



ANTHRACITE

Rapport annuel au 30 Juin 2021

Société de gestion: MONCEAU ASSET MANAGEMENT

Siège social: 65, rue de Monceau 75008 Paris

Dépositaire: BNP PARIBAS SECURITIES
SERVICES

Sommaire

Rapport de gestion

Orientation des placements.....	3
Politique d'investissement.....	7

Comptes annuels

Bilan actif.....	28
Bilan passif.....	29
Hors-bilan.....	30
Compte de résultat.....	31

Comptes annuels - Annexe

Règles et méthodes comptables.....	32
Evolution de l'actif net.....	35
Complément d'information 1.....	36
Complément d'information 2.....	37
Ventilation par nature des créances et dettes.....	38
Ventilation par nature juridique ou économique d'instrument.....	39
Ventilation par nature de taux des postes d'actif, de passif et de hors-bilan.....	40
Ventilation par maturité résiduelle des postes d'actif, de passif et de hors-bilan.....	41
Ventilation par devise de cotation des postes d'actif, de passif et de hors-bilan.....	42
Affectation des résultats.....	43
Résultat et autres éléments.....	47
Inventaire.....	49

ORIENTATION

IDENTIFICATION

CLASSIFICATION : Actions des pays de l'Union Européenne

OPCVM d'OPC : jusqu'à 10% de l'actif net

OBJECTIF DE GESTION

Obtenir une performance supérieure à celle de l'indicateur de référence, STOXX Europe 600 Net Return, sur un horizon d'investissement de 5 ans

INDICATEUR DE REFERENCE

STOXX Europe 600 Net Return. L'indice STOXX Europe 600 Net Return (indice calculé dividendes réinvestis à compter du 5 juillet 2012) comprend 600 valeurs européennes. L'indice s'efforce de respecter une pondération représentative par pays et par secteur d'activité. Des informations complémentaires sur la composition de l'indice et des pondérations sont disponibles sur le site www.stoxx.com.

STRATEGIE D'INVESTISSEMENT

Stratégie utilisée :

Le FCP est géré selon une gestion active reposant sur une sélection de valeurs et il n'a pas vocation à répliquer l'indice de référence. Les investissements dans les entreprises sont réalisés selon des pondérations qui ne sont pas définies en fonction du poids relatif de chaque société dans l'indice. Le fonds privilégie des actions de petites et moyennes capitalisations caractérisées par :

1. Un historique de rendement sur fonds propres élevé et stable
2. Des avantages concurrentiels soutenables
3. Des produits et services compréhensibles
4. Une équipe dirigeante de qualité
5. Une valorisation attractive

La répartition du portefeuille par secteurs est contrôlée à postériori. Elle peut faire l'objet d'ajustements pour éviter toute concentration non fondée sur un secteur d'activité.

1/ Le gérant accorde une importance primordiale aux indicateurs de rentabilité (notamment la moyenne sur 5 ans des ROE – return on equity), qui démontrent la capacité à long terme d'une société à générer de la richesse. Cette étape est principalement quantitative.

Les critères recherchés sont :

- a) Une rentabilité nette rapportée aux fonds propres supérieure à la moyenne
- b) Une rentabilité des fonds propres durable dans le temps
- c) Un niveau d'endettement le plus faible possible Une forte rentabilité acquise à travers un endettement disproportionné (reposant alors sur une base de capital trop faible) est un signal d'alarme.

2/ Le gérant cherche également à analyser de façon qualitative, la stratégie et les facteurs concurrentiels du secteur auquel la société appartient et ce sur longue période. Le gérant analyse précisément l'intensité de la concurrence, les barrières à l'entrée, les risques de diversification incomplète des clients ou des fournisseurs, les menaces et nouveaux produits. Dans ce cadre, le gérant recherche des sociétés qui sont capables d'être des leaders dans leur secteur de par le service fourni ou le bien produit.

3/ Le gérant analyse la solidité de la société par la croissance de ses ventes, ses ressources disponibles et ses bénéfices sur longue période (progression des ventes et des marges). Le gérant recherche de sociétés capables de disposer de produits pérennes, ayant une croissance avérée sur le long terme ainsi que des projets d'expansion durables.

4/ Le gérant attache une importance particulière : - à la connaissance et à la qualité des équipes du management, - à l'implication des responsables opérationnels, - à la création de valeur sociale et sociétale.

5/ Enfin, le gérant cherche à sélectionner les sociétés dont la valeur boursière est jugée, selon lui, sous valorisée par rapport à la valeur intrinsèque de la société. Ces sociétés présentent un potentiel d'appréciation dans le temps, permettant une convergence de la valeur de marché vers la valeur économique de la société.

Le Fonds n'a pas d'objectif d'investissement durable et ne promeut pas spécifiquement de caractéristiques environnementales et/ou sociales. La politique globale sur les principes ESG appliqués par l'équipe de gestion est disponible sur le site internet de la Société.

A titre accessoire (10% maximum de l'actif net), le Fonds pourra privilégier un investissement par le biais d'obligations convertibles en actions.

Actifs utilisés (hors dérivés intégrés) :

- Actions

Le FCP est constamment exposé au minimum à 75% de l'actif net au risque action.

Le FCP est investi principalement en actions et autres titres donnant ou pouvant donner accès directement ou indirectement au capital ou aux droits de vote émis par des sociétés françaises ou européennes et admis à la négociation sur des marchés réglementés et en fonctionnement régulier. Le Fonds est investi en actions de toute capitalisation boursière, y compris petites et moyennes, jusqu'à 100% de l'actif net.

- Titres de créances et instruments du marché monétaire

Le FCP pourra recourir aux instruments financiers du marché monétaire français ou européen (BTF...) pour gérer sa trésorerie à hauteur de 25% maximum de l'actif net. Les émetteurs pourront appartenir au secteur public, para-public ou privé. Ces instruments seront réputés « Investment Grade », à savoir de notation supérieure à BBB- (notation composite Standard & Poors ou équivalent Moody's).

Le Fonds pourra également investir en obligations convertibles ou échangeables, de toute notation ou non notées, dans une limite de 10% de l'actif net.

L'analyse de la qualité de crédit des titres ne repose pas exclusivement ou mécaniquement sur les notations de crédit émises par des agences de notation mais également sur l'analyse fondamentale des émetteurs qui est réalisée par la société de gestion.

- Parts ou actions d'OPCVM et/ou de FIA

Le FCP pourra investir jusqu'à 10% de son actif net en parts ou actions d'OPCVM de droit français ou européens et/ou en FIA à vocation générale ouverts à une clientèle non professionnelle ou de FIA répondant aux conditions de l'article R 214-13 du Code Monétaire et Financier, gérés ou non par MONCEAU AM, et de toute classification.

Instruments dérivés :

La stratégie d'investissement n'a pas vocation à utiliser d'instruments dérivés.

Toutefois, dans le cadre de gestion, le gérant se réserve la possibilité de recourir aux instruments dérivés suivants :

Nature des marchés d'intervention :

Réglementés

Risques sur lesquels le gérant désire intervenir :

Action

Change

Nature des interventions : l'ensemble des opérations devant être limité à la réalisation de l'objectif de gestion.

Couverture

Nature des instruments utilisés :

Futures

La stratégie d'utilisation des dérivés pour atteindre l'objectif de gestion :

Couverture du risque actions

Couverture du risque de change

L'engagement qui résulte de contrats constituant des instruments financiers à terme ne peut dépasser 100% de l'actif net.

Titres intégrant des dérivés :

Le FCP peut utiliser des titres intégrant des dérivés dans la limite de 10% de son actif net, la stratégie d'utilisation des dérivés intégrés étant la même que celle décrite pour les dérivés. Il s'agit de warrants, bons de souscription et d'obligations convertibles (excluant les obligations convertibles contingentes dites Cocos ou Additional Tier 1)

ANTHRACITE

Ces instruments financiers seront principalement détenus à la suite d'opérations affectant les titres en portefeuille, le FCP n'ayant pas vocation à acquérir ce type d'actifs.

Dépôts : Néant

Emprunts d'espèces :

Le FCP peut se trouver temporairement en position débitrice et avoir recours dans ce cas à l'emprunt d'espèces, dans la limite de 10% de son actif net.

Opérations d'acquisition et cession temporaire de titres :

Le FCP peut effectuer des acquisitions et des cessions temporaires de titres :

- (i) Prises en pensions et emprunts de titres par référence au Code Monétaire et Financier ;
- (ii) Mises en pension et prêts de titres par référence au Code Monétaire et Financier.

L'ensemble de ces interventions est limité à la réalisation de l'objectif de gestion soit afin d'optimiser la gestion de la trésorerie soit dans un but d'optimisation du rendement du portefeuille.

Des informations complémentaires figurent à la rubrique frais et commissions du prospectus.

Gestion des garanties financières :

Dans le cadre de réalisation des opérations de cession temporaire des titres, il peut recevoir les actifs financiers considérés comme des garanties et ayant pour but de réduire son exposition au risque de contrepartie.

Les garanties financières reçues seront essentiellement constituées, en espèces et en obligations d'Etat éligibles pour les opérations de cession temporaire de titres.

Toute garantie financière reçue respectera les principes suivants :

- Liquidité : Toute garantie financière en titres doit être très liquide et pouvoir se négocier rapidement sur un marché réglementé à prix transparent ;
- Cessibilité : Les garanties financières sont cessibles à tout moment ;
- Evaluation : Les garanties financières reçues font l'objet d'une évaluation quotidienne. Une politique de décote prudente sera appliquée sur les titres pouvant afficher une volatilité non négligeable ou en fonction de la qualité de crédit ;
- Qualité de crédit des émetteurs : Les garanties financières sont de haute qualité de crédit ;
- Placement de garanties reçues en espèces : Elles sont, soit placées en dépôts auprès d'entités éligibles, soit investies en obligations d'Etat de haute qualité de crédit (notation respectant les critères des OPCVM/FIA « monétaires court terme »), soit investies en OPCVM/FIA « monétaires à court terme », soit utilisées aux fins de transactions de prise en pension conclues avec un établissement de crédit ;
- Corrélation : les garanties sont émises par une entité indépendante de la contrepartie ;
- Diversification : Le risque de contrepartie dans des transactions de gré à gré ne peut excéder 10% des actifs nets lorsque la contrepartie est un des établissements de crédit tel que défini dans la réglementation en vigueur, ou 5% de ses actifs dans les autres cas ; L'exposition à un émetteur donné ne dépasse pas 20% de l'actif net ;
- Conservation : Les garanties financières reçues sont placées auprès du Dépositaire ou par un de ses agents ou tiers sous son contrôle ou de tout dépositaire tiers faisant l'objet d'une surveillance prudentielle et qui n'a aucun lien avec le fournisseur des garanties financières. Interdiction de réutilisation : Les garanties financières autres qu'en espèces ne peuvent être ni vendues, ni réinvesties, ni remises en garantie.

RISQUE GLOBAL

La méthode choisie par la société de gestion pour mesurer le risque global de l'OPC qu'elle gère est la méthode de l'engagement.

PROFIL DE RISQUE

Le FCP sera investi dans des instruments financiers sélectionnés par le gérant dans le cadre de la stratégie d'investissement décrite au paragraphe précédent. Ces instruments connaîtront les évolutions et les aléas des marchés financiers sur lesquels le FCP sera investi.

La valeur liquidative est susceptible de connaître une volatilité du fait des instruments financiers qui composent son portefeuille. Dans ces conditions, le capital investi pourrait ne pas être intégralement restitué y compris pour un investissement réalisé sur la durée de placement recommandée.

Les principaux risques auxquels s'expose l'investisseur sont :

Risque action : Les variations des marchés d'actions peuvent entraîner des variations importantes de l'actif net pouvant entraîner une baisse de la valeur liquidative du FCP; en particulier, il existe un risque lié à la présence dans le portefeuille de moyennes et petites capitalisations dont

ANTHRACITE

les variations de cours peuvent excéder celles des grandes capitalisations ; en cas de baisse des cours des moyennes et petites capitalisations détenues en portefeuille, la valeur liquidative baisse.

Risque de perte en capital : Le FCP répercutera les baisses des marchés actions à hauteur de son niveau d'investissement sur ces marchés. L'investisseur est averti que son capital n'est pas garanti et qu'il peut ne pas récupérer le capital initialement investi.

Risque de gestion discrétionnaire : Le style de gestion discrétionnaire repose sur l'anticipation de l'évolution des différents marchés (actions, obligations). Il existe un risque que le Fonds ne soit pas investi sur les marchés les plus performants.

Risque de concentration du portefeuille : Risque lié à la concentration éventuelle du portefeuille sur des entreprises appartenant à des secteurs spécifiques (métaux précieux en général); en cas de baisse des cours de bourse d'entreprises détenues en portefeuille appartenant à des zones géographiques ou des secteurs spécifiques déterminés, la valeur liquidative baisse.

Risque de taux : En cas de hausse des taux d'intérêt, la valeur des titres à taux fixe détenues en portefeuille baisse et par conséquent peut entraîner une baisse de la valeur liquidative.

Risque de crédit : Il représente le risque éventuel de dégradation de la signature de l'émetteur ou de défaillance qui auront un impact négatif sur le cours du titre et donc sur la valeur liquidative du FCP.

Risque de change : Le risque de change existe du fait que le FCP détient des titres libellés dans une devise autre que l'euro ; la variation de l'euro par rapport à une autre devise pourra impacter négativement la valeur liquidative du FCP.

Risque lié à l'investissement en actions de petites et moyennes capitalisations : Le FCP pouvant être exposé aux actions de petites et moyennes capitalisations qui sont, en général, plus volatiles que les grosses capitalisations, la valeur liquidative du FCP pourra avoir les mêmes comportements. Sur ces marchés, le volume des titres cotés en Bourse est réduit, les mouvements de marché sont donc plus marqués à la baisse, et plus rapides que sur les grandes capitalisations. La valeur liquidative du FCP peut donc baisser plus rapidement et plus fortement.

Risque de contrepartie : Le risque de contrepartie résulte de tous les contrats financiers de gré à gré conclus avec la même contrepartie, notamment des opérations d'acquisition/cession temporaire des titres. Le risque de contrepartie mesure le risque de perte pour le FCP en cas de défaillance d'une contrepartie incapable de faire face à ses obligations contractuelles avant que l'opération ait été réglée de manière définitive sous la forme d'un flux financier. Dans ce cas, la valeur liquidative pourrait baisser.

Risques accessoires : Ces risques sont accessoires car la gestion n'expose pas le FCP au-delà de 10% de son actif net. Les risques accessoires concernent essentiellement la détention de liquidités à titre accessoire. Elle peut se révéler justifiée pour faire face aux paiements courants ou exceptionnels, en cas de ventes d'éléments figurant à l'actif du fonds (le temps de réinvestir dans d'autres instruments financiers), et en cas de situation défavorable du marché, si des placements doivent être suspendus pendant un laps de temps nécessaire. Les risques accessoires n'excéderont pas 10% de l'actif du FCP.

Risque lié aux obligations convertibles : La valeur des obligations convertibles dépend de plusieurs facteurs : niveau des taux d'intérêt, évolution du prix des actions sous-jacentes, évolution du prix du dérivé intégré dans l'obligation convertible ; évolution du spread de crédit ; ces différents éléments peuvent entraîner une baisse de la VL du FCP.

Risque lié à l'investissement dans les titres spéculatifs à haut rendement : Il s'agit du risque de crédit s'appliquant aux titres dits « Spéculatifs » qui présentent des probabilités de défaut plus élevées que celles des titres de la catégorie « Investment Grade ». Ils offrent en compensation des niveaux de rendement plus élevés mais peuvent, en cas de dégradation de la notation, diminuer significativement la valeur liquidative du FCP.

Risque de durabilité : Un risque en matière de durabilité est un événement ou une situation dans le domaine environnemental, social ou de la gouvernance qui, s'il survient, pourrait avoir une incidence négative importante, réelle ou potentielle, sur la valeur de l'investissement. Les facteurs de durabilité sont les questions environnementales, sociales et de personnel, le respect des droits de l'homme et la lutte contre la corruption et les actes de corruption. Le Fonds est exposé à un large éventail de risques de développement durable. Les détails de la politique d'intégration des risques de durabilité de la société de gestion concernant le Fonds, y compris, mais sans s'y limiter, une description de la manière dont les facteurs et les risques de durabilité sont identifiés et, par la suite, comment ils sont intégrés dans les processus de prise de décision d'investissement, sont disponibles à l'adresse www.vestathena.com.

RAPPORT DE GESTION

COMMISSAIRE AUX COMPTES

PriceWaterhouseCoopers

POLITIQUE D'INVESTISSEMENT

Commentaire économique sur la période

2020 : l'année du COVID

La pandémie qui a ravagé le monde l'année dernière est avant tout une grande tragédie humanitaire. Près de quatre millions de personnes sont décédées des suites du COVID-19, mais le vrai nombre est susceptible d'être beaucoup plus élevé, et il continue d'augmenter. La pandémie a également entraîné d'énormes pertes économiques. Le PIB mondial a chuté de plus de 3,5 % l'année dernière, la plus grande récession en temps de paix depuis la Grande Dépression des années 30. Le FMI estime qu'environ 100 millions de personnes sont tombées dans la pauvreté à cause du virus. Et les dommages économiques de la pandémie, en particulier pour les économies les plus pauvres et les moins développées du monde, devraient persister pendant de nombreuses années après la maîtrise du virus.

