestrielles qui vont se dérouler sur les prochaines semaines Au-delà des résultats affichés pour ce premier semestre ces publications seront l'occasion pour les entreprises de préciser leurs perspectives pour le troisième trimestre pour lequel les attentes sont très fortes, le marché continuant de parier sur une reprise en « V ». Dans l'hypothèse

où ce scénario serait invalidé, ce qui nous semble probable, le marché pourrait connaître une phase de correction. Nous resterons donc toujours très prudents sur notre exposition action pour le moment.

Juillet

Les indices des actions européennes clôturent le mois de juillet en repli de presque 2%. Avec des baisses de plus de 5% pour les secteurs de la banque, l'énergie, les médias et les télécoms.

Les indicateurs macroéconomiques publiés ont été médiocres, comme cela était attendu, ce sont surtout les signaux inquiétants d'une résurgence de la pandémie de coronavirus, et ses conséquences économiques, qui ont inquiété les investisseurs. Enfin, la dégradation brutale des relations commerciales entre les Etats-Unis et la Chine est encore venue ajouter une menace supplémentaire sur l'économie mondiale.

Les publications des résultats semestriels des sociétés ont montré des forts reculs des chiffres d'affaires et des carnets de commandes, les baisses de rentabilité ayant été limitées grâce à d'importantes programmes d'économies de coûts.

Les rendements des emprunts d'Etat ont encore baissé (-8pb pour l'OAT 10 ans et -7pb pour le Bund à respectivement -0,19% et -0,52%).

Le marché du crédit a poursuivi sa normalisation avec une réduction des primes de risques (indice Itraxx à 61 pb contre 67 pb).

Dans ce contexte votre fonds, porté par les résultats rassurants des sociétés détenues en portefeuille, progresse de +0,73 % contre un gain de 0,47% pour l'indice de référence.

Nous avons intégré la société Eurofins Scientific au sein du portefeuille. Ce groupe international est spécialisé, au travers d'un réseau de laboratoires d'analyses, sur le contrôle de la composition et de la pureté de produits des secteurs agro-alimentaire, pharmaceutique et environnemental. Ses activités très résilientes doivent lui permettre de traverser la crise actuelle dans de bonnes conditions et même de sortir plutôt gagnant de la crise du Covid 19 en particulier grâce à ses activités dans le domaine de la pharmacie. Le groupe a notamment lancé un produit de testing pour détecter la présence de ce virus dans les eaux usées ou sur les surfaces dans les lieux de travail ou les lieux

publics. Nous avons aussi acheté du Microsoft donc les activités dans les domaines du télétravail et des jeux vidéo vont être porteurs. Enfin les lignes Thalès et Worldline ont été allégées.

La période des publications se poursuit nous les suivrons avec beaucoup d'attention. Nous conservons pour le moment la même vision avec des risques qui se confirment concernant les performances des entreprises au titres des troisièmes et quatrièmes trimestres pour lesquels les attentes des investisseurs nous semblent trop élevées. Les sociétés ayant d'ailleurs, pour la plupart, abandonnés leurs prévisions annuelles.

L'environnement économique montre des signaux faibles éloignant la perspective d'une reprise en « V » tandis que l'environnement sanitaire reste incertain le virus du Covid 19 se montrant toujours très actif.

Août

Le marché européen a progressé au cours de ce mois, tiré par les secteurs les plus cycliques.

Ainsi l'automobile et les voyages-loisirs ont ainsi bondi de plus de 10% tandis que les secteurs les plus défensifs comme la santé, l'alimentaire et les services aux collectivités ont terminé en légère baisse.