La lutte contre la pandémie de Covid-19 a façonné les évolutions économiques et financières au cours des 12 derniers mois. Dans la plupart des pays, la reprise après la première vague du virus a été plus forte et les conséquences financières moins persistantes qu'on ne le craignait initialement. Mais avec le virus qui continue de se propager, la reprise a été nettement inégale selon les pays et les secteurs. Un large soutien politique a protégé les entreprises des pires conséquences de la récession, contribuant à assouplir les conditions financières mais aussi soutenant des prix des actifs risqués, qui dans certains cas ont été difficiles à justifier compte tenu des conditions économiques.

Au cours de l'année à venir, il semble probable que de nombreux pays maîtriseront progressivement le virus. Cela conduira à une nouvelle phase de la pandémie impliquant des défis différents, mais non moins redoutables. Alors que le flux et le reflux des infections continueront d'influencer les conditions économiques, la fréquence et la sévérité des confinements devraient s'atténuer. Au lieu de cela, des problèmes tels que les pertes de crédit potentielles des entreprises et la réallocation du capital et des ressources humaines seront mis en évidence. Dans les économies avancées, les mesures de relance budgétaire devraient faciliter la transition financière et économique et accélérer la reprise. Mais un soutien politique moindre est probable dans la plupart des économies de marché émergentes. S'ils bénéficieront d'une demande d'exportation accrue à mesure que la reprise dans les grands pays se consolide, ils pourraient également faire face à des vents contraires supplémentaires si les conditions financières mondiales se durcissent. Le monde entier est entré dans la crise soudainement et comme un seul et même ensemble ; la sortie s'avère plus lente, plus diverse et secouée.

À court terme, la nécessité d'aider les entreprises et les ménages touchés par la pandémie restera un objectif politique clé. La nature de l'aide doit cependant évoluer, en même temps que les mesures de soutien à grande échelle cèdent la place à des programmes plus ciblés. Les différences entre les pays dans la vigueur et le moment précis de la reprise pourraient conduire à une divergence dans les paramètres politiques et constituer un défi pour les décideurs dans les pays où la croissance est en retard. Dans le même temps, il sera important pour tous les acteurs de garder à l'esprit les objectifs à long terme, de garantir une base solide pour une croissance durable afin de permettre la normalisation des politiques et de réaffirmer des frontières claires entre les politiques monétaire et budgétaire.

I. Rétrospective de l'année

Une reprise incomplète

Bon nombre des forces qui ont façonné les développements économiques au cours des 12 derniers mois étaient déjà présentes il y a un an. Il y a un an, le monde était au milieu d'une récession historiquement importante et synchronisée. Un soutien conjoint sans précédent en matière de politique monétaire et budgétaire avait été déployé, bien que l'on ne savait pas clairement dans quelle mesure il serait efficace ni combien de temps il pourrait être maintenu. Il y avait une anticipation généralisée de dommages à de larges composantes de l'économie, notamment les entreprises, les ménages et le commerce mondial. Des inquiétudes ont été exprimées concernant l'impact persistant des insolvabilités, des changements profonds dans les modes de consommation et la faiblesse des chaînes de valeur mondiales. Certains vaccins étaient déjà en cours de développement mais leur efficacité n'était pas prouvée. La durée de la pandémie était également très incertaine, les premières estimations allaient d'une vague unique durant quelques mois à un processus beaucoup plus prolongé.

ANTHRACITE

La récession a certes été profonde, mais le rebond a été plus fort que ne l'avaient prévu les experts. Le deuxième trimestre de 2020 a connu la plus forte contraction trimestrielle de l'activité économique mondiale depuis la Seconde Guerre mondiale. Cependant, pour l'ensemble de l'année, la baisse du PIB n'a été que de 3,5%, un résultat désastreux pour toute année normale, mais considérablement meilleur qu'attendu au plus fort de la crise.

Le soutien à la politique macroéconomique a été encore plus important que prévu et a contribué à limiter les résultats du choc sanitaire. Après avoir agi de manière décisive pour éviter de graves perturbations de l'intermédiation du crédit et préserver le fonctionnement du marché au début de la pandémie, les banques centrales ont fourni de nouvelles impulsions pour favoriser la reprise. Dans les économies avancées, elles ont maintenu, et parfois étendu, les programmes d'achat d'actifs, en usant davantage les commentaires prospectifs, comme par exemple la Réserve fédérale américaine. Dans les économies émergentes, les actions des banques centrales ont reflété des forces économiques variables. Certaines banques centrales des pays émergents ont encore abaissé leurs taux directeurs ; d'autres, comme celles du Brésil et de la Turquie, les ont resserrés début 2021 en réponse à la hausse de l'inflation. Plusieurs de ces banques centrales ont également lancé pour la première fois des programmes d'achat d'actifs, généralement pour stabiliser les marchés. La plupart de ces banques centrales ont pu ainsi surmonter la furieuse tempête de mars et avril 2020.

Des mesures de relance budgétaire mondiales sans précédent et opportunes ont encore soutenu la demande, rompant les schémas bien établis lors des récessions précédentes. Dans les économies avancées, l'expansion budgétaire s'est poursuivie après le choc pandémique initial, avec des enveloppes représentant plus de 10 % du PIB dans certains pays. Dans ces pays, le revenu des ménages a amplement bénéficié des transferts fiscaux, de l'élargissement des allocations de chômage et des régimes de congé, ce qui a entraîné une augmentation du revenu disponible des ménages en 2020, parfois exceptionnellement rapide. Pour les entreprises, les garanties de la dette publique, les moratoires sur la dette et d'autres mesures de soutien direct ont contribué à assurer une offre de crédit abondante, compensant une chute spectaculaire des revenus. En partie à cause de cela, la vague anticipée de faillites d'entreprises ne s'est pas matérialisée. En fait, les faillites d'entreprises ont diminué dans de nombreux pays. Cela a coïncidé avec une rupture significative de la relation statistique auparavant étroite entre les faillites et l'activité économique.

L'impact de la crise sur les ménages a été moins persistant qu'on ne le craignait initialement. Lorsque les confinements se sont assouplis dans de nombreux pays au troisième trimestre 2020, les dépenses ont rattrapé une grande partie du terrain perdu. La faiblesse prolongée de certaines formes de consommation, notamment les services de loisirs, reflétait probablement des contraintes plutôt que des changements durables dans les préférences des consommateurs. En effet, dans les pays qui n'ont connu qu'une seule grande vague d'infection, les dépenses en services tels que les restaurants sont revenues à des niveaux proches d'avant la pandémie. En même temps, la pandémie a renforcé des tendances déjà en place sur certains modes de consommation. En particulier, le passage à la vente au détail en ligne s'est accéléré, que les pays aient connu ou non plusieurs vagues d'infection. Ces changements de comportement des consommateurs ont également contribué à isoler l'activité économique des mesures de confinement. En conséquence, les restrictions de mobilité ont entraîné des baisses de l'activité économique beaucoup plus faibles au début de 2021 qu'elles ne l'avaient fait plus tôt dans la pandémie.

Les craintes que la pandémie ne porte un coup durable à l'intégration économique mondiale se sont avérées trop pessimistes. Le commerce des marchandises a fortement rebondi après s'être contracté de près de 20 % au début du premier semestre 2020 lorsque les ruptures d'approvisionnement avaient ravagé les réseaux de production. Lorsque les pressions de l'offre sont réapparues au début de 2021, elles ont mis en lumière une forte demande pour de biens tels que les équipements électroniques et les automobiles plutôt que des perturbations des chaînes de valeur mondiales. Le commerce des services ne s'est toutefois pas redressé. Le tourisme transfrontalier a été durement touché, les voyages aériens internationaux ont baissé de 74 % en 2020.

Les banques ont étonnamment bien résisté à la récession. La plupart étaient entrées dans la pandémie avec des bilans relativement solides, en grande partie en raison des réformes réglementaires post-2008. Les faibles taux d'insolvabilité signifient que l'impact sur la qualité des actifs a été contenu par rapport à la forte baisse du PIB. En effet, la capitalisation bancaire a augmenté dans de nombreux pays en 2020, en partie en raison des restrictions sur les paiements aux actionnaires et aussi par une plus grande flexibilité dans la classification des prêts et l'application « intelligente » de la réglementation. Après avoir baissé au début de la pandémie en raison d'une augmentation des provisions contre les pertes attendues, la rentabilité des banques s'est redressée aux États-Unis et dans certaines économies avancées plus petites, même si elle est restée faible en Europe et au Japon. Le nombre de banques avec des perspectives de notation négatives est également resté élevé, en particulier en Europe et dans les émergents hors d'Asie. Cela reflétait les perspectives incertaines des faillites d'entreprises ainsi que les défis persistants pour la rentabilité des banques en raison des faibles taux d'intérêt et de la concurrence accrue des nouvelles entreprises technologiques.

Bien que la récession se soit avérée moins sévère qu'initialement redoutée, la reprise a été imparfaite. Le PIB est resté bien en deçà des attentes d'avant la pandémie, certainement exceptionnellement fortes compte tenu de la durée de l'expansion économique précédente. Les conditions du marché du travail se sont nettement détériorées depuis le début de la pandémie. Les taux de chômage plus élevés n'expriment qu'une partie de l'histoire, les taux de participation au marché du travail ont considérablement diminué dans certains pays. En Europe, où les régimes de congé et de travail à temps partiel ont permis d'éviter de fortes hausses du chômage, la détérioration est visible dans la réduction de la durée du travail. Dans certains pays, l'engagement dans ces programmes, initialement conçue comme une mesure temporaire, est restée bien au-dessus des niveaux d'avant la pandémie.

ANTHRACITE

Le rythme et l'ampleur de la reprise divergeaient sensiblement d'un pays à l'autre. La Chine, première économie à entrer en récession, a rapidement rebondi. Elle a progressé de 2,3 % en 2020, porté par une forte demande de biens d'équipement des entreprises et d'une forte demande à l'exportation. À son tour, la reprise économique de la Chine a stimulé la croissance dans certaines émergents d'Asie de l'Est grâce aux imbrications des chaînes de valeur. Parallèlement, aux États-Unis, un redémarrage fondé sur la consommation au second semestre de l'année, soutenu par un boom de la construction résidentielle et une forte croissance des investissements dans les technologies de l'information, a limité la contraction en 2020 à 3,5%. En Chine comme aux États-Unis, la dynamique de croissance vigoureuse s'est prolongée jusqu'en 2021. Dans la zone euro, l'activité économique a diminué de 6,6 % en 2020 et s'est encore contractée au premier trimestre 2021, alors que de nouvelles vagues d'infection ont entraîné de nouveaux confinements.

La croissance a également ralenti dans d'autres pays émergents qui ont connu plusieurs vagues d'infection. L'Amérique latine, l'Afrique et certaines régions d'Asie ont été confrontées à des conditions particulièrement difficiles. Dans bon nombre de ces pays, la structure de l'activité économique est moins adaptée au travail à distance et à la distanciation sociale, limitant leur capacité à contenir le virus, qui a parfois submergé les services de santé locaux. Au début de la crise, la politique expansionniste, les transferts de fonds venant de l'étranger dans certains pays, ont amorti la baisse de l'activité. Cependant, il y a eu peu de mesures de relance budgétaire supplémentaires à partir de la mi-2020, reflétant dans la plupart des cas une marge de manœuvre politique réduite.

La reprise a également été inégale au niveau sectoriel en raison du schéma des mesures de confinement. Dans la plupart des pays, des secteurs tels que la manufacture et la construction ont rebondi rapidement après l'assouplissement des confinements. En revanche, les industries de services au contact avec les clients ont été nettement en retard. Sans surprise, ces secteurs à bas salaires et à forte intensité de ressource humaine ont connu de loin les pertes d'emplois les plus importantes. Dans les pays émergents, c'est le secteur informel qui a le plus souffert. Les effets désinflationnistes de la pandémie se sont poursuivis jusqu'en 2020. La baisse de la demande globale, l'affaiblissement des marchés du travail et la réduction active des coûts des entreprises ont plus que compensé les contraintes d'approvisionnement. Les hausses de prix plus lentes au début de la pandémie dans les industries de services, telles que les transports et les loisirs, n'ont été que partiellement compensées par des hausses plus fortes dans le secteur des biens durables, qui a en fait vu une demande plus élevée pendant les confinements. La faible inflation en Chine s'est également répercutée sur d'autres économies en raison du rôle important du pays dans le commerce mondial. Au fur et à mesure que la période sous revue avançait, les pressions sur l'offre se sont toutefois considérablement renforcées et l'inflation a repris. Après avoir baissé au début de la pandémie, les prix à la production ont eu une tendance à la hausse dans plusieurs économies, notamment en Chine, couplée à une reprise régulière des prix des matières premières. Conjuguée aux dépréciations du taux de change, cela a entraîné une hausse de l'inflation dans un certain nombre de grands pays émergents. L'inflation a également augmenté dans la plupart des économies avancées et, dans certains cas, a dépassé les objectifs des banques centrales. Outre la hausse des prix des matières premières, les rebonds des prix d'articles tels que les billets d'avion et les hôtels, qui avaient fortement chuté au début de la pandémie, ont contribué à une augmentation de l'inflation dans ces pays.

Des conditions financières exceptionnellement accommodantes

La reprise économique s'est accompagnée de conditions financières exceptionnellement accommodantes. Les attentes selon lesquelles des politiques monétaires très souples seraient maintenues, ainsi que des expansions budgétaires sans précédent qui ont amélioré les perspectives économiques et soutenu la solvabilité des entreprises, ont contribué à réduire les coûts de financement des entreprises et à comprimer les primes de risque. Alors que les interventions publiques ont soutenu les valorisations des actifs, les actifs risqués sont apparus bien valorisés même après prise en compte du niveau des taux d'intérêt. À partir du début de 2021, l'amélioration rapide des prévisions économiques a entraîné une forte hausse des rendements souverains des pays avancés qui s'est ensuite propagée aux rendements des émergents. Dans l'ensemble, cependant, les conditions financières sont restées très favorables d'un point de vue historique.

Avec des politiques accommodantes en place, les entreprises ont pu accéder au financement à des conditions très favorables. Les écarts de crédit ont été comprimés jusqu'à la mi-2021, même pour les entreprises les moins bien notées, passant en dessous des moyennes historiques. Après une forte augmentation à la mi-2020, notamment grâce aux achats d'actifs et aux facilités de liquidité des banques centrales, les émissions d'obligations d'entreprises sont restées exceptionnellement dynamiques au premier trimestre 2021, atteignant même des niveaux record dans le segment américain à haut rendement. Les prix des fonds investissant dans des prêts aux petites entreprises à risque ont également grimpé en flèche fin 2020, dépassant au début 2021 les niveaux d'avant la pandémie.

Cet appétit pour le risque a soutenu les valorisations des marchés actions et immobiliers. Même après prise en compte du niveau très bas des taux d'intérêt, les valorisations des actions aux États-Unis et en Chine semblent élevées, mais moins sur d'autres marchés. Un sentiment positif s'est également manifesté dans la forte augmentation des capitaux levés par le biais d'offres publiques initiales (IPO) et de sociétés d'acquisition spécialisées (SPAC), qui montrent un certain enthousiasme des marchés pour les actifs risqués, concentré néanmoins sur des secteurs particuliers. Alors que les prix de l'immobilier commercial avaient considérablement baissé au début de la pandémie, les primes de risque sont restées faibles. Aux États-Unis, l'écart entre les rendements locatifs de l'immobilier commercial (appelés taux de capitalisation) et les rendements du Trésor (interprété comme une mesure de valorisation) était au même niveau au premier trimestre 2021 qu'à la fin 2019, même pour le secteur de la vente au détail, durement touché par la pandémie. De plus, bien que les valorisations des immeubles de bureaux aient chuté, elles sont restées bien au-dessus des creux post-2008. Dans l'intervalle, et exceptionnellement pour une récession, les prix des logements ont fortement augmenté dans de nombreux pays.

ANTHRACITE

Des nouvelles positives sur les vaccins et une expansion budgétaire sans précédent ont soutenu un sentiment porteur sur les marchés boursiers. Les cours boursiers mondiaux ont commencé à augmenter en novembre 2020 suite aux résultats favorables des essais de vaccins, même s'ils sont restés sensibles à l'évolution des taux d'infection et aux retards de disponibilité des vaccins. Conjugée à une politique monétaire très accommodante, une augmentation extraordinaire des dépenses publiques, en particulier aux États-Unis, a apporté un soutien crucial aux actifs risqués en 2021. Alors que la législation budgétaire américaine approchait son adoption, la volatilité a augmenté avec la hausse des rendements souverains fin février. La hausse des actions émergentes s'est également essouffée à ce moment-là en raison des craintes de retombées négatives de la hausse globale des rendements. Les actions chinoises ont subi des pertes particulièrement importantes, qu'elles n'avaient pas encore récupérées en juin, en partie en raison des efforts politiques visant à freiner la croissance du crédit.

Au fil de la période sous revue, les rendements souverains ont commencé à augmenter. L'amélioration des perspectives économiques, soutenue par des nouvelles positives sur les vaccins, l'expansion budgétaire et la poursuite des accommodements monétaires, a soutenu des "achats de reflation". Au début, l'augmentation constante des rendements obligataires américains reflétait des anticipations d'inflation plus élevées fondées sur le marché. Par la suite, les prévisions d'une croissance économique soutenue aux États-Unis, soutenues par des mesures de relance budgétaire américaines exceptionnelles et un penchant pour les émissions souveraines à plus long terme, ont gonflé les rendements à long terme. Les achats de reflation ont semblé s'atténuer en avril, alors même que les prévisions macroéconomiques s'amélioraient. En effet, fin mars 2021, les rendements du Trésor américain couverts en euros et en yens avaient atteint leurs plus hauts niveaux depuis des années, devenant particulièrement attrayants pour les investisseurs de ces juridictions.

Les conditions financières dans les émergents sont restées accommodantes dans l'ensemble. L'effet de resserrement des rendements à long terme plus élevé a été partiellement compensé par la progression des actions. La Chine a fait exception et a vu ses conditions financières se durcir sensiblement, notamment en raison de sa politique intérieure visant à contenir la croissance du crédit. Le resserrement a eu lieu malgré des flux de fonds obligataires soutenus, motivés par une recherche de rendement et un rééquilibrage des portefeuilles après l'inclusion des obligations chinoises dans les indices internationaux.

II. Pour l'énergie, 2020 a été une année pas comme les autres.

Pour le système énergétique mondial, la combinaison de la pandémie, ainsi que des efforts visant à atténuer son impact, a conduit à des développements inégalés en temps de paix moderne. Au cours des dernières années, de grandes crises énergétiques ont frappé le monde : la crise du canal de Suez en 1956, l'embargo pétrolier de 1973, la révolution iranienne en 1979, et plus récemment, la catastrophe de Fukushima en 2011, mais les événements de l'année dernière écrasent tous ces moments de grande agitation énergétique mondiale.

Tout cela s'est déroulé dans un contexte de demandes sociétales et politiques croissantes pour une transition accélérée vers un système énergétique net zéro. Glasgow (Écosse) devait accueillir la COP26 l'année dernière, mais la conférence a dû être reportée à novembre 2021. En route vers Glasgow, il est utile de regarder ce qui est arrivé sur ce secteur particulier.

L'énergie en 2020

On estime que la demande mondiale d'énergie a diminué de 45% et les émissions mondiales de carbone provenant de la consommation d'énergie de 63%. Ces chutes sont énormes par rapport aux normes historiques, les plus fortes baisses de la demande d'énergie et des émissions de carbone depuis la Seconde Guerre mondiale. En effet, la chute de plus de 2 Gt de CO₂ signifie que les émissions de carbone de l'année dernière sont revenues aux niveaux observés pour la dernière fois en 2011. Il est également frappant de constater que l'intensité carbone du mix énergétique (carbone moyen émis par unité d'énergie utilisée) a diminué de 1,8 %, l'une des plus importantes réductions jamais enregistrées dans l'histoire de l'après-guerre.

D'un point de vue historique, les baisses de la demande énergétique et des émissions de carbone sont spectaculaires. Mais d'un point de vue prospectif, le taux de baisse des émissions de carbone observé l'année dernière est similaire à ce dont le monde a besoin en moyenne chaque année au cours des 30 prochaines années pour être sur la bonne voie pour atteindre les objectifs climatiques de Paris. Concrètement, si les émissions de carbone diminuaient au même taux moyen que l'année dernière pour les 30 prochaines années, les émissions mondiales de carbone diminueraient d'environ 85 % d'ici 2050, à peu près à mi-chemin entre les deux scénarios volontaristes qui gardent la hausse de la température mondiale en dessous de 2 °C et en dessous de 1,5 °C.

La baisse des émissions de carbone l'an dernier était due à une énorme perte de production et d'activité économiques. Le défi consiste à réduire les émissions sans causer de perturbations et de dommages massifs à la vie quotidienne et aux moyens de subsistance. La principale caractéristique de la chute de la demande d'énergie l'année dernière est qu'elle était singulièrement sérieuse. Même après ajustement pour tenir compte de l'effondrement de l'activité économique, la baisse de la demande d'énergie a été de 4,5 %, deux fois plus importante que la chute estimée de 2,5 %. La source de cette surprise doit être comprise en examinant l'ampleur des baisses des différentes composantes de la demande énergétique.

La demande de pétrole a chuté de 9,3 % (9,1 millions de barils/jour, ou Mb/j) en 2020, bien plus que tout ce qui a été vu dans l'histoire et bien plus que les baisses des autres composantes de la demande d'énergie. En effet, la baisse de la demande de pétrole explique environ les trois

ANTHRACITE

quarts de la baisse totale de la consommation d'énergie. Ce facteur explique aussi la baisse record de l'intensité carbone du mix énergétique. La baisse de la consommation de pétrole en 2020 a été bien plus importante que prévu sur la base des relations statistiques passées. Et l'étendue de cet écart était bien plus importante que pour n'importe quelle autre composante de la demande.

La baisse du gaz naturel était assez conforme aux prévisions et la consommation d'électricité a en fait diminué moins que prévu. En effet, les seules erreurs de prédiction statistiquement significatives étaient celles de la demande totale d'énergie et de la demande de pétrole. La surprise de la demande totale d'énergie s'explique entièrement par la baisse plus importante que prévu de la demande de pétrole. Les confinements ont nui à la demande de pétrole d'une manière complètement différente d'un ralentissement économique normal, écrasant la demande liée aux transports. Les mesures de mobilité sont tombées dans tous les secteurs. On estime que l'utilisation de carburéacteur et de kérosène a chuté de 40 % (3,2 Mb/j) alors que l'aviation dans une grande partie du monde a été immobilisée. De même, la demande d'essence a chuté d'environ 13% (3,1 Mb/j) avec l'effondrement des mesures de mobilité routière. En revanche, les produits les plus étroitement liés au secteur pétrochimique (naphta, éthane et GPL) étaient globalement plats, soutenus en partie par la demande croissante d'équipements de protection individuelle et d'autres fournitures médicales, liées à l'hygiène.

En comparaison, le gaz naturel a fait preuve d'une bien plus grande résilience. La demande de gaz a chuté de 2,3 % (81 Gm3) en 2020, une baisse similaire à celle observée en 2009 au lendemain de la crise financière. La consommation a baissé dans la plupart des régions, à l'exception notable de la Chine, où la demande de gaz a augmenté de près de 7%. La relative immunité du gaz naturel a été favorisée par la chute brutale des prix du gaz, qui a permis à la production de gaz de gagner des parts sur le marché de l'électricité aux États-Unis et de se maintenir dans l'Union Européenne.

La consommation d'électricité a connu la plus faible baisse parmi les principales composantes de la demande d'énergie finale, en baisse de seulement 0,9 % en 2020. La résilience relative de l'utilisation de l'électricité a été aidée par la nature des confinements, avec une baisse de la demande d'électricité dans l'industrie et les bâtiments commerciaux, partiellement compensées par une utilisation domestique accrue par les travailleurs à domicile et les familles confinées. La résilience relative de la production d'électricité globale masque un changement plus important dans le mix de production. En particulier, malgré la baisse de la demande globale d'électricité, la production à partir d'énergies renouvelables (éolien, solaire, bioénergie et géothermie, mais hors hydroélectricité) a enregistré sa plus forte augmentation historique (358 TWh). Cette croissance a été tirée par de fortes augmentations de la production éolienne (173 TWh) et solaire (148 TWh). Cela poursuit la forte croissance observée ces dernières années. Au cours des cinq dernières années, la production d'énergie renouvelable a représenté environ 60 % de la croissance de la production mondiale d'électricité, l'éolien et le solaire ayant plus que doublé. La croissance des énergies renouvelables l'année dernière s'est faite en grande partie au détriment de la production d'électricité au charbon, qui a connu l'une de ses plus fortes baisses jamais enregistrées (405 TWh, 4,4 %). En plus de la baisse de la demande d'électricité et de l'augmentation du déploiement des énergies renouvelables, le charbon a également souffert d'une perte de compétitivité par rapport au gaz naturel, en particulier aux États-Unis et dans l'Union Européenne. Ces tendances sont exactement ce que le monde a besoin de voir alors qu'il passe au zéro net : une forte croissance de la production d'énergie renouvelable évinçant le charbon. Cela dit, ce doublement de la production éolienne et solaire au cours des cinq dernières années n'a pas fait la moindre brèche dans la production totale de charbon. Le niveau de production de charbon en 2020 est resté essentiellement inchangé par rapport à son niveau de 2015, car la chute de l'année dernière a simplement compensé les augmentations par rapport aux années précédentes. Il faudra beaucoup plus qu'une forte croissance des énergies renouvelables pour supprimer le charbon du secteur électrique mondial, en particulier au rythme qu'il est nécessaire de le faire. Il reste donc encore un long chemin à parcourir pour faire sortir le charbon du secteur électrique. Dans le monde développé, il faut progresser davantage en matière d'efficacité énergétique. Pour que de nombreuses économies de marché émergentes fassent des percées significatives dans le rôle du charbon tout en garantissant un accès amélioré à l'énergie, elles auront probablement besoin d'une expansion du gaz naturel parallèlement aux énergies renouvelables au cours des 15 à 20 prochaines années.

Progrès depuis les accords de Paris

L'un des changements les plus importants depuis 2015 est l'augmentation marquée de l'ambition commune d'atteindre le zéro net. Au moment de la convention de Paris, aucun grand pays ne s'était formellement engagé à atteindre le zéro net, jusqu'à ce que la Suède s'engage en juin 2017 à atteindre la neutralité carbone d'ici 2045. Aujourd'hui, 10 pays et l'Union européenne ont promulgué des objectifs nets zéro dans la loi et 34 autres pays ont soit proposé une législation, soit défini des intentions politiques formelles dans le même sens. L'AIE a récemment estimé qu'ensemble, ces engagements et intentions représentent environ 70 % des émissions mondiales de carbone. Cette ambition est encore à ses débuts, mais le choc collectif et les coûts énormes du COVID-19 pourraient avoir conduit à une détermination renouvelée pour empêcher un traumatisme mondial encore plus dommageable sous la forme du changement climatique.

Cette ambition croissante est aussi évidente au niveau des entreprises. Au dernier décompte, le nombre d'entreprises ayant des objectifs ou des ambitions déclarées d'atteindre le zéro net avait plus que sextuplé depuis 2019 pour atteindre plus de 3 000 entreprises. Cette montée en puissance coïncide avec les attentes croissantes de la société pour les entreprises à la fois d'accroître davantage leur transparence sur les risques liés au climat et de démontrer que leurs stratégies et actions sont cohérentes avec les accords de Paris. Une manifestation de ces attentes sociétales changeantes est l'explosion des investissements liés à l'ESG. Les entrées dans les fonds ESG sont passées de moins de 30 milliards de dollars en 2015 à plus de 330 milliards de dollars en 2020, soit une multiplication par 11 en seulement cinq ans.

Énergies renouvelables

L'élément le plus important du système énergétique nécessaire pour traiter les deux aspects de l'Accord de Paris, répondre à la menace du changement climatique et soutenir une croissance durable, est une croissance rapide des énergies renouvelables. Les progrès des énergies renouvelables au cours des six dernières années sont un parfait exemple de cette amélioration tangible et concrète. Malgré les énormes perturbations associées à la pandémie mondiale et à l'effondrement du PIB, la capacité éolienne et solaire a augmenté d'un colossal 238 GW en 2020, soit 50 % de plus qu'à tout autre moment de l'histoire. Le principal moteur était la Chine, qui représentait environ la moitié de l'augmentation mondiale de la capacité éolienne et solaire. L'expansion de la capacité éolienne chinoise (72 GW) est frappante et il est probable qu'une partie de l'augmentation signalée reflète divers changements dans les pratiques chinoises en matière de subventions et de comptabilité. Mais même en acceptant cela, il semble clair que 2020 a été une année record pour le développement de la capacité éolienne et solaire. La capacité éolienne et solaire a plus que doublé entre 2015 et 2020, augmentant d'environ 800 GW, ce qui équivaut à une augmentation annuelle moyenne de 18%, un rythme de croissance cohérent avec le scénario net zéro.

Les prévisionnistes ont largement sous-estimé la croissance de l'énergie éolienne et solaire au cours des cinq dernières années, essentiellement en négligeant que les coûts des énergies renouvelables ont baissé bien plus que prévu. Les coûts de l'éolien terrestre et du solaire ont baissé respectivement d'environ 40 % et 55 % au cours des cinq dernières années, contre 15 % ou 20 % estimés. Les réductions de coûts pour les énergies renouvelables sont expliquées en termes d'apprentissage par la pratique. Au fur et à mesure que des quantités croissantes de capacités renouvelables sont produites et installées, la chaîne d'approvisionnement apprend et devient plus efficace, réduisant progressivement les coûts. La majorité des contributions d'apprentissage pour l'éolien et le solaire au cours des cinq dernières années proviennent de la Chine, car les énergies renouvelables ont gagné des parts de marché sur le charbon plus rapidement que prévu. Cette transition s'est accompagnée d'une augmentation massive de la capacité de fabrication d'énergies renouvelables de la Chine, qui a contribué à réduire le coût de l'énergie éolienne et solaire dans le monde.

Mais il est important de se rappeler que ce rythme de progrès sur les énergies renouvelables doit être accompagné par les nombreuses autres dimensions de la transition énergétique : l'efficacité énergétique, la croissance de nouveaux vecteurs énergétiques, tels que l'hydrogène, pour aider à décarboner les secteurs difficiles à réduire et le développement de la capture, de l'utilisation et du stockage du carbone (CCUS). Une croissance rapide et continue des énergies renouvelables est nécessaire pour atteindre le zéro net, mais ce n'est pas suffisant.

III. Les prix des maisons flambent pendant la pandémie de Covid-19

Les prix des logements ont grimpé en flèche dans de nombreux pays au cours de la dernière année. Bien qu'une hausse des prix des logements pendant une récession ne soit pas sans précédent, en partie parce qu'une politique monétaire accommodante destinée à stimuler l'économie soutient également les prix des actifs, les augmentations récentes ont été inhabituellement importantes. Dans les économies avancées, les prix des logements ont augmenté de 8 % en moyenne en 2020, avec une nouvelle accélération de la croissance au cours des premiers mois de 2021. Dans les émergents, les prix ont augmenté d'environ 5 % en moyenne en 2020. La hausse des prix des logements peut contribuer à une accumulation des vulnérabilités des ménages et, partant, il est important de comprendre pourquoi les prix des logements augmentent lors de l'évaluation des risques potentiels à venir.

Deux facteurs semblent expliquer la hausse des prix des logements. Le premier est la pandémie elle-même. Après s'être considérablement contracté alors que les économies se sont bloquées au début de 2020, le nombre de transactions immobilières a augmenté vers la fin de l'année et en 2021. Outre la demande refoulée, l'augmentation de la rotation des logements semble refléter des changements dans les préférences en matière de logement à mesure que les fermetures et le travail à domicile a amené les ménages à réévaluer les coûts de déplacement. Étant donné que l'offre de logements est relativement inélastique à court terme, les augmentations de la rotation des logements induites par la demande vont généralement de pair avec la hausse des prix des logements. Le deuxième facteur est les taux d'intérêt, qui ont baissé au début de la pandémie. Non seulement les taux d'intérêt plus bas rendent le remboursement d'un prêt immobilier moins onéreux, mais ils augmentent également la valeur actuelle des futurs paiements des logements, ce qui augmente la valeur de la propriété par rapport à la location.

La flambée des prix des logements donne lieu à des arbitrages intertemporels. Ils soutiennent la consommation à court terme et constituent un élément important du mécanisme de transmission de la politique monétaire, mais ils augmentent également les risques à la baisse à moyen terme, notamment s'ils s'accompagnent d'une reprise de la croissance du crédit. De plus, la hausse des prix des logements tend à aller de pair avec une augmentation de la construction résidentielle, qui est associée à une croissance de la productivité globale plus faible.

Depuis le début de la pandémie, les prix des logements ont augmenté plus que les facteurs fondamentaux, tels que les coûts d'emprunt et les loyers, ne le laisseraient supposer. Sur la base de leur relation historique avec les loyers et les taux d'intérêt, les prix des logements auraient dû augmenter dans de nombreux pays depuis le début de 2020, mais dans la plupart des cas moins que la hausse réelle observée. La croissance des loyers, un élément clé du coût des services de logement, a ralenti dans la plupart des pays au cours de l'année écoulée. Mais les taux d'intérêt hypothécaires et les rendements des obligations à long terme (qui sont les taux d'intérêt pertinents pour l'actualisation des services de logement) ont baissé, au moins jusqu'au début de 2021. Cette divergence apparente entre les prix des logements et leurs déterminants fondamentaux pourrait les rendre plus vulnérables à de plus grandes corrections à l'avenir, surtout si les conditions financières deviennent moins

ANTHRACITE

accommodantes. En effet, les prix des logements aux États-Unis ont augmenté le plus rapidement en dehors des grandes zones métropolitaines depuis le début de la pandémie de Covid-19, inversant les tendances à long terme des décennies précédentes.

IV. Le chemin vers la sortie de pandémie

Le déploiement de vaccins pourrait ouvrir la voie à la suppression de la plupart des contraintes restantes sur l'activité économique. Pourtant, les taux de vaccination restent faibles dans de nombreuses régions du monde. Jusqu'à ce que des progrès substantiels soient accomplis, de nombreux pays, en particulier les émergents, restent vulnérables à de nouvelles vagues d'infection. Bien que la production de vaccins s'accélère, l'approvisionnement semble devoir être limité pendant un certain temps. Cela met en évidence la valeur des stratégies alternatives, telles que des traitements améliorés et des méthodes de prévention plus ciblées.

Pour évaluer les implications économiques des différentes stratégies de santé, des modèles qui capturent les interactions entre l'épidémiologie et l'économie sont nécessaires. Des modèles à deux blocs imbriqués incorporent des scénarios épidémiologiques dans de nombreux pays. Le premier bloc décrit la mobilité et ses effets sur l'évolution de la pandémie. Le deuxième bloc saisit comment la société ajuste la mobilité pour équilibrer les considérations sanitaires et économiques. Des estimations des taux d'infection et de mortalité reflètent les changements dans les caractéristiques du virus et des traitements et peuvent être utilisés pour projeter les implications économiques et sanitaires des tendances actuelles. Ces modèles quantifient comment les progrès de la vaccination ou l'émergence de variantes virales modifient la combinaison réalisable de résultats sanitaires et économiques.