Dans ce contexte votre fonds progresse de +0,19 % tandis que l'indice de référence affiche une hausse plus marquée de +1,95 %

La tendance aura été favorablement portée en fin de mois par la possibilité que l'administration Trump accélère les procédures d'approbation d'éventuels vaccins anti-coronavirus et par le fait que la Fed ait indiqué que sa position vis-à-vis de son objectif d'inflation pourrait être assouplie. La résurgence des infections Covid aux Etats-Unis et en Europe n'a pas réussi à troubler l'ambiance face aux immenses espoirs de voir arriver un ou plusieurs vaccins d'ici la fin de l'année 2020.

L'euro a vu sa parité contre dollar continuer à s'apprécier passant de 1,17 à 1,19 et le prix du baril de pétrole poursuit son lent redressement (brent +5% à 45\$ contre 66\$ fin 2019).

Les rendements des emprunts d'Etat ont progressé (+10pb pour l'OAT 10 ans et +13pb pour le Bund à respectivement -0,09% et -0,40%) en suivant la hausse des anticipations d'inflation de la zone euro.

Le marché du crédit a poursuivi sa normalisation (indice Itraxx à 54 pb contre 61 pb), surtout sur ses composantes les plus risquées (high yield et dette subordonnée). Le marché primaire a été dynamique après la pause estivale, les émetteurs profitant de conditions redevenues attractives pour sécuriser leurs refinancements en allongeant les maturités.

Nous n'avons pas réalisé d'opération sur notre poche obligataire au cours de ce mois.

En ce qui concerne les actions, nous avons renforcé notre ligne de Siemens Healthineers qui a publié de bons résultats semestriels mais dont le cours de bourse s'est replié dans le cadre du lancement d'une augmentation de capital.

Celle-ci servira à financer l'acquisition de la société américaine Varian, cette acquisition représente une très bonne complémentarité stratégique pour Siemens Healthineers. Varian est en effet un leader mondial incontestable dans le domaine de la radiothérapie et du traitement multimodal du cancer. Des synergies évidentes en matière de clients, de technologie, de logiciels et de services devraient être réalisées sans trop de difficultés. Cette transaction permettra de plus d'améliorer le profil de croissance de Siemens Healthineers.

Nous conservons pour le moment la même vision prudente avec des risques qui se confirment concernant les performances des entreprises au titres des troisièmes et quatrièmes trimestres pour lesquels les attentes des investisseurs nous semblent toujours trop élevées.

Bien sûr les espoirs d'une fin de la pandémie grâce à une campagne de vaccination portent les marchés ; toutefois les dégâts sur l'économie réels vont particulièrement se faire sentir sur les prochains mois avec une vague de faillites et de licenciements. Reste à savoir si les plans de relance pourront en contrecarrer les effets néfastes.

La seconde vague Covid qui se produit en Europe restant un vrai sujet de préoccupation.

Septembre

Le sentiment euphorique qui régnait jusqu'à la fin du mois d'août s'est évaporé en septembre sous l'émergence de nombreuses menaces. La nouvelle vague d'infections en Europe tout d'abord mais aussi des signes d'essoufflement de la reprise économique. Les tensions géopolitiques entre la Chine

et les Etats-Unis sont toujours présentes et les très difficiles négociations sur le Brexit ont aussi pesé sur la tendance des bourses mondiales.

En Europe, les indices cèdent plus de 2%. Les baisses les plus marquées se retrouvent logiquement parmi les secteurs cycliques : banques, assurances, énergie et surtout le secteur des voyages et loisirs dont le repli est supérieur à 5%.

Dans ce contexte votre fonds affiche une baisse de -0,71 % contre -1,54 % pour son indice de référence.

Les rendements des emprunts d'Etat s'inscrivent en baisse (-15pb pour l'OAT 10 ans et -13pb pour le Bund à respectivement -0,24% et -0,52%).

Le marché du crédit a pâti de cet environnement plus adverse (indice Itraxx à 60 pb contre 54 pb), notamment ses composantes les plus risquées (high yield et dette subordonnée). Le prix du baril de pétrole corrige de -10% (brent à 41\$) en raison d'une demande faible et d'une production abondante.