Les modèles indiquent sans surprise que des gains importants sont obtenus grâce au déploiement des vaccins. Si le rythme de la vaccination ralentit à un tiers de son taux actuellement prévu, la traînée implicite du virus sur la production en 2021 pourrait être une fois et demie plus importante pour un pays médian tel qu'on le suppose actuellement. Les progrès plus lents des vaccinations exposent également les pays à une résurgence des infections. Pour de nombreux pays émergents, de nouvelles vagues d'infection présentent un risque plus élevé que l'apparition de variantes virales résistantes au vaccin, car elles sont moins protégées par la vaccination. En revanche, pour les pays où les taux de vaccination sont élevés, l'émergence de variantes résistantes au vaccin pose le plus grand risque.

Avec une pénurie de vaccins à court terme et potentiellement moins efficaces contre les futures souches virales, une stratégie complémentaire consiste à développer de meilleures pratiques thérapeutiques. La baisse substantielle des taux de mortalité depuis le début de l'épidémie souligne le rôle précieux des traitements améliorés. À l'avenir, si le virus devenait moins nocif, il serait possible d'alléger les contraintes même si une grande partie de la population n'était pas vaccinée.

Les simulations de modèles apportent un soutien à l'amélioration du traitement en tant que complément utile à la vaccination. Mais pour que le traitement fasse une différence significative, il faudrait qu'il permette une réduction importante et rapide des taux de mortalité. La réalisation de grandes améliorations dans le traitement nécessiterait des ressources importantes pour mobiliser et mettre à l'échelle des technologies éprouvées et en développer de nouvelles. Mais, s'il est efficace, le coût de cette opération serait probablement beaucoup plus faible que celui de verrouillages répétés.

D'un point de vue mondial, l'augmentation de la vaccination et l'amélioration des traitements devraient clairement aller de pair. Les retombées internationales, non prises en compte dans l'analyse, constituent un argument convaincant en faveur d'une vaccination mondiale et d'une distribution équitable des vaccins entre les pays. La présence d'infections dans n'importe quelle partie du monde pèse sur l'activité économique mondiale via le commerce et les chaînes d'approvisionnement, laissant ouverte la possibilité que de nouvelles variantes annulent les progrès réalisés en matière de vaccination. Une vaccination généralisée réduit ce risque. Dans le même temps, l'amélioration des traitements réduirait l'attrait des stratégies nationales de vaccination, augmentant la possibilité d'une distribution plus équitable des vaccins axée sur les groupes les plus à risque. Des traitements améliorés réduiraient également les conséquences économiques et sanitaires de l'émergence de variants résistants aux vaccins. En tant que défi mondial, mettre fin à la pandémie nécessitera un effort coordonné, y compris une stratégie de vaccination mondiale cohérente.

Commentaire de la performance

Semestre 1 : 30 Juin 2020 – 31 Décembre 2020

Fonds - Part	Code ISIN	Performance nette
Anthracite – Part A	FR0012881738	26.33%
Anthracite – Part B	FR0010291179	26.77%
Indice de référence : STOXX Europe 600 Net Return (EUR)		11.52%

Les performances passées ne préjugent pas des résultats futurs de l'OPC.

Le fonds a dans l'ensemble évolué en ligne avec son indice de référence jusqu'à fin octobre 2020. À l'annonce de la victoire de Joe Biden aux États-Unis et à la découverte de vaccins contre le Covid-19, une forte rotation de style a été observée au bénéfice des valeurs cycliques et dites

ANTHRACITE

« Value ». La surexposition du fonds sur ces valeurs de qualité aux valorisations faibles a permis au fonds de surperformer fortement son indice sur la fin du semestre. Ces derniers événements ont permis à Anthracite de surperformer son indice sur l'ensemble de la période.

Juillet 2020 : Sur Juillet, les marchés européens ont évolué en dents de scie pour finir sur une note relativement neutre. Les bons chiffres économiques supérieurs aux attentes et une série d'indicateurs positifs suggérant une reprise soutenue de l'activité économique, sont nuancés par la hausse importante du nombre de cas de coronavirus dans plusieurs régions du monde et un retour des tensions entre la Chine et les Etats-Unis. En Europe, les pays de l'UE ont finalement signé la première ébauche d'un accord sur un plan de relance de 750Mds€. Aussi, la BCE a laissé ses taux inchangés tout en réaffirmant qu'elle prolongerait son programme de QE aussi longtemps que nécessaire. La saison des publications de résultats bat son plein avec des réactions en moyenne plutôt positives face à des consensus souvent trop négatifs. Nous notons cependant que les dirigeants manquent parfois de visibilité sur le second semestre dans l'hypothèse d'une seconde vague de contamination du virus...

Le premier contributeur à la performance ce mois-ci est Westwing (+86%) suite à la publication de ses résultats préliminaires du T2 2020. Le groupe anticipe des revenus en croissance d'environ 90% annuelle ! Cette forte accélération de CA est portée par une demande accrue des clients existants, mais également par une accélération observée sur l'acquisition de nouveaux clients provoquée par un passage vers les canaux en ligne (accéléré par la crise du Covid 19). Rappelons par ailleurs que le secteur de l'ameublement était encore peu pénétré par l'e-commerce et que le confinement lié à la pandémie a accéléré ce réseau de distribution. La marge devrait progresser sensiblement, liée à des effets d'échelles dus à l'augmentation des revenus.

Un des détracteurs est le groupe espagnol CAF qui propose des solutions ferroviaires globales complètes allant des études de viabilité, des travaux de génie civil, de l'électrification, de la signalisation, de la maintenance, de l'exploitation du système jusqu'à la fourniture de trains. L'activité manufacturière en Espagne a été arrêtée du 16 mars au 8 avril. L'ampleur de la pause d'activité est variable en fonction de la situation de chaque pays. Cependant les réponses ont été rapides (accord de flexibilité de travail, reprogrammation des projets clients, reprise du trafic ferroviaire, ...) Dans l'ensemble, la pertinence des solutions reste acquise. L'important carnet de commandes garantit une activité à moyen terme. Impact temporaire sur les bénéfices, car on s'attend à ce qu'une partie des inefficacités résultant de l'arrêt de la fabrication soit récupérée et que les exploitants de flottes reviennent progressivement à leurs niveaux d'activité normaux, même si une grande incertitude subsiste quant aux effets de la pandémie dans les prochains mois.

Août 2020 : Août a été marqué par la reprise de l'épidémie en Europe et la montée des tensions entre les Etats-Unis et la Chine. Mais cela n'a pas freiné la tendance haussière des indices portée par l'espoir de la commercialisation proche d'un vaccin contre la Covid-19 et les signes d'une reprise économique dynamique dans plusieurs secteurs. Sur le front économique, la croissance de l'activité du secteur privé a ralenti en Zone Euro au mois d'août après une nette accélération en juillet (PMI est ressorti à 51.6 en août vs 54.9 en juillet). Aux Etats-Unis, le marché du travail semble se stabiliser et, en outre, la Fed a officiellement adopté une politique monétaire basée sur l'inflation moyenne et pourrait donc laisser l'inflation progresser au-dessus de 2% pour « une certaine période » avant de songer à remonter ses taux. Sur le front commercial, la tension entre les Etats-Unis et la Chine est montée d'un cran au cours du mois au gré d'annonces réciproques. Cependant, les deux pays ont annoncé leur souhait de mettre en place des conditions propices à des accords commerciaux. Pour finir, la saison des publications des résultats semestriels s'est révélée moins négative que prévue. Le secteur auto a profité de l'amélioration des tendances en Chine (les ventes de voitures neuves ont progressé de +7.9% en juillet) et au Royaume Uni où la production automobile au mois de juillet a atteint son plus haut depuis février (-21% YoY).

Dans ce contexte, nos valeurs cycliques, et surtout automobiles, ont fortement progressé (entre +10 et +20% sur le mois) aidées par la rotation de style observée sur les marchés et, dans l'ensemble, par des publications de résultats semestriels meilleures qu'attendues. Ainsi, MBB (+21% sur le mois), Duerr (+19%), Elringklinger (+17%), Akwel (+5%) et autres figurent parmi les principaux contributeurs à la performance du fonds. A noter également, la très bonne performance de nos sociétés de Chimie spécialisée qui profitent pleinement de cette rotation de style et qui observaient des multiples de valorisation très faibles. (Covestro, Wacker Chemie).

Les principaux détracteurs à la performance sur le mois sont nos valeurs considérées comme de style qualité telles que Gerreisheimer, Groupe Guillin, Ontex et Kaufman & Broad. Schaeffler déçoit également (-10%) après avoir annoncé envisager une augmentation de capital afin de restructurer la société. Nous pensons que cette solution n'est pas d'une extrême nécessité mais permettrait à la société d'avoir les clés pour saisir d'éventuelles opportunités futures.

Septembre 2020 : Les marchés européens se sont légèrement repliés sur le mois de Septembre attrapés par les incertitudes actuelles. Sur le front sanitaire, l'épidémie continue de se propager dans le monde avec un bilan qui ne cesse de se détériorer. En Europe, la BCE a laissé ses taux inchangés et s'attend désormais à une récession en 2020 un peu moins violente qu'anticipée auparavant. Christine Lagarde a souligné le bilan positif des mesures déjà mises en place. Cependant, les chiffres économiques témoignent d'un ralentissement net de l'économie de la zone. Aux Etats-Unis, les incertitudes dominent sur la scène géopolitique, avec une nouvelle montée des tensions sino-américaines qui continuent de peser sur les marchés. En outre, la FED a indiqué ne pas anticiper d'inflation susceptible de nécessiter un relèvement des taux d'intérêt avant au moins 2023. L'institution a par ailleurs revu à la hausse ses perspectives de (dé)croissance.

Parmi les contributeurs sur le mois, nous trouvons la holding allemande MBB. Celle-ci est passée d'être une voie détournée pour investir sur Aumann, sa plus grande participation, et quelques petits actifs supplémentaires, à une société de portefeuille diversifiée, avec un nouveau moteur de croissance dans les Services & Infrastructures. Les perspectives de croissance de la récente acquisition Vorwerk, spécialiste du génie civil des lignes souterraines de gaz, de pétrole et d'électricité, sont importantes et sous-estimées par le marché. Depuis son acquisition par MBB en 2019,

Vorwerk a réalisé des progrès spectaculaires et générera 273 millions d'euros de chiffre d'affaires avec une marge EBITDA de 14% en 2020. Vorwerk profite de la forte demande de gazoducs GNL et hydrogènes. La valorisation par « somme de parties » en prenant en compte la forte appréciation des bénéficiaires de Vorwerk, plus la trésorerie nette, plus Aumann, plus les autres petits actifs (Delignit, DTS, Hanke, OBO) nous indique un potentiel de revalorisation supplémentaire.

Autre contributeur, l'équipementier automobile français Akwel. Tirant profit de l'expérience acquise lors des précédents creux de cycle de 2001 et 2008, le groupe fait preuve d'une capacité d'adaptation exemplaire au cours du ralentissement actuel qui atteint une ampleur inconnue auparavant. Les éléments principaux qui auront permis à la société à préserver sa marge opérationnelle (qui cède 2% seulement à 6,3%) sont l'absence de tensions sur les matières premières, la bonne maîtrise de l'approvisionnement de composants et la baisse des coûts. Si l'incertitude persiste sur le S2 2020, l'adaptation rapide reste le principal levier de la préservation de la rentabilité. La capacité de maintenir les marges en territoire positif et de contenir les investissements devraient permettre de propulser les FCF 2020 à des niveaux élevés. Les analystes relèvent sensiblement leurs attentes de bénéficiaires à la faveur d'une forte diminution des coûts. Aux cours actuels, le titre affiche des multiples sensiblement inférieurs aux moyennes sectorielles. Le rendement FCF est estimé à 12%, un niveau particulièrement attractif.

Octobre 2020 : La forte propagation du coronavirus dans le monde et les mesures restrictives mises en place par les gouvernements ont fortement pesé sur les marchés actions. Sur le front politique en Europe, le Brexit et les négociations en cours continuent d'occuper les devants de la scène. Le plan de relance européen validé en juillet risque d'être retardé, avec un désaccord concernant le budget 2021-2027. En outre, la BCE a laissé sa politique monétaire inchangée mais a ouvert la porte à des mesures de soutien supplémentaires. Les chiffres économiques publiés ce mois-ci sont mitigés avec un bilan légèrement négatif. Le PMI composite de la zone Euro est passé en dessous de la barre de 50. En revanche, le PMI manufacturier a légèrement progressé à 54.4 en octobre. Aux Etats-Unis, les inquiétudes liées aux élections américaines du 3 novembre demeurent. Les désaccords sur le nouveau plan de relance persistent entre démocrates et républicains. Sur le front économique, le PIB a rebondi de +33.1% en rythme annualisé au T3. Sur les publications trimestrielles, nous notons pour une grande partie des sociétés en portefeuille de très bons résultats et surtout en termes de marges opérationnelles. Cependant, les investisseurs ont eu tendance à prendre leurs bénéfices par manque de visibilité sur le T4 et 2021.

Parmi les contributeurs à performance, nous retrouvons une nouvelle fois la valeur allemande Westwing (+35%), plateforme de ventes en ligne d'ameublements. Après des chiffres de croissance, une nouvelle fois supérieure à 50% sur le trimestre, la société a relevé ses estimations. Le site de vente bénéficie pleinement des mesures de confinement en Europe et de la fermeture forcée des magasins physiques concurrents. Acheté en mars, l'action a été multipliée par 10. Certes la valorisation est encore raisonnable mais nous avons préféré prendre de moitié nos bénéfices. Autre contributeur, la société allemande Elringklinger (+32%). Acteur de référence dans le joint de culasse pour moteur thermique, les équipes travaillent, depuis 3 ans, sur un processus de fabrication de pile à combustible. Leurs procédés semblent proches de ceux utilisés sur les joints classiques. Sur le mois, le groupe a annoncé deux collaborations dont Airbus sur le lancement d'une technologie commune de pile à combustibles. Elringklinger est très faiblement valorisée et délaissée par le marché. La revalorisation pourrait être rapide.

Sur le mois, dans ce contexte incertain, les principaux détracteurs à la performance ont été nos valeurs cycliques et industrielles (Nexans, Rheinmetall, MBB, Akwel, etc.). Les différentes publications ont été positives et ont montré que les managements sont réactifs et disciplinés pour gérer les coûts de frein et d'accélération de la demande liées aux mesures restrictives sanitaires. Nous comprenons qu'il leur est difficile d'avoir de la visibilité sur les trimestres à venir compte tenu de la situation. Ces dossiers restent pour la plupart, très faiblement valorisés.

Novembre 2020 : Très forte hausse des marchés action sur Novembre. Les marchés ont salué, dans un premier temps, la victoire de Joe Biden, qui devrait apaiser les tensions commerciales et politiques des dernières années. Comme le Sénat devrait rester républicain, les tensions politiques devraient s'estomper à moyen terme et rendre plus équilibré le débat politique aux Etats-Unis. Une deuxième vague de hausse a été produite par l'annonce des résultats préliminaires positifs d'un vaccin contre le Covid-19 faite par Pfizer et BionTech, suivi dans la foulée par celui de Moderna associée avec Astra Zeneca.

L'arrivée d'un vaccin efficace devrait conforter les reprises progressives en Europe et aux Etats-Unis, même si le processus de vaccination devrait se produire dans une période assez longue. Ces deux annonces ont entraîné des flux massifs vers les actions de la part des investisseurs mais surtout, l'optimisme concernant la disponibilité d'un vaccin et le retour potentiel à une vie normale les a conduits à se tourner vers les valeurs à faible valorisation, délaissées par les investisseurs et celles ayant un caractère cyclique qui profiteront d'une reprise de la consommation et des perspectives de croissance.

Dans ce contexte, le fonds a bénéficié de la rotation du marché vers les valeurs cycliques. Logiquement, nos valeurs de biens d'équipement et industrielles (MBB, Nexans, Duerr, Koenig & Bauer, CAF ...) ont bondi de plus de 25% sur le mois. Notons aussi, la très forte progression de nos valeurs du secteur Auto (Elringklinger, Akwel, Stabilus, Porsche, Schaeffler, ...). Les investisseurs commencent à valoriser les forts investissements et progrès fait par ces sociétés vers des voitures et technologies plus propres. L'exemple de Elringklinger illustre bien notre sentiment. Historiquement, spécialiste des joints de culasse, il s'oriente aujourd'hui vers les piles à combustibles et a annoncé de beaux partenariats (Airbus, Plastic Omnium). Nous restons absents pour l'instant des valeurs touristiques et bancaires qui ont littéralement exposées et préférons investir sur des tendances long terme plutôt que sur des paris court terme. Nous surveillons attentivement les valorisations des sociétés en portefeuille surtout après de tels mouvements.

Nous avons initié sur le mois, un investissement sur la société Aston Martin Lagonda, le constructeur automobile de renom. Après des années difficiles (retard technologique, faibles ventes, et faible rentabilité), nous pensons que l'arrivée au capital de l'investisseur Laurence Stroll, et ses premières décisions sont stratégiques et bien pensées. Le partenariat technologique (et capitalistique) avec Mercedes-AMG et le recrutement d'un directeur (issu de Mercedes) sont des signes qu'un virage est en cours. Au fur et à mesure de la restructuration, la société devrait se revaloriser à la hauteur de l'image de la marque.

ANTHRACITE

Décembre 2020 : Les marchés actions mondiaux avaient commencé l'année 2020 sur une note positive. Cela ne s'est avéré être que le prologue d'une terrible tempête. À la mi-mars, les marchés boursiers du monde entier avaient chuté d'environ 35% depuis fin février. L'Europe (Stoxx 600) faisait encore pire. Les gouvernements et les banques centrales ont commencé à mettre en place des politiques de sauvetage pour stabiliser les économies et restaurer la confiance ce qui a initié le rebond des marchés. Les nouvelles prometteuses sur les vaccins sont apparues début novembre et les dénouements politiques mondiaux ont permis aux marchés de progresser de 25-30% sur le T4. Un facteur important explique les rendements moindres des marchés actions européens en 2020 : ses caractéristiques de valeur (value). Les segments value et croissance des marchés boursiers mondiaux ont divergé fortement au bénéfice de la croissance. Début novembre, la dynamique des actions « valeur » a repris, les nouvelles sur les vaccins rapprochant la reprise économique. De même pour les actions à petite capitalisation par rapport aux plus grandes. Après leur forte sous-performance au T1, les petites entreprises ont retrouvé tout l'élan qu'elles avaient perdu., surperformant de fin mars à début juin, de près de 15% les autres segments pour revenir à l'équilibre fin 2020. Nous pensons que la pandémie doit être analysée comme l'accélération d'un certain nombre de tendances déjà présentes dans l'économie mondiale. Le secteur de l'énergie, axé sur les combustibles fossiles, est toujours en baisse d'environ 30% sur l'année, confirmant la mégatendance vers les sources d'énergie renouvelables. La finance, l'industrie et les services publics devraient clôturer l'année sans éclat. Les secteurs liés aux déplacements, aux consommations de loisirs, au contact humain direct, devraient souffrir. Un grand virage vers la numérisation est en cours et les biens d'équipement et la technologie bénéficient de cette forte tendance.

Les deux secteurs les plus performants sont (i) les technologies de l'information, aidés par un bond considérable des activités en ligne, et (ii) la consommation discrétionnaire, par le passage vers une consommation à distance et localisée. Non loin derrière, (iii) les services aux consommateurs et (iv) les matériaux, qui se nourrissent de la migration continue vers les grandes villes, de meilleures communications et aussi des énergies renouvelables. Lorsque l'économie mondiale s'est arrêtée en mars, les analystes ont revu à la baisse les marges de presque tous les secteurs, avec peu ou pas d'informations. En fait, en 2020, les marges se sont améliorées. Dans la mesure où les taux d'intérêt sont contenus dans une fourchette basse, le risque actions garde une prime suffisante. La menace COVID-19 devrait être éliminée au fur et à mesure que les vaccins sont déployés, un potentiel suffisant de demande pourra s'exprimer et les contraintes de liquidité devraient rester modérées. Ces facteurs annoncent un meilleur départ pour 2021.

Semestre 2 : 31 Décembre 2020 – 30 Juin 2021

Fonds - Part	Code ISIN	Performance nette
Anthracite – Part A	FR0012881738	14.71%
Anthracite – Part B	FR0010291179	15.07%
Indice de référence : STOXX Europe 600 Net Return (EUR)		15.15%

Les performances passées ne préjugent pas des résultats futurs de l'OPC.

Sur ce semestre peu volatile, le fonds Anthracite a évolué en ligne avec son indice de référence en progressant de l'ordre de 15%. Les marchés restent portés par l'avancée des vaccinations dans le monde ainsi que la reprise économique en cours. Les secteurs les plus cycliques sont les plus gros contributeurs à la performance, tandis que l'absence de valeurs financières a pénalisé le fonds sur le semestre.

Janvier 2021 : Les campagnes de vaccination contre le Covid-19 continuent d'accélérer dans le monde entier, mais les doutes autour des retards dans la production de doses inquiètent le marché. L'intensification de la propagation du virus, l'apparition de nouvelles variantes ainsi que les nouvelles restrictions annoncées en Chine et en Europe ont provoqué un retournement des marchés en fin de mois. Coté économique, les différentes banques centrales maintiennent leur statut accommodant mais pressent les gouvernements pour une relance fiscale. Les indices PMI manufacturiers du mois de décembre ont été globalement conformes aux attentes en Europe et aux États-Unis. A noter les bons chiffres de la production industrielle en Allemagne qui ont largement dépassé les attentes. Le FMI revoit positivement ses estimations sur la croissance mondiale avec -3.5% pour 2020 (-4.4% avant) et +5.5% pour 2021 vs +5.1% avant. En Chine, le PIB du T4 est en hausse de +6.5% en rythme annualisé. Sur l'ensemble de l'année 2020, le PIB a progressé de +2.3% vs consensus de +2.1% et +0.7% au T3.

Sur le mois, un des principaux contributeurs à la performance a été la Holding allemande MBB. La pré-publication des résultats annuels a montré une forte performance avec des ventes en hausse annuelle de 16% et un résultat opérationnel de 83m€. Dans son portefeuille, MBB possède Vorwerk, spécialiste des infrastructures énergétiques souterraines, qui a une forte perspective de croissance, reflétée dans des plans d'expansion de réseau spécifiques et des investissements prévus dans l'hydrogène renouvelable par les différents Etats. Le potentiel de croissance important et le sentiment favorable du secteur se reflètent dans l'expansion des multiples actuelle des acteurs de l'énergie bénéficiant de la transition vers les énergies propres. Le management de MBB envisage fortement de cristalliser une partie de la valeur de Vorwerk en l'introduisant prochainement en bourse. Nous maintenons notre forte conviction tout en écrétant au fur et à mesure de la progression du titre.

Autre contributeur, la société Koenig and Bauer, deuxième plus grand constructeur d'imprimantes industrielles au monde, fournisseur clé de l'industrie graphique internationale, dont le coeur de métier est la conception et la fabrication de systèmes d'impression innovants et économiques, en particulier dans le packaging alimentaire. Le nouveau management en place semble plus communicant auprès des investisseurs et a fait état d'un marché beaucoup plus dynamique que les deux dernières années. Les précédents investissements commencent à porter leur fruit avec un retour de la rentabilité vers 7% (EBIT) et des ventes estimées à 1.2 milliard d'euros. Le marché de l'emballage est sensiblement révolutionné par les nouvelles réglementations et va contraindre les industriels à s'équiper. Le niveau à venir de rentabilité de la société et sa valorisation semblent décorrélés, nous maintenons notre conviction.

ANTHRACITE

Février 2021 : En Février, les marchés européens ont continué leur progression. Les investisseurs sont partagés entre le succès des campagnes de vaccination et les craintes liées à la hausse des taux longs, en particulier aux Etats-Unis. Certains craignent que la reprise économique engendre une accélération de l'inflation et incite les banques centrales à adopter une politique moins accommodante. Sur le front économique, les chiffres (PIB, PMI, inflation) sont plutôt rassurants, le PIB de la zone euro au T4 est ressorti à -0.7% malgré les confinements dans certains pays. En Europe, le mois de février a été marqué par la vigueur de la rotation sectorielle qui s'est matérialisée en parallèle de la hausse des taux longs. La saison des publications des résultats annuels qui avait démarré fin janvier bat son plein. Les entreprises Stoxx 600 ont publié des bénéfices supérieurs aux attentes du consensus dans quasiment la majorité des cas. Tous les regards sont tournés vers les guidances 2021 émises par les entreprises pour évaluer la vigueur de la reprise.

Dans ce contexte, les principaux contributeurs à la performance ont été nos valeurs cycliques qui bénéficient pleinement de la rotation sectorielle en cours. Les valeurs automobiles du fonds continuent leur revalorisation en publiant des résultats financiers au-dessus des attentes. A noter la forte progression du titre Porsche Automobile Holding, propriétaire du groupe Volkswagen. Le groupe envisage l'introduction en bourse de sa filiale Porsche qui se valoriserait au tour de 100 milliards d'euros. Ces capitaux additionnels permettraient au groupe de continuer son développement, déjà bien engagé, dans les voitures électriques. Nous continuons à considérer Porsche SE comme une manière alternative intéressante et à prix réduit d'investir dans Volkswagen.

Les principaux détracteurs sur le mois ont été les sociétés Nexans, Akwel, Westwing, S&T et Elringklinger. Pour la plupart, il s'agit de respirations nécessaires après de très fortes hausses des cours depuis 3 mois. Certaines valeurs comme Elringklinger étaient poussées par leurs perspectives sur l'hydrogène et les piles à combustibles. Nous étions loin du phénomène de bulle qui a pu être observé sur des « pure players » de l'hydrogène. Pour rappel, Elringklinger est le spécialiste des joints de culasse de moteurs thermiques ; une activité en décroissance structurelle mais rentable et génératrice de flux de trésorerie importants. Cela lui permet d'investir sainement dans les piles à combustibles (contrairement à d'autres sociétés sans chiffre d'affaires et à des multiples exagérés). Elringklinger est pour nous un cas d'investissement sain et rentable avec une optionnalité sur le potentiel de la pile à combustible à long terme.

Mars 2021 : En Mars, les indices actions européens continuent leur progression portés par les avancées des campagnes de vaccination dans le monde qui s'accroissent, notamment aux Etats-Unis où plus de 150m de doses de vaccins ont déjà été administrées. Le marché profite par ailleurs de la confirmation des différents plans de relance annoncés aux US (consommation + infrastructure), ou ceux proposés en Europe, zone dans laquelle l'immunité collective est désormais estimée à mi-juillet. Sur le front économique, les prévisions de croissance continuent d'être révisées à la hausse : L'OCDE prévoit un rebond de l'économie mondiale de 5.6% en 2021 et de 4% en 2022. L'indice PMI composite de l'activité globale en Zone euro atteint les 52.5, surperformant son niveau de février à 48.8. Le PMI de l'activité des services dépasse les attentes du consensus à 46.0 et se dresse à 48.8 et le PMI manufacturier dépasse également le consensus de 57.7 et atteint 62.4 en mars. Ces bons indicateurs ont favorisé les valeurs cycliques et, plus généralement la valeurs dites « Value » ; un mouvement initié en Novembre dernier.

Parmi les contributeurs à la performance mensuelle du fonds, nous trouvons le secteur AUTO porté par les annonces des principaux constructeurs sur le dynamisme des ventes au S1 et les développements à venir dans les véhicules électriques. Volkswagen a tenu en milieu de mois sa journée investisseurs dédiée à l'électrique en indiquant sa volonté d'en augmenter considérablement la production pour dominer le marché d'ici à 2025. La holding de VW, Porsche (+36.2%), progresse dans le sillage de ces annonces. A noter également, les fortes contributions des sociétés d'ameublement Maisons du Monde (+26%) et Westwing (+23.5%) qui continuent des bénéficier des mesures de confinement et donc de télétravail.

Parmi les détracteurs, quelques prises de profits sur des valeurs technologiques comme S&T, Gerreisheimer ou Laurent Perrier. Par ailleurs, nous analysons beaucoup les valorisations de nos valeurs cycliques qui ont fortement progressé et avons tendance à prendre une partie de nos bénéfices.

Avril 2021 : Les marchés européens continuent de progresser lentement sur le mois d'avril, portés à la fois par l'avancement des campagnes de vaccination à travers le monde et les plans de relance américains et européens qui continuent d'émerger. Le marché profite également des premiers chiffres de croissance du PIB T1, notamment aux US, par la revue à la hausse des prévisions de croissances du FMI en début de mois qui table désormais sur une croissance mondiale de +6% en 2021 contre 5.5% précédemment et +4.4% en 2022, et par le démarrage de la saison de publications de résultats trimestriels qui s'avère jusque-là de très bonne facture même si la visibilité des managements sur le semestre à venir est parfois faible.

Sur le mois, de bonnes publications ont permis aux sociétés Akwel, Westwing, Stabilus, Villeroy & Boch de fortement progresser et de figurer parmi les principaux contributeurs à la performance du fonds. A noter aussi, la bonne progression de Ontex, petite position en portefeuille (0.8%) qui progresse de 20% sur le mois. Ontex est un fabricant belge de produits d'hygiène personnelles pour enfants et adultes. Nous considérons Ontex comme un cas de redressement pluriannuel sous une nouvelle direction qui pourrait être intéressant pour les investisseurs long terme. Après une série de déceptions, le marché a perdu confiance dans l'affaire et la valorisation est devenue très attractive. Nous attendons la nouvelle stratégie du management pour éventuellement renforcer cette position.

Parmi les détracteurs à la performance, nous trouvons principalement nos valeurs exposées au secteur automobile, impacté par des doutes sur l'issue de la pénurie de semi-conducteurs. Ainsi, nos équipementiers en portefeuille tels que Paragon, STS Group corrigent de -15% et -6% respectivement. De même les constructeurs automobiles comme Porsche Automobil Holding, Aston Martin sont impactés.

Mai 2021 : Les marchés européens continuent leur hausse sur Mai profitant largement de la saison de publication de résultats T1 qui s'est révélée en moyenne largement au-dessus des prévisions. L'avancée des campagnes de vaccination à travers le monde et la réouverture des voies touristiques entre certains pays ont également favorisé la reprise économique sur le mois de mai. Les marchés ont été animés par la publication des chiffres d'inflation (+4.2% en glissement annuel) aux USA au-dessus des attentes. Une hausse qui a temporairement alimenté

ANTHRACITE

les craintes d'un éventuel changement de la politique monétaire des différentes banques centrales. Aux US, le Président américain poursuit la relance de son économie et a proposé un budget 2022 de près de 6.000Mds\$ comprenant de vastes investissements dans les infrastructures et des augmentations d'impôts pour les ménages aisés et les entreprises. Selon le département du Trésor, les hausses d'impôts proposées rapporteront 3 600Mds\$ au cours de la prochaine décennie.

Parmi les principaux contributeurs à la performance mensuelle du fonds, nous trouvons nos principales valeurs cycliques telles que Wacker Chemie, Covestro, Stabilus, Aurubis, Elringklinger et autres. Ce profil de société dit « value » continue d'attirer les flux des investisseurs en vue de la reprise économique s'intensifiant avec la vaccination. Nous surveillons attentivement les valorisations de certaines valeurs cycliques et n'hésitons pas à prendre quelques bénéfiques pour revenir sur des valeurs au profil rendement-risque supérieur. A noter également la contribution de titre Aston Martin Lagonda, le constructeur automobile a rassuré les investisseurs quant aux ventes de son nouveau SUV, le DBX. Le nouvel actionnaire Laurence Stroll continue son travail. La collaboration avec Mercedes, ainsi que la prise de participation au capital, procurent une protection à la baisse. Nous restons positifs sur le potentiel de revalorisation.

Le principal détracteur est l'équipementier-système automobile Akwel. Lors de ses derniers résultats trimestriels, la société a fait état d'un chiffre d'affaires quasi stable par rapport au trimestre de l'an dernier mais en hausse de 6.3% à périmètre et change constant. Par rapport au premier trimestre 2019 (avant la crise du Covid-19), l'activité reste en retrait de 6,7%. La crainte des investisseurs porte aussi sur les fortes tensions sur les matières premières et les composants électroniques qui réduisent la visibilité sur l'évolution du marché automobile mondial. Le titre se paye toujours moins de 10 fois les bénéfices pour un bilan sain (sans dette). Nous maintenons notre conviction dans cette société familiale bien gérée.

Juin 2021 : Le mois de juin a été calme et les marchés continuent leur progression dans l'attente des résultats du deuxième trimestre. Les rotations sectorielles continuent de surprendre les investisseurs puisque ce mois-ci, les secteurs de la reflation (ressources de base, banques, cycliques) ont été délaissés au profit des valeurs de croissance et plus défensives (santé, produits alimentaires et boissons, technologie) dans un environnement attentiste. La bonne dynamique de vaccination est contrebalancée par l'inquiétude sur le rythme de contagion de certains variants (delta, delta plus). Sur le front économique, l'inflation continue d'alimenter les débats avec des dernières estimations à 2% en Europe et 5% aux Etats-Unis en mai. Cependant, les Banques Centrales restent très attentives et maintiennent leur ton accomodant, calmant ainsi la tension sur les taux d'intérêt et favorisant ainsi la rotation sectorielle.

Sur le mois, nous notons les principales contributions de KSB (+13.6%), Laurent-Perrier (+12%) et Villeroy & Boch. Ce dernier est une société allemande, de 580 M€ de capitalisation boursière, qui conçoit et fabrique des produits de qualité en céramique et en porcelaine pour les marchés résidentiels et commerciaux. Elle commercialise des carreaux de sol et de mur, des éviers, des baignoires, des bidets et des toilettes. En juin, le management a relevé les prévisions de chiffre d'affaires et de résultats pour l'ensemble de l'année. Il s'attend désormais à une augmentation du chiffre d'affaires du Groupe à environ 885 M€ ainsi qu'une augmentation du résultat d'exploitation à 75M€. La société est très bien gérée et sa valorisation est très faible compte tenu de sa qualité (P/E de 12x, EV/EBITDA de 5x, P/S de 0.6x pour une ROE moyen de 16%).

Compte tenu de l'actualité limitée du côté des entreprises, les détracteurs à la performance du fonds sur le mois reflètent cette rotation de secteurs décrite ci-dessus. Ainsi, Akwel, Covestro, Elringklinger, CAF, Duerr ont baissé de manière limitée. A noter également la sous performance du secteur automobile qui pénalise le fonds. Les investisseurs craignent que les tensions actuelles sur les pénuries de semi-conducteurs et la hausse des matières premières ne contraignent ces sociétés à revoir leurs estimations de croissance et de bénéfices à la baisse pour les trimestres à venir.