Notre poche obligataire a connu quelques mouvements.

Tout d'abord sous l'effet des remboursements de plusieurs lignes : CNP 6% 2040, Air France PERP, Campari 2020, Thyssen 2020, pour lesquels nous obtenons des rendements actuariels modeste allant de 0,01% à 0,65% sur la période de détention.

Nous conserverons une approche prudente sur les prochains mois. En effet des mesures de restrictions plus strictes se mettent en place en Espagne, en France et en Grande-Bretagne. La recrudescence des infections Covid en Europe est un frein à l'activité en particulier dans le domaine des services.

Nous conservons donc une approche très sélective en privilégiant les entreprises les mieux positionnées pour résister aux effets de cette pandémie ou pour accélérer leur croissance.

Octobre

Le mois d'octobre, a été favorable au marché des actions européennes en début de mois pour ensuite marquer un net recul.

Le marché est porté par des nouvelles macroéconomiques plutôt encourageantes et des résultats du troisième trimestre des entreprises, bien que très dégradés, souvent moins négatifs que les prévisions des analystes. Ce sentiment de marché favorisant plutôt les valeurs cycliques.

Les nouvelles, celles-ci moins encourageantes, sur l'évolution sanitaire qui laissent présager d'une seconde vague de l'épidémie nécessitant une seconde période de confinement en Europe sont moins regardées.

Dans ce contexte votre fonds affiche une baisse de -2,98 % tandis que l'indice de référence recule de -1.08 %

Face à cette dégradation de l'environnement (sanitaire d'abord puis économique à venir), la BCE a indiqué qu'elle recalibrerait en décembre l'ensemble des instruments à sa disposition pour soutenir l'économie européenne.

Le prix du baril de pétrole reste stable sur des niveaux bas.

Les rendements des emprunts d'Etat, en dépit des niveaux déjà atteints ont encore baissé (-10pb pour l'OAT 10 ans et le Bund à respectivement -0,34% et -0,63%).

Le marché du crédit a souffert de cet environnement et a vu ses primes de risque augmenter (indice Itraxx à 65 pb contre 60 pb), notamment ses composantes les plus sensibles (high yield et dette subordonnée).

Nous avons réalisé peu d'opération au cours de la période. Nous avons renforcé la ligne de Sopra son cours de bourse ayant chuté après l'annonce par ce groupe d'une cyber-attaque. La correction boursière semblant disproportionnée face à l'impact financier de cette attaque pour cette société. Nous avons de plus constitué une nouvelle ligne avec l'achat du pétrolier Total.

Son cours de bourse est très déprécié alors que le groupe présente un plan crédible de changement de son mix de production pour faire croître la part des énergies renouvelables et réduire celle du pétrole. De plus en dessous d'un cours de bourse de 30 € le rendement annuel approche les 10% sur la base d'un dividende soutenable.

Nous conservons pour le moment une approche toujours prudente face à un environnement très volatil tiraillé entre les espoirs d'une sortie de la crise sanitaire avec l'arrivée prochaine de vaccins et une reprise économique aidée par les banques centrales et les gouvernements et le constat au quotidien de la reprise de la virulence du virus à l'entrée de l'hiver.

Novembre

Le mois de novembre a enregistré un bond historique des actions suscité par l'annonce des résultats positifs des essais cliniques sur trois candidats vaccins. Les vaccins de Moderna et de Pfizer en association avec BioNTech, qui utilisent tous les deux la même technologie de l'ARN messenger, ont atteint, au premier point d'étape un taux d'efficacité de 90%.

L'espoir de voir les campagnes de vaccination démarrer dans les prochaines semaines et monter en puissance durant le premier semestre 2021 permettant d'envisager un retour à une vie quasi normal à compter de l'été prochain a constitué un fort moteur de la hausse des marchés. Enfin, tant la FED que la BCE continuent de veiller à ce que l'économie soit bien irriguée en liquidité. Les valeurs cycliques à bas multiples ont largement surperformé les sociétés de croissance, les secteurs de la banque et de l'énergie progressant de plus de 30%.