Perspectives et positionnement du fonds :

La prochaine étape de la pandémie

L'objectif majeur de la politique de cette dernière année était de maintenir le tissu économique ensemble jusqu'à ce qu'une sortie à la pandémie se dessine. Alors que les décideurs politiques ne pouvaient pas faire grand-chose sur l'impact direct des confinements, un large soutien politique a limité leurs conséquences. Dans de nombreux pays, les mesures de soutien étaient si étendues que les conséquences durables de la pandémie, y compris les changements dans la structure de l'activité économique, n'ont pas encore été abordées. L'expérience de l'année écoulée illustre les limites mais aussi la puissance des politiques de stabilisation.

La pandémie entre maintenant dans une nouvelle étape. Alors que la propagation du virus limitera encore l'activité économique, un ensemble plus large de forces commencera à façonner les résultats. Parmi elles figurent la politique budgétaire américaine, qui aura des conséquences mondiales par ses retombées commerciales et financières, et le comportement des ménages, dont l'« excès d'épargne », s'il était libéré, pourrait donner une impulsion significative à la reprise. La vigueur de ces forces aidera à déterminer si la vague d'insolvabilités d'entreprises qui ne s'est pas matérialisée l'année dernière se produira ou non. Des pertes sur créances des entreprises se répercuteraient à leur tour sur les conditions économiques au travers des investissements des entreprises et de la santé du secteur financier. Pendant ce temps, les effets de la pandémie sur le redéploiement des entreprises deviendront plus clairs.

Comment l'économie mondiale évoluera-t-elle quand ces forces se manifesteront au cours de la prochaine année ? Un scénario central peut être proposé à partir des prévisions économiques actuelles et des prix des marchés financiers. Cependant, étant donné la combinaison et l'ampleur exceptionnelles des forces à l'œuvre ainsi que l'incertitude environnante, il vaut la peine d'explorer comment les conditions économiques pourraient différer si les hypothèses qui sous-tendent la prévision centrale ne se réalisent pas. Ce scénario central relativement

bieneillant est nuancé par deux alternatives plausibles et plus pénibles. L'éventail des résultats donne un aperçu des considérations qui vont éclairer les stratégies d'investissement.

Le scénario central

Le scénario central est une reprise économique vigoureuse, mais à des vitesses variables selon les pays. La reprise de la croissance devrait aller de pair avec de meilleures conditions sur le marché du travail. À mesure que les capacités reviennent à leur potentiel, l'inflation devrait se rapprocher des objectifs des banques centrales et, dans certains cas, les dépasser. Cependant, à l'exception de quelques pays émergents, les dépassements d'inflation sont regardés comme temporaires.

Des politiques budgétaire et monétaire accommodantes sont envisagées pour soutenir la reprise. Un important stimulus budgétaire reste à déployer, en plus des mesures mises en place l'an dernier, notamment aux États-Unis. La politique monétaire devrait également rester très expansionniste dans les économies avancées, où un certain nombre de banques centrales se sont engagées à maintenir leur position actuelle jusqu'à ce que l'inflation atteigne, ou même dépasse, son objectif. En conséquence, tout resserrement des conditions financières mondiales est attendu comme modéré. Toutefois, les taux directeurs pourraient augmenter dans certaines économies émergentes pour freiner l'inflation.

Les progrès dans la lutte contre le virus varient d'un pays à l'autre, impliquant une reprise très inégale. Dans certains pays avancés, le déploiement des vaccins a déjà considérablement réduit les infections et les taux de mortalité, laissant espérer une sortie de pandémie paisible et rapide. Pour obtenir des gains similaires dans les pays où les taux de vaccination sont plus faibles, de nouvelles améliorations des méthodes de traitement et des stratégies de prévention plus ciblées sont espérées. Ainsi, les perspectives à court terme pour contenir le virus sont moins brillantes pour de nombreux pays, en particulier en dehors de l'Asie de l'Est.

Scénario où l'inflation est plus élevée et les conditions financières plus strictes

Dans ce scénario, l'inflation dans un certain nombre de pays dépasse les anticipations actuelles pour démarrer la normalisation de la politique monétaire et provoque un durcissement inattendu et substantiel des conditions financières mondiales. Ce scénario implique une croissance plus forte que prévu actuellement, plus plausible si la pandémie est approuvée plus rapidement que prévu.

L'une des raisons pour une croissance plus rapide serait une politique budgétaire plus efficace que prévue. D'un point de vue mondial, l'impact du vaste plan de relance américain adopté en mars 2021 est essentiel, compte tenu de sa taille et de l'influence des États-Unis sur les conditions économiques et financières mondiales. Aux États-Unis, la relance budgétaire du PIB dépend largement de la réponse des ménages. Les estimations des multiplicateurs budgétaires sont plus faibles pour les transferts sociaux larges – une grande partie du dernier paquet budgétaire américain – que pour les dépenses ciblées sur les ménages défavorisés, et qu'ils sont plus élevés avec une politique monétaire accommodante. Les estimations du multiplicateur du scénario central impliquent une augmentation du niveau du PIB américain comprise entre 1 et 2 % dans chacune des prochaines deux années. Mais si les multiplicateurs sont plus proches de la fourchette haute des estimations, l'impulsion budgétaire pourrait être deux fois plus importante.

Une deuxième raison possible d'une croissance forte est que les taux d'épargne des ménages dans les économies avancées, qui ont fortement augmenté en 2020 de 5 % du PIB par rapport à l'avant crise, baissent plus vite que prévu. La hausse de la consommation qui en résulterait renforcerait la politique budgétaire plus stimulante. Un déclencheur pour une baisse plus rapide des taux d'épargne pourrait être un contrôle rapide de la pandémie, ce qui réduirait l'incertitude et l'épargne de précaution. L'amélioration des conditions du marché du travail et la hausse des prix des logements pourraient également renforcer la confiance et inciter les ménages à puiser plus rapidement dans leur épargne.

Il y a lieu de croire que toute nouvelle augmentation de l'inflation serait limitée et temporaire. Les estimations récentes suggèrent que même des conditions économiques tendues n'entraîneraient qu'une hausse modeste. Les anticipations d'inflation sont aujourd'hui mieux ancrées et les effets de « boucle » d'une hausse initiale de l'inflation sont généralement faibles. En outre, bon nombre des facteurs structurels qui agissent à la baisse sur l'inflation sont toujours en jeu. Les plus importants sont la mondialisation des marchés des produits et du travail et les changements technologiques, qui ont déconnecté les prix des salaires. La croissance du commerce électronique induite par la pandémie travaille dans le même sens.

Cela dit, compte tenu de la vigueur des forces en jeu dans ce scénario, on ne peut exclure une hausse plus importante et plus soutenue de l'inflation. La relation entre l'inflation et les contraintes de capacité (la courbe de Phillips) pourrait s'avérer non linéaire, ce qui signifie que les pressions inflationnistes augmentent considérablement lorsque la capacité disponible est faible. Un tel résultat serait plus probable dans ce scénario, car la reprise de la croissance serait synchronisée dans de nombreux pays, de sorte que la capacité serait soumise à une pression plus forte au niveau mondial.

Les anticipations d'inflation pourraient également devenir moins bien ancrées. Même une hausse temporaire de l'inflation pourrait entraîner un resserrement financier important, en particulier compte tenu des marchés financiers tendus, par exemple si l'incertitude sur la réponse des banques centrales poussait les marchés financiers à anticiper le début prévu de la normalisation monétaire. Un tel scénario pourrait conduire à un dénouement rapide et désordonné des positions prises dans l'hypothèse de conditions monétaires durablement accommodantes.

ANTHRACITE

Scénario où la reprise décroche, les défaillances d'entreprises augmentent

Alors que la croissance ralentit, les faillites d'entreprises, qui étaient remarquablement faibles en 2020 compte tenu de l'état de l'économie mondiale, augmentent beaucoup. Les pertes sur prêts aux entreprises qui en résultent affaiblissent la situation financière des banques, sapant leur capacité de prêt.

Un tournant défavorable de la pandémie déclencherait ce scénario. Ce risque proviendrait de l'émergence et de la propagation de nouvelles souches virales résistantes aux vaccins provenant de pays où les taux d'infection sont élevés et les progrès de la vaccination lents. La modification des vaccins pour faire face à ces souches prendrait du temps et de nouveaux confinements pourraient être nécessaires. Sur la base de la relation historique entre les taux d'infection, les confinements et le PIB, l'émergence d'une souche virale résistante au vaccin pourrait réduire le PIB de 2 % à 3 % au second semestre 2021, les régions où la vaccination a le plus progressé étant le plus vulnérables.

La consommation serait plus faible dans ce scénario. Des confinements réitérés, des marchés du travail plus faibles et peut-être une augmentation de l'épargne de précaution en raison d'une incertitude accrue feraient des ravages.

L'impulsion donnée à la croissance par la politique budgétaire pourrait également être moindre. Une consommation modérée se traduirait par une diminution des dépenses, y compris celles liées aux transferts sociaux. Aux États-Unis, l'impulsion budgétaire serait deux fois moins importante que dans le scénario central. Les investisseurs pourraient commencer à remettre en question la politique budgétaire, ce qui freinerait davantage la croissance.

Mais ce sont les entreprises qui subiraient les plus gros dégâts. Même dans le scénario central, les pertes de crédit augmentent par rapport aux niveaux extrêmement bas de 2020 dans les secteurs touchés par la pandémie. Dans certaines industries, telles que la vente au détail en magasin et l'immobilier commercial, des changements persistants dans le comportement des clients et les pratiques de travail pourraient aggraver les pertes. Cela dit, tant que la reprise conserve un certain élan, les pertes de crédit semblent être gérables. Un nouveau ralentissement, cependant, exercerait une pression supplémentaire sur les finances des entreprises. Les bilans des entreprises sont plus exposés qu'au début de la pandémie en raison d'une augmentation substantielle des emprunts, notamment des entreprises les moins rentables. L'offre abondante de crédit a aidé à compenser l'augmentation des pertes au début de la pandémie et certaines entreprises ont constitué des réserves de trésorerie importantes, mais il est à voir si des crédits supplémentaires seraient accordés lorsque les conditions économiques se détérioreront à nouveau. Les effets négatifs de l'augmentation des faillites d'entreprises seraient amplifiés par leur impact sur les banques et autres institutions financières. Des tests de résistance récents suggèrent que la plupart des banques détiennent des fonds propres suffisants pour répondre à leurs exigences réglementaires, même en cas de grave récession, du moins dans les économies avancées. Ils indiquent également un impact significatif sur les réserves de capital, ce qui pourrait restreindre l'offre de crédit aux entreprises saines et freiner l'investissement. La faible rentabilité des banques dans un environnement de taux d'intérêt bas sur le long terme accentue les défis et pourrait entraver la capacité des banques à constituer des réserves et à lever de nouveaux capitaux.

Même si une hausse des faillites ne se matérialise pas, les entreprises devront faire face à des obligations de remboursement accrues en raison de la forte augmentation des emprunts au début de la pandémie. La valeur des remboursements de dette exigibles au cours des deux prochaines années a considérablement augmenté depuis le début de la pandémie dans de nombreux pays. Dans certains pays, il dépasse 50 % du revenu net des entreprises. Si les dettes ne peuvent pas être refinancées, ces remboursements obligeront les entreprises à trouver des moyens de réduire leurs coûts ou de réduire leurs investissements en capital.

Les institutions financières contraintes et les entreprises très endettées pourraient également retarder la réallocation des ressources requise. Une telle réallocation serait plus urgente dans ce scénario, étant donné les changements persistants dans le comportement des consommateurs et le risque accru d'entreprises « zombies » lié au ralentissement prolongé. Les programmes généraux de soutien aux entreprises constituent un autre facteur susceptible de freiner la réaffectation des ressources. Au cours de l'année écoulée, les pays dotés de systèmes de garantie de crédit importants ont vu moins de réallocation de crédit entre les entreprises. Des régimes de garantie larges sont allés de pair avec une moindre réallocation de la main-d'œuvre entre les entreprises. Si elles restreignent la réaffectation des ressources vers des entreprises plus productives, ces évolutions pourraient freiner les perspectives de croissance même après l'assouplissement des confinements et la reprise de la croissance de la consommation.

Ce scénario serait beaucoup plus difficile que le précédent, en particulier pour les pays émergents. Même si les conditions financières mondiales restent favorables, l'espace politique dans ces pays serait restreint si des économies nationales faibles et des vulnérabilités anciennes rehaussaient l'aversion au risque des investisseurs internationaux.

Implications globales d'une reprise sectorielle inégale

Comme la récession qui l'a précédée, la reprise après la pandémie de Covid a été inégale selon les secteurs. Certains, tels que l'industrie et la construction, ont rebondi rapidement après l'assouplissement des fermetures. Mais de nombreuses industries de services orientées client subissent toujours des contraintes. Le tourisme international et les voyages d'affaires, par exemple, peuvent mettre des années à se rétablir complètement.

Des reprises inégales posent des défis à la politique macroéconomique. Cela est particulièrement vrai lorsque l'inégalité reflète des contraintes qui limitent l'activité dans certains secteurs, comme la nécessité de restreindre les interactions personnelles pour limiter la propagation d'un virus. Les politiques de relance traditionnelles, qui visent à stimuler l'activité globale, sont moins efficaces. Les mesures de soutien public visant à maintenir la capacité de production dans les secteurs contraints sont coûteuses, difficiles à cibler et difficiles à maintenir longtemps. De plus, ces politiques ne peuvent pas soutenir indéfiniment l'activité et peuvent retarder les ajustements nécessaires lorsque les secteurs confrontés à des réductions permanentes de la demande réduisent leurs effectifs. À l'inverse, les politiques favorisant le redéploiement des secteurs contraints vers les secteurs en expansion ont besoin de temps pour porter leurs fruits, ce qui rend le soutien transitoire essentiel.

La reprise après la pandémie de Covid-19 pourrait être déséquilibrée, du moins dans les pays où les progrès des vaccinations sont lents, retardant l'assouplissement des mesures de confinement. Les estimations macroéconomiques multisectorielles indiquent que les contraintes actuelles sur les industries de service en contact avec les clients pourraient réduire la production potentielle dans les grandes économies avancées jusqu'à 2 % du PIB. Les effets devraient être encore plus importants dans les petites économies ouvertes plus dépendantes d'industries telles que le tourisme. En effet, les pays où les industries de service en contact avec les clients représentent une part plus importante de l'activité économique devraient avoir des déficits de PIB plus importants que les autres à la fin de 2021.

Des récessions hétérogènes peuvent également entraîner des conséquences financières de grande envergure. Étant donné que les faillites ont tendance à augmenter plus que la baisse relative des revenus, un ralentissement qui reflète des contractions importantes dans quelques secteurs entraîne des pertes de crédit plus importantes qu'un ralentissement homogène.

Considérations générales pour une reprise équilibrée

D'abord, il est important de limiter la propagation du Covid-19 à l'échelle mondiale. Les grandes épidémies de virus sont associées aux résultats économiques les plus défavorables, en particulier si la solvabilité des institutions financières est remise en question. Cela témoigne de la valeur de la coopération internationale dans la fourniture de vaccins et le soutien aux systèmes de santé lorsqu'ils sont sous pression. Ensuite, pour certains pays, des turbulences économiques et financières pourraient apparaître malgré une forte croissance économique mondiale. Enfin, pour la plupart des pays, l'héritage de la pandémie se fera probablement sentir longtemps après la maîtrise du virus. Les niveaux d'endettement des entreprises et des particuliers resteront élevés pour les années à venir, et la réallocation du capital et du travail a à peine commencé.

La reprise, ainsi que la nécessité de préserver une précieuse marge de manœuvre, suggèrent que la politique budgétaire devra devenir plus ciblée. En effet, dans certains pays, les mesures de relance généralisées sont déjà progressivement supprimées.

La politique monétaire devra également rester accommodante mais, à mesure que la reprise progresse, les banques centrales seront confrontées à un délicat défi de communication. D'une part, il est nécessaire de rassurer suffisamment pour éviter un resserrement préventif des conditions financières induit par le marché. D'autre part, la prévisibilité des politiques pose le risque de contraindre les banques centrales, les rendant incapables de s'ajuster rapidement si l'économie surprend à la hausse.

Cependant, certaines banques centrales n'auront peut-être pas d'autre choix que de resserrer. Si les prix des matières premières continuent d'augmenter ou si les rendements obligataires mondiaux reprennent leur ascension, d'autres banques centrales des pays émergents pourraient se sentir obligées de suivre.

Regard sur les scénarios alternatifs

Dans le scénario où la croissance et l'inflation dépassent les attentes et où les conditions financières se resserrent, les politiques devront être recalibrées. Les autorités fiscales pourraient se permettre de supprimer progressivement les aides, bien qu'il y ait une inertie inhérente à certaines des initiatives annoncées.

La politique monétaire serait confrontée aux défis les plus délicats. Un resserrement des conditions financières en réponse à une surprise inflationniste (probablement aux États-Unis) mettrait les banques centrales dans une position délicate. Si une banque centrale n'était pas d'accord avec l'évaluation du marché, elle pourrait rester sur une position plus accommodante et tenter de façonner les anticipations des perspectives économiques. Ce ne serait pas nécessairement un processus sans heurts, et des épisodes de volatilité du marché seraient probables tant que les investisseurs continueraient de douter des projections économiques de la banque centrale ou de son engagement envers sa trajectoire politique déclarée.

Les retombées sur le reste du monde soulèveraient des problèmes différents. Là où une inflation plus élevée serait la bienvenue compte tenu des dépassements passés des objectifs, les banques centrales pourraient se permettre de rester patientes. En revanche, davantage de banques centrales des EME seraient soumises à des pressions pour resserrer, en particulier lorsque les devises baissent et alimentent l'inflation au-dessus des niveaux tolérables. Cela aggraverait encore la divergence des conditions économiques dans le monde.

ANTHRACITE

Dans le scénario où la croissance déçoit, des politiques encore plus accommodantes peuvent s'avérer nécessaires. Avec le recul, de nombreuses économies sont entrées dans la pandémie avec plus de marge de manœuvre qu'on ne le pensait auparavant, évolution facilitée par l'assouplissement monétaire et financier dans les économies avancées. Cependant, fournir des mesures de relance supplémentaires pourrait tester l'espace politique dans un certain nombre de pays. Certains devront peut-être réintroduire les mesures d'urgence utilisées au début de l'année dernière, telles que la fourniture de liquidités aux institutions financières et le soutien aux marchés des obligations d'entreprises, en particulier si les marchés financiers se grippent. Un soutien supplémentaire pour les entreprises peut également être nécessaire.

Ce scénario exacerberait également les arbitrages intertemporels. En prolongeant la durée d'une politique monétaire accommodante, elle risquerait d'alimenter davantage les déséquilibres des prix des actifs, notamment sur les marchés du logement. Un nouveau rétrécissement des marges d'intérêt remettrait en cause la rentabilité des banques et rendrait plus difficile la reconstitution du capital. La combinaison de banques faibles, de conditions financières faciles et d'une faible rentabilité des entreprises pourrait voir l'émergence de plus d'entreprises zombies, laissant en héritage une croissance de la productivité plus faible.

La dette augmente mais le coût du service de la dette atteint des plus bas historiques : pas d'inquiétude ?

Idéalement, une croissance plus rapide et une reprise de l'inflation soutiendraient la normalisation. Mais générer une inflation soutenue s'est avérée étonnamment difficile, en particulier dans les économies avancées, où elle est restée obstinément en deçà des objectifs. Alors que l'importante relance budgétaire en cours dans un certain nombre de pays pourrait stimuler l'inflation dans les années à venir, les données indiquent que cela est plus probable dans les pays émergents. Si l'inflation ne se redresse pas, il y a une limite à la mesure dans laquelle les banques centrales peuvent stabiliser sans menacer la crédibilité de leurs objectifs d'inflation actuels.

Le report de la normalisation au-delà d'un certain point peut rendre la tâche plus difficile. Le maintien d'une politique monétaire accommodante pour soutenir l'assainissement budgétaire pourrait encourager une nouvelle accumulation de déséquilibres financiers dans le secteur privé. Compte tenu des charges de service exceptionnellement faibles, cela pourrait également induire de nouvelles augmentations de la dette publique. Dans les deux cas, la sensibilité de l'économie à des taux d'intérêt plus élevés augmenterait.

L'un des motifs d'optimisme concernant les perspectives de normalisation de la politique budgétaire est que les taux d'intérêt sont généralement inférieurs aux taux de croissance depuis un certain temps. Une configuration aussi favorable fixe un plafond au ratio dette/PIB pour un déficit public donné et signifie que le ratio commencera à baisser lorsque les déficits seront suffisamment faibles. Elle peut également faciliter une augmentation de la durée moyenne de la dette publique, réduisant ainsi le risque de refinancement dans les pays où la viabilité budgétaire est une préoccupation. En effet, les différentiels taux d'intérêt-croissance sont très favorables dans une perspective à plus long terme, en partie parce que les taux d'intérêt réels ont été négatifs pendant une période exceptionnellement longue.

Comprendre les effets à long terme de cette reprise

Après les souffrances des 18 derniers mois, l'activité économique mondiale est en pleine expansion. La reprise a été très inégale, sa vitesse et son ampleur variant considérablement selon les pays et les secteurs. Les conditions économiques des pays pourraient diverger davantage au cours de l'année à venir, compte tenu des différences de taux de vaccination et de mesures de relance.

En plus de relever ces défis à court terme, assurer une reprise durable nécessitera de s'attaquer aux conséquences les plus durables de la pandémie. Une expansion durable ne peut pas reposer uniquement sur des mesures de relance. Même si la composition sectorielle de l'activité économique revient à son modèle d'avant la pandémie à mesure que les contraintes s'atténuent, des changements tels que l'adoption sans précédent du travail à distance et l'expansion de la vente au détail en ligne ne seront probablement pas inversés. La manière dont ces développements se dérouleront aura des implications étendues, y compris pour les entreprises individuelles, les classes d'actifs (notamment l'immobilier commercial) et les services financiers, tels que la numérisation des paiements. Dans certains secteurs, les changements de pratiques commerciales induits par la pandémie pourraient accélérer l'innovation et l'investissement. Les décideurs politiques peuvent encourager ce processus, l'un des principaux exemples étant les incitations à adopter l'énergie verte, telles qu'elles sont incluses dans les plans de relance budgétaire de plusieurs pays.

Tout en présentant de nouvelles opportunités, les changements structurels induits par la pandémie ne profiteront pas à tout le monde. À mesure que le paysage économique évolue, certaines entreprises fermeront et certains travailleurs perdront leur emploi. Ce processus pourrait poser un certain nombre de défis sociaux, notamment en augmentant les inégalités.

C'est notre travail d'étudier individuellement les entreprises, s'appuyer sur les scénarios décrits et établir des valorisations intrinsèques pour chacune d'entre elles. Le travail est complet quand nous comparons la valeur intrinsèque avec la valeur calculée par le marché.

ANTHRACITE

Performances :

Au cours de la période sous revue (du 30/06/2020 au 30/06/2021), votre fonds Anthracite, a réalisé une performance de 45.87% pour la part B et 44.91% pour la part A contre 28.42% pour son indicateur de référence. Depuis sa création, le 18 avril 2006, la performance cumulée du Fonds (Part B) est de 107.75% contre 72.11% pour son indice de référence (STOXX Europe 600 Net Return EUR).

Les performances passées ne préjugent pas des résultats futurs de l'OPC.

Au 30 juin 2021, l'actif net du Fonds s'élève à 4.11 millions d'euros.

Principaux mouvements dans le portefeuille au cours de l'exercice :

Au cours du 1^{er} semestre :

- Principal achat : PUBLICIS (+63 kEUR)
- Principale vente : AURUBIS (-225 kEUR)

Au cours du 2nd semestre :

- Principal achat : DANIELI (59 kEUR)
- Principale vente : OHB SE (-53 kEUR)

Les autres mouvements du portefeuille sont disponibles sur demande auprès de la société de gestion.

Remarques sur le titre FF Group (Folli Follie) :

Depuis le 24/05/2018, la cotation du titre est suspendue. Cette suspension fait suite à une demande de la société aux autorités grecques. Début mai 2018, le fonds américain QUINTESSENTIAL CAPITAL MANAGEMENT ("QCM") a émis un rapport remettant en question la validité des comptes et l'activité réalisée en Chine. Le management a demandé un audit indépendant complet des comptes 2017 de la société. Les résultats de l'audit financier des comptes 2017 a donné lieu à une révision de ceux-ci en Juillet 2019. La société a également procédé à un remaniement du Conseil d'Administration et du management. Durant l'été 2019, un plan de restructuration a été proposé aux créanciers afin de permettre à la société (et ses activités toujours existantes) de perdurer. Nous pensons que le groupe Chinois Fosun, détenant 15% de l'actionnariat, est à l'initiative de cette proposition. Les dernières informations semblent indiquer qu'un accord de principe serait trouvé avec une majorité des créanciers.

Depuis Septembre 2020, suite à la publication des comptes annuels 2019 et aux conséquences de la pandémie sur le secteur, les titres de FF Group sont valorisés à 0 dans le portefeuille. Dans ce contexte, malgré la probabilité non nulle d'une continuité de l'activité du groupe, nous manquons à présent de visibilité sur l'avenir de la société et pensons que l'accord de restructuration annoncé est trop long à se mettre en place. Ainsi, nous préférons rester prudents dans notre valorisation des titres en portefeuille et pensons qu'une valorisation des titres à 0 dans le fonds semble nécessaire. Cela représentera les risques accrus sur le secteur, sur l'accord et sur l'avenir de la société. Ce cours sera appliqué jusqu'à, dans le meilleur des cas, la reprise de la cotation des cours (scénario positif), ou dans le pire des cas, la liquidation totale du groupe (scénario négatif).

Nous surveillons attentivement les informations communiquées par la société ainsi que le maintien de son activité.

Point sur les acquisitions et cessions temporaires de titres et contrats financiers :

Au cours de l'exercice, le Fonds n'a pas eu recours aux opérations d'acquisitions et cessions temporaires de titres.

Au cours de l'exercice, le Fonds n'a pas mis en place des positions sur des instruments financiers à terme négociés sur des marchés réglementés.

SECURITIES FINANCING TRANSACTION REGULATION (relatif aux opérations de financement sur titres) (« SFTR »)

Au cours de l'exercice, le Fonds n'a pas effectué d'opérations de financement sur titres soumis à la réglementation SFTR.

PEA

Au 30 Juin 2021, le fonds est investi à 97.36% en titres éligibles au PEA.

Changements intervenus au cours de l'exercice

La société de gestion Vestathena a changé de nom pour s'appeler Monceau Asset Management (Monceau AM) en février 2021. Ce changement n'implique aucune modification opérationnelle sur la gestion du fonds.

Déontologie

Application des critères ESG

La prise en compte des critères ESG est une richesse.

La philosophie d'investissement de la MONCEAU AM est fondée sur la connaissance approfondie des sociétés, jugées dans une optique de long terme. La considération de critères qualitatifs qui enrichissent les données financières, complète et améliore la connaissance des entreprises. L'incorporation de toute l'information utile pour une meilleure décision d'investissement fait partie intégrante de notre méthode de sélection de sociétés. Notre pratique nous enseigne qu'il est essentiel d'appréhender dans sa totalité la valeur d'une entreprise pour approcher l'excellence dans l'investissement.

L'investissement socialement responsable est perçu comme un synonyme d'investissement communautaire et constitué d'approches d'exclusion. Nous pensons que l'ESG est une discipline plus complexe, qui apporte une vision essentielle pour tout professionnel faisant des décisions d'investissement.

Probablement la plus importante des hypothèses qui porte l'ISR est la méfiance dans l'efficience des marchés à court et à moyen terme, croyance qui est cohérente avec les approches de l'école de la régulation économique et les théories de l'économie du bien-être, qui partent du postulat que les marchés sont inefficaces et doivent alors être guidés vers un optimum normatif.

Au niveau des secteurs économiques ou de l'analyse de sociétés, l'ISR peut souligner ou éclaircir des situations dans lesquelles les sociétés n'opèrent pas à l'intérieur de contraintes raisonnables et ces informations apportent des connaissances utiles aux investisseurs pour comprendre le profil des risques d'un secteur ou d'une firme. Les inefficacités économiques peuvent impliquer un transfert inefficace de ressources entre parties prenantes qui peuvent modifier la chaîne de valeur d'une entreprise ou même l'économie d'un secteur entier, ces modifications résultant des corrections du marché, des régulations introduites par le législateur ou encore par la pression de l'opinion publique.

Dans le contexte de l'investissement dans des entreprises cotées, où le contrôle et la propriété de la firme sont souvent séparés, l'approche de gouvernance prend toute son importance. Les détenteurs de créances résiduelles (pour simplifier, les actionnaires), la façon dont l'entreprise gère les matières environnementales, sociales et éthiques va être conditionnée par les pratiques de gouvernance d'entreprise ; ainsi de la perspective de l'investisseur comme une partie prenante, peut lui donner une fenêtre informative précieuse sur la direction stratégique de la firme et de ses risques.

Les marchés financiers sont des organisations sociales guidées par le comportement humain et en particulier par le comportement de foules. Il est alors concevable que des tendances dans l'exclusion puissent provoquer des distorsions de valorisation, qui peuvent véhiculer des informations significatives sur des changements de paradigme dans la société. Ces distorsions apportent de l'information utile dans le cadre de l'investissement professionnel.

Quelle est la pertinence des considérations ESG dans la pratique des affaires ?

L'analyse stratégique des cinq forces stratégiques de Porter et la pertinence de l'analyse des interactions des compétiteurs, des forces externes, des fournisseurs et des clients montre la dynamique sociale implicite dans le comportement des entreprises. Elle contient en synthèse une vive description de la façon dont un secteur ou une entreprise doivent prendre en compte les facteurs environnementaux, la structure de l'industrie, et les flux potentiels des coûts et bénéfices entre parties prenantes (les autres compétiteurs, les clients, les produits de remplacement, les fournisseurs, etc.). La prise en compte des critères ESG est déjà une habitude pour les meilleurs acteurs économiques.

Plus important pour un investisseur professionnel, qui doit dépasser un résultat de référence (ou indice de référence) pour pouvoir espérer accomplir sa tâche, est le problème de savoir si l'ajout des critères ESG dans sa méthode de gestion possède une valeur ajoutée quantifiable. En d'autres termes, l'incorporation de critères ESG constitue-t-elle un coût ou un bénéfice ? Les résultats de la recherche académique ne sont pas concluants. Une explication à ce phénomène est le rôle dynamique d'intermédiaire des marchés financiers entre les entreprises et les sociétés : ce rôle adaptatif permet que l'influence des marchés sur la gestion des firmes soit retournée en écho par l'impact des performances des sociétés sur le rendement des actifs. Les marchés, répétons-le, sont simplement un mécanisme social et, comme toute institution sociale, elle peut être influencée dans le bon sens ou dans le mauvais sens. Benjamin Graham disait, très justement : « à court terme le marché est une machine à voter, mais à long terme c'est une machine à peser ». En tant qu'investisseurs à long terme, nous sommes convaincus que nos analyses de valorisation des sociétés cotées doivent considérer de façon réfléchie et profonde les aspects environnementaux, sociaux et de gouvernance. La définition du Comité Économique et Social Européen (Cf. CESE, Avis du Comité économique et social européen sur le thème « Produits financiers socialement responsables », ECO 266). « Il s'agit de produits d'épargne [...], de produits d'investissement [...], d'instruments de financement du crédit et de mécanismes de soutien financier [...], qui comprennent dans leur conception des critères environnementaux, sociaux et de bonne gouvernance, sans négliger aucunement les objectifs nécessaires en matière de risques et de rentabilité financière. [...] Dans les grandes lignes, cela consiste à investir dans les organisations qui font preuve d'un meilleur comportement et favorisent le développement durable. Ces produits ont donc pour objet de constituer un instrument efficace pour contribuer au développement général de la société en incitant les entreprises à se comporter de manière appropriée afin de répondre aux intérêts des investisseurs. »

La pérennité d'une entreprise ne peut uniquement reposer sur sa rentabilité économique. Toute information complémentaire sur l'environnement de la société doit être prise en compte dans la gestion d'actifs des enjeux ESG, sans que cela se traduise par un impact systématique et mécanique sur la sélection des titres en portefeuille.

Les critères ESG complètent notre connaissance des entreprises

Pour MONCEAU AM, la qualité de la responsabilité sociale d'une entreprise favorise directement son développement économique. Intégrer les critères ESG permet d'améliorer la connaissance des sociétés en regardant au-delà des chiffres : politique de ressources humaines, relations avec les clients, traitement et relations avec les fournisseurs, enjeux environnementaux, connaissance des nouvelles réglementations, détection des opportunités de développement, meilleure anticipation des risques. L'analyse des critères ESG aide à mieux évaluer l'entreprise et à mieux mesurer le risque des investissements.

Des critères qualitatifs qui ont un impact financier

L'intérêt croissant des entreprises pour le développement durable repose en grande partie sur des motifs économiques : avantage concurrentiel et réduction des coûts. Toutefois, la principale motivation évoquée par les entreprises reste le risque d'image. Si le développement durable a un prix, la négligence en la matière peut avoir un coût considérable. Le montant des amendes infligées pour non-respect des réglementations sociales et environnementales est en constante augmentation.

Les valeurs de croissance sont souvent à l'avant-garde en matière de responsabilité sociale des entreprises. Souvent des entreprises qui pénètrent dans un marché encombré (challengers et innovateurs), se doivent d'intégrer ces enjeux dans leur stratégie pour construire durablement leur avantage compétitif et assurer leur développement à long terme. Attirer et motiver les meilleurs éléments et anticiper les réglementations sociales et environnementales sont des facteurs clés de succès pour ces sociétés. A l'inverse, pour les entreprises qui présentent des décotes sur actifs (dites "value"), l'incorporation de ce type de considérations est très insuffisante, elles sont souvent très en retard. La décote observée sur ces titres est d'ailleurs souvent liée à une mauvaise gestion des enjeux ESG. Notre rôle consiste à analyser si ces difficultés perdureront dans le temps ou non, et calculer au mieux l'impact financier à court et moyen terme des modifications possibles et probables. Leur résolution peut déclencher un renouveau d'intérêt pour la société.

Une démarche qualitative, mais disciplinée

Dans ses choix d'investissement, MONCEAU AM s'efforce d'évaluer les impacts de l'activité de l'entreprise ou des politiques publiques sur l'environnement, les rapports humains, les équilibres sociaux, et de formuler une évaluation honnête qui intègre les externalités économiques en matière sociale, environnementale ou de gouvernance. Mais cette évaluation relève d'un processus d'adaptation à la complexité du réel, non d'une application automatique d'un code normatif, par définition arbitraire. Juger de la qualité du management, comme des enjeux sociaux et environnementaux, relève avant tout de l'opinion et les certitudes sont rares. Nous en assumons la part de jugement que cette démarche implique.