Dans ce contexte votre fonds progresse de +4,70 % tandis que l'indice de référence affiche un gain de +5,27 %.

Les rendements des emprunts d'Etat, ayant joué leur rôle de refuge, n'ont pas trop pâti du sentiment d'optimisme retrouvé et leur remontée reste contenue (+2pb pour l'OAT 10 ans et + 6pb pour le Bund à respectivement -0,33% et -0,57%).

Le marché du crédit a largement bénéficié de cette amélioration des perspectives et a vu ses primes de risque se réduire nettement (indice Itraxx à 49 pb contre 65 pb), en particulier sur ses composantes les plus sensibles (high yield et dette subordonnée).

Nous avons procédé à quelques opérations au cours de ce mois, tout d'abord sur la poche obligataire. Nous avons cédé notre ligne Eramet 4,5% 2020 avec un rendement actuariel de 1,07%.

Deux nouvelles lignes entrent dans le portefeuille Essilor dont les problèmes de gouvernance ont été réglées et dont les activités montrent une très forte résilience face à l'impact du Covid et Nacon éditeur de jeu vidéo et vendeur de consoles et d'accessoires qui continue de bénéficier du marché toujours porteur des jeux vidéo et bien sur des effets bénéfiques des période de confinements sur ses activités.

Nous avons progressivement augmenté notre exposition aux actions, l'arrivée des vaccins donnent une meilleure visibilité sur les prochains mois. Nous conservons toutefois une approche très sélective sur les titres et secteurs détenus, le redémarrage de l'économie devant se faire en K selon notre analyse. Nous restons donc prudents et considérons qu'il n'est pas opportun de revenir sur les valeurs cycliques ou les secteurs ayant fortement souffert de la crise du Covid malgré leurs récents et forts rebonds observés au cours de ce mois.

Décembre

L'horizon se dégage enfin en cette fin d'année 2020, début des campagnes de vaccination, victoire de Biden aux Etats Unis et accord dans le cadre du Brexit sont autant d'éléments de confiance pour les marchés et laissent espérer un retour à la normale du fonctionnement de l'économie en 2021. Ceci permettant au marché action de se maintenir sur leurs niveaux les plus hauts.

Dans ce contexte votre fonds affiche une nette hausse ce mois-ci avec un gain de +0,62 % tandis que l'indice de référence avance légèrement à +0.58%. Sur l'ensemble de l'année 2020 votre fonds affiche un très léger repli de -0,56% alors que l'indice de référence affiche une très modeste progression de +0.48%.

Le prix du baril de pétrole a poursuivi sa hausse (+9% pour le brent à 52\$, et -22% sur 2020).

Les rendements des emprunts d'Etat sont restés relativement stables (OAT 10 ans et Bund à respectivement -0,34% et -0,57%, en baisse de respectivement 47pb et 38pb en 2020).

Le marché du crédit a lui aussi bénéficié de cet environnement et vu ses primes de risque se réduire encore (indice Itraxx à 48 pb contre 49 pb), notamment sur la composante high yield.

Les niveaux actuels des primes de risque se rapprochent ainsi de ceux de début d'année.

Nous n'avons réalisé aucune opération sur nos lignes de titres ou d'obligation au cours de ce mois. Toutefois compte tenu d'un environnement globalement moins risqué nous avons augmenté notre exposition aux actions de 3% en cédant une partie de notre ETF de couverture.

L'année 2021 s'annonce encore compliquée même si les campagnes de vaccination laissent entrevoir une victoire contre la pandémie. Les marchés parient sur une reprise forte de la croissance économique sous l'œil bienveillant des Banques Centrales et des Etats.

Mais les risques de mutation du virus et les niveaux extrêmement élevés d'endettement des Etats restent des sujets de préoccupation

Pour le moment nous conservons la même approche en privilégiant les secteurs et au sein de ceux-ci que des sociétés capables de performer dans l'hypothèse où la victoire contre cette pandémie prenait plus de temps que prévu et décalait de ce fait dans le temps le retour à la croissance.

AURIS X METWEST CAPITAL GLOBAL EQUITIES

L'ensemble du marché actions mondial a progressé, avec une performance positive de moins de 10 % en décembre. Sur le plan géographique, les marchés émergents ont été les plus performants, suivis

des États-Unis, puis de l'Asie développée, l'Europe étant à la traîne. Les valeurs de croissance ont surperformé leurs homologues « value » telles que mesurées par les indices de style MSCI ACWI.

Performances par secteur

L'ensemble des 11 secteurs économiques de l'indice MSCI ACWI a progressé depuis la création du fonds en juillet 2020. Les secteurs de la consommation discrétionnaire et des technologies de l'information ont été les plus performants, avec des hausses respectives de 26,17 % et 25,74 %. Dans le même temps, les secteurs de la santé et de l'énergie ont été les moins performants, avec des performances respectives de 7,06 % et 7,56 %. La forte variation des performances entre les secteurs, notre engagement en faveur d'une large diversification afin de limiter le risque.

Attribution de performance par secteur

Le processus d'investissement bottom-up de MetWest Capital, axé sur les entreprises, se traduit généralement par une sélection de titres qui constitue le principal moteur de la performance relative. De même, les différences de pondération sectorielle résultent de la sélection de titres individuels plutôt que de décisions d'allocation top-down. Depuis son lancement, la surperformance par rapport à l'indice de référence a résulté de la sélection de titres. Les principales contributions positives à la performance par rapport à l'indice MSCI ACWI ont concerné la sélection de titres dans les secteurs de l'industrie, des technologies de l'information et de la santé. À l'inverse, la sélection de titres dans le secteur des biens de consommation discrétionnaire a le plus pesé sur la performance par rapport à l'indice.

Transactions représentatives

Notre perspective d'investissement à long terme et notre priorité accordée aux entreprises de grande qualité se traduisent par un taux de rotation du portefeuille très faible, comme en témoigne le taux de rotation moyen sur cinq ans inférieurs à 30 %. Dans la mesure où nous avons énuméré toutes les raisons du commerce dans les commentaires respectifs de chaque mois, nous nous contenterons d'énumérer les entreprises achetées et vendues au cours de la période couverte par le présent rapport. Veuillez garder à l'esprit que les fondamentaux et les valorisations des entreprises, plutôt que les facteurs macroéconomiques, ont été les principaux moteurs de ces transactions.

Perspectives

La philosophie et le processus de valorisation intrinsèque de MetWest Capital reflètent la volonté de l'équipe d'acheter la valeur intrinsèque d'une société de grande qualité avec une décote substantielle et lorsqu'elle peut identifier des catalyseurs internes susceptibles de combler cet écart de valeur sur un horizon à long terme. L'équipe définit la valeur intrinsèque comme la valeur actualisée actuelle des flux de trésorerie futurs maximisés. L'objectif principal de l'équipe est de permettre aux équipes de direction des entreprises d'identifier l'utilisation la plus appropriée de cette trésorerie disponible. Ces utilisations peuvent inclure la restructuration du bilan, les rachats d'actions, les nouveaux produits, les acquisitions et la commercialisation. L'équipe de gestion estime que les équipes de direction des entreprises ont une excellente connaissance de leurs marchés, de leurs concurrents et de leurs clients,

leur permettant ainsi d'identifier les utilisations les plus efficaces des liquidités disponibles. L'efficacité de l'approche de l'équipe est étayée par des recherches universitaires qui démontrent la valeur ajoutée à long terme découlant de l'investissement dans des entreprises de grande qualité axées sur la valeur.