Il n'existe pas des normes de qualité irréfutables pour l'information ESG

Depuis l'apparition des premiers analystes financiers, au début du vingtième siècle, les progrès sur la communication des entreprises vers la communauté financière sont en constants progrès. Même si, de temps en temps, des scandales et des fraudes sur les comptes se font jour, nous pouvons considérer que la situation s'est considérablement améliorée. L'information véhiculée par les rapports annuels des sociétés cotées est de qualité et elle permet une analyse pertinente et avisée. Si les comptes annuels ont fait l'objet d'une standardisation et d'une certification systématique, il n'en va pas de même dans le domaine de l'ESG. La structuration d'une information extra-financière fiable et pertinente est à faire, l'écart entre la qualité de l'information financière publiée et les informations extra financières disponibles est significatif. Les entreprises cotées qui font figurer des indicateurs de performance assortis d'objectifs mesurables et de délais précis sont peu nombreuses. Trop souvent, les rapports relatent des exemples de réussites isolés sans faire état du moindre chiffre. Faute de repères communs, il est très difficile de comparer les performances des entreprises entre elles. Face à une information encore très hétérogène, l'appréciation de la responsabilité sociale des entreprises, d'une richesse incontestable, reste dans le domaine des appréciations et des perceptions.

Une information défectueuse n'implique pas forcément une irresponsabilité, une information adroite n'est pas forcément gage de responsabilité

Dans bien des cas, notre expérience montre que l'absence d'information écrite n'est pas forcément représentative de la qualité de l'engagement sociétal, environnementale ou de gouvernance. Plusieurs sociétés de taille modeste développent, sans tapage, un modèle de croissance respectueux de l'environnement, entretiennent des bonnes relations de travail et pratiquent la transparence décisionnel associée à une bonne gouvernance, sans pour autant entrer dans une politique de communication agressive. Des exemples abondent chez les sociétés de faible notoriété et de faible capitalisation boursière. Inversement, les sociétés de taille importante, membres d'un indice prestigieux, ont les moyens de mettre en place une politique de communication sophistiquée et généreuse en moyens (financiers et humains), mais cet engagement est parfois juste un habillage qui n'est pas nécessairement « vécu » par les salariés, ni les parties prenantes de ces sociétés.

D'où la nécessité de mettre en perspective toute l'information disponible pour arriver à une décision efficace. Des rencontres à tous les niveaux, des rapports croisés, de l'information sectorielle. Disposer de la majeure quantité d'information fiable et de qualité est la clé du succès dans l'investissement, donc la responsabilité de l'investisseur professionnel. La réalité des entreprises est dynamique. Les sociétés s'adaptent aux changements de la réalité, aux goûts des clients, aux coûts des matières premières, à la qualité différenciée des fournisseurs, aux nouvelles régulations et luttent pour survivre, croître et prospérer. L'exclusion d'un certain nombre d'entre elles comme résultat d'une grille quantitative nous semble réduire le problème à des dimensions trop simples et peut écarter a priori des sociétés disposant d'un immense potentiel

d'amélioration dans toutes les dimensions économiques et sociétales. Nous n'appliquons donc aucune exclusion sectorielle automatique. Une très mauvaise gestion de la gouvernance n'est pas un facteur d'exclusion. Dans les secteurs où la controverse est forte (jeux en ligne, alcool, défense), nous portons une attention particulière aux politiques de prévention mises en place par les entreprises, sans pratiquer une exclusion de principe. Dans les secteurs à fort impact sur l'environnement (transport routier, matériaux de construction, chimie, etc.), nous étudions les comportements et la dynamique des entreprises pour arriver à des conclusions raisonnées. Nous faisons confiance aux entrepreneurs et souhaitons encourager les entreprises qui s'inscrivent dans une démarche de progrès et d'amélioration positive. Depuis la création de la MONCEAU AM, la qualité du management est un critère essentiel de la méthode de notre sélection de valeurs.

MONCEAU AM privilégie une gestion raisonnée qui s'appuie sur les caractéristiques économiques fondamentales de chaque entreprise pour fonder son opinion d'investissement, dans une optique à long terme. Cette démarche ne peut être externalisée.

La connaissance approfondie du gérant ou de l'analyste de l'histoire de l'entreprise, de ses dirigeants, de ses actionnaires et de son activité est irremplaçable. Elle lui permet une lecture entre les lignes d'une information extra financière toujours présentée de façon positive. D'où notre choix d'intégrer à toutes les étapes de décision la connaissance totale du cas d'investissement. Il va de soi que le gérant ne peut pas déléguer sa réflexion à un prestataire externe.

Nous n'avons pas recours aux agences de notation. Les agences de notation ne couvrent que partiellement notre univers d'investissement en privilégiant généralement les grandes valeurs. L'approche de MONCEAU AM concerne toutes les valeurs cotées, quelle que soit la taille de leur capitalisation boursière. Les agences de notation ont une démarche trop balisée qui les oblige à sanctionner systématiquement l'absence d'information. Le caractère public de leurs analyses et de leurs notations oblige trop souvent les agences à se cantonner à l'information publiée, parfois éloignée de la réalité du terrain.

C'est la démarche terrain que nous privilégions toujours au sein de MONCEAU AM. Rien ne remplace la rencontre. La rencontre est un moment clef. L'information sur les entreprises étant encore l'atout majeur dans la réussite de la gestion, il existe une véritable prime pour ceux qui vont la chercher sur le terrain, si elle est bien analysée. Nous observons des décalages étonnants entre les réponses écrites et les réponses données en entretien. Il est fréquent qu'à la lecture du rapport annuel, nous soyons séduits par une entreprise et que la communication informelle soit en décalage de cette démarche de communication de certains rapports.

Compte rendu relatif aux frais d'intermédiation

Au titre de la période, MONCEAU AM n'est pas concernée par ce compte-rendu car le montant des frais d'intermédiation réglés à ses contreparties est inférieur à 500 000€ par an.

Les informations sur la politique de sélection et d'évaluation des intermédiaires financiers sont disponibles sur le site www.vestathena.com ou par demande écrite à MONCEAU AM – 65 rue de Monceau – 75008 Paris en indiquant distinctement vos prénoms, nom et coordonnées.

Politique de sélection et d'évaluation des entités fournissant des services d'aide à la décision d'investissement et d'exécution d'ordres

MONCEAU AM a établi une politique de sélection des intermédiaires dans laquelle elle définit les critères de choix et la manière dont elle contrôle la qualité d'exécution des prestataires sélectionnés. La gestion des intermédiaires financiers est effectuée en fonction de trois critères : la qualité de la recherche, la qualité de l'exécution et du prix, la qualité du Back Office pour les opérations de règlement livraison. Les intermédiaires seront réévalués afin de s'assurer qu'ils continuent de fournir, de manière permanente, la qualité de la prestation attendue dans le cadre de la politique de sélection. MONCEAU AM procède à une revue annuelle de sa politique de meilleure sélection.

Catégorisation de la société de gestion : MONCEAU AM a choisi de se considérer comme « client professionnel » et demande aux intermédiaires (brokers) de la catégoriser ainsi, ce qui leur impose l'obligation de « meilleure exécution » (« best execution ») à l'égard de notre société.

Politique de rémunération de MONCEAU AM

La présente politique de rémunération tient compte des règles européennes et nationales en matière de rémunération et de gouvernance comme définies par la Directive OPCVM du Parlement Européen et du Conseil n°2009/65/CE du 13 juillet 2009 et n°2014/91/UE du 23 juillet 2014 et des orientations émises par l'ESMA en date du 14 octobre 2016 (2016/575-FR). La politique de rémunération est en parfait accord avec la stratégie de MONCEAU AM qui n'encourage pas la prise de risque excessif et qui aligne ses intérêts avec ceux de ses clients.

Afin qu'elle ne constitue pas une source de risques pour la Société de Gestion, la Présidence s'assure de la cohérence entre la rémunération fixe et la rémunération variable de ses collaborateurs et ainsi veille à ne pas inciter la prise excessive de risque par ces derniers. La rémunération des salariés de MONCEAU AM comprend une partie fixe et une partie variable. Le salaire fixe rétribue le salarié en respectant des critères de marché tout en considérant le profil du salarié, le poste occupé, le parcours, les tâches et responsabilités qui lui sont confiées en maintenant une équité interne.

La rémunération fixe est donc la base de rémunération du salarié. La rémunération variable reste exceptionnelle en fonction du dépassement de certains objectifs définis individuellement selon des critères qualitatifs (non-financiers) et quantitatifs (financiers). Les critères d'évaluation se font en fonction des résultats de chaque salarié, des performances de son secteur d'activité, de la situation économique de MONCEAU AM tout en veillant à respecter les risques financiers et opérationnels. MONCEAU AM applique le principe de proportionnalité.

Le personnel de MONCEAU AM perçoit une rémunération comprenant une composante fixe et une composante variable. Cette dernière repose sur des critères quantitatifs et qualitatifs. Elle fait l'objet d'un examen annuel et basé sur la performance individuelle et collective. Les principes de la politique de rémunération sont révisés sur une base régulière et adaptés en fonction de l'évolution réglementaire.

ANTHRACITE

Rémunération au titre de l'année 2020 :

	Rémunération Fixe en % de la Rém. Totale	Rémunération Variable liée à la gestion du Fonds en % de la Rém. Totale	Rémunération Totale
Rémunération des preneurs de risques	100%	0%	100%

La politique de rémunération complète de MONCEAU AM est consultable, gratuitement, sur simple demande. Nous vous remercions de bien vouloir en faire la demande à contact@monceau-am.com ou en écrivant à MONCEAU AM – 65, rue de Monceau – 75008 Paris en indiquant distinctement vos coordonnées (nom, prénom, adresse).

Annexe

Dans plusieurs pays de l'Union Européenne, les dividendes payés par les sociétés ne sont pas imposés de façon similaire si les dividendes sont versés à des entités domestiques ou étrangères. Ainsi, lorsque les dividendes sont versés à une entité étrangère, ces dernières subissent parfois une retenue à la source entraînant une divergence de traitement fiscal portant atteinte à la libre circulation des capitaux, et donc contraire au droit de l'Union Européenne. Plusieurs décisions de la Cour de justice de l'Union Européenne et du Conseil d'Etat ayant été prises en faveur des résidents étrangers, la société de gestion a procédé à des demandes de remboursement de la retenue à la source payée sur les dividendes perçus de sociétés étrangères pour les fonds domiciliés en France lorsque les perspectives de remboursement des retenues à la source peuvent être estimées comme favorables aux fonds concernés.

Au titre de l'exercice, le fonds a encaissé des remboursements de retenues à la source à hauteur de 59 938 €, soit 1,46% de l'actif net. Ces sommes ont été comptabilisées dans les comptes de produits, après déduction du montant des frais payés au cabinet chargé des actions en recouvrement à hauteur de 37 756 €.

Bilan actif

	Exercice 30/06/2021	Exercice 30/06/2020
Immobilisations Nettes	-	-
Dépôts	-	-
Instruments financiers	4,074,769.37	4,588,478.24
Actions et valeurs assimilées	4,074,769.37	4,588,478.24
Négoiciées sur un marché réglementé ou assimilé	4,074,769.37	4,588,478.24
Non négoiciées sur un marché réglementé ou assimilé	-	-
Obligations et valeurs assimilées	-	-
Négoiciées sur un marché réglementé ou assimilé	-	-
Non négoiciées sur un marché réglementé ou assimilé	-	-
Titres de créances	-	-
Négoiciés sur un marché réglementé ou assimilé - Titres de créances négociables	-	-
Négoiciés sur un marché réglementé ou assimilé - Autres titres de créances	-	-
Non négoiciés sur un marché réglementé ou assimilé	-	-
Titres d'organismes de placement collectif	-	-
OPCVM et FIA à vocation générale destinés aux non professionnels et équivalents d'autres pays Etats membres de l'Union Européenne	-	-
Autres Fonds destinés à des non professionnels et équivalents d'autres pays Etats membres de l'Union Européenne	-	-
Fonds professionnels à vocation générale et équivalents d'autres pays Etats membres de l'Union Européenne et organismes de titrisations cotés	-	-
Autres Fonds d'investissement professionnels et équivalents d'autres pays Etats membres de l'Union Européenne et organismes de titrisations non cotés	-	-
Autres organismes non européens	-	-
Opérations temporaires sur titres	-	-
Créances représentatives de titre reçus en pension	-	-
Créances représentatives de titres prêtés	-	-
Titres empruntés	-	-
Titres donnés en pension	-	-
Autres opérations temporaires	-	-
Instruments financiers à terme	-	-
Opérations sur un marché réglementé ou assimilé	-	-
Autres opérations	-	-
Autres Actifs : Loans	-	-
Autres instruments financiers	-	-
Créances	4,000.00	-
Opérations de change à terme de devises	-	-
Autres	4,000.00	-
Comptes financiers	170,114.68	93,821.64
Liquidités	170,114.68	93,821.64
TOTAL DE L'ACTIF	4,248,884.05	4,682,299.88

Bilan passif

	Exercice 30/06/2021	Exercice 30/06/2020
Capitaux propres	-	-
Capital	4,128,137.96	4,725,169.19
Plus et moins-values nettes antérieures non distribuées (a)	-	-
Report à nouveau (a)	-	-
Plus et moins-values nettes de l'exercice (a,b)	33,899.29	-79,924.44
Résultat de l'exercice (a,b)	-43,984.88	32,256.68
Total capitaux propres (= Montant représentatif de l'actif net)	4,118,052.37	4,677,501.43
Instruments financiers	-	-
Opérations de cession sur instruments financiers	-	-
Opérations temporaires sur titres	-	-
Dettes représentatives de titres donnés en pension	-	-
Dettes représentatives de titres empruntés	-	-
Autres opérations temporaires	-	-
Instruments financiers à terme	-	-
Opérations sur un marché réglementé ou assimilé	-	-
Autres opérations	-	-
Dettes	130,831.68	4,798.45
Opérations de change à terme de devises	-	-
Autres	130,831.68	4,798.45
Comptes financiers	-	-
Concours bancaires courants	-	-
Emprunts	-	-
TOTAL DU PASSIF	4,248,884.05	4,682,299.88

(a) Y compris comptes de régularisations.

(b) Diminués des acomptes versés au titre de l'exercice.

Hors-bilan

	Exercice 30/06/2021	Exercice 30/06/2020
Opérations de couverture		
Engagements sur marchés réglementés ou assimilés		
Engagements de gré à gré		
Autres engagements		
Autres opérations		
Engagements sur marchés réglementés ou assimilés		
Engagements de gré à gré		
Autres engagements		

Compte de résultat

	Exercice 30/06/2021	Exercice 30/06/2020
Produits sur opérations financières	-	-
Produits sur actions et valeurs assimilées	129,607.10	92,427.31
Produits sur obligations et valeurs assimilées	-	-
Produits sur titres de créances	-	-
Produits sur acquisitions et cessions temporaires de titres	-	-
Produits sur instruments financiers à terme	-	-
Produits sur dépôts et sur comptes financiers	-	-
Autres produits financiers	-	-
TOTAL I	129,607.10	92,427.31
Charges sur opérations financières	-	-
Charges sur acquisitions et cessions temporaires de titres	-	-
Charges sur instruments financiers à terme	-	-
Charges sur dettes financières	-	-221.66
Autres charges financières	-	-
TOTAL II	-	-221.66
Résultat sur opérations financières (I + II)	129,607.10	92,205.65
Autres produits (III)	-	-
Frais de gestion et dotations aux amortissements (IV)	-172,785.22	-59,053.73
Résultat net de l'exercice (I + II + III + IV)	-43,178.12	33,151.92
Régularisation des revenus de l'exercice (V)	-806.76	-895.24
Acomptes sur résultat versés au titre de l'exercice (VI)	-	-
Résultat (I + II + III + IV + V + VI)	-43,984.88	32,256.68

Règles et Méthodes Comptables

Les comptes annuels sont présentés sous la forme prévue par le règlement ANC n° 2014-01, modifié. Les comptes ont été établis par la société de gestion sur la base des éléments disponibles dans un contexte évolutif de crise liée au Covid-19.

La devise de comptabilité est l'Euro.

Toutes les valeurs mobilières qui composent le portefeuille ont été comptabilisées au coût historique, frais exclus.

Les titres et instruments financiers à terme ferme et conditionnel détenus en portefeuille libellés en devises sont convertis dans la devise de comptabilité sur la base des taux de change relevés à Paris au jour de l'évaluation.

Le portefeuille est évalué lors de chaque valeur liquidative et lors de l'arrêté des comptes selon les méthodes suivantes :

Valeurs mobilières

Les titres cotés : à la valeur boursière - coupons courus inclus (cours clôture jour)

Toutefois, les valeurs mobilières dont le cours n'a pas été constaté le jour de l'évaluation, ou cotées par des contributeurs et pour lequel le cours a été corrigé, de même que les titres qui ne sont pas négociés sur un marché réglementé, sont évalués sous la responsabilité de la société de gestion (ou du conseil d'administration pour une Sicav), à leur valeur probable de négociation. Les prix sont corrigés par la société de gestion en fonction de sa connaissance des émetteurs et/ou des marchés.

La ligne de titres GRS294003009 FF GROUP dont le cours est suspendu par les autorités Grecques, est valorisée à zéro.

En conséquence, la valorisation de ces titres dépend des éventuels recouvrements à venir sur la liquidation de cette société.

Les O.P.C. : à la dernière valeur liquidative connue, à défaut à la dernière valeur estimée. Les valeurs liquidatives des titres d'organismes de placements collectifs étrangers valorisant sur une base mensuelle, sont confirmées par les administrateurs de fonds. Les valorisations sont mises à jour de façon hebdomadaire sur la base d'estimations communiquées par les administrateurs de ces OPC et validées par le gérant.

Les titres de créances et assimilés négociables qui ne font pas l'objet de transactions significatives sont évalués par l'application d'une méthode actuarielle, le taux retenu étant celui applicable à des émissions de titres équivalents affecté, le cas échéant, d'un écart représentatif des caractéristiques intrinsèques de l'émetteur. En l'absence de sensibilité, les titres d'une durée résiduelle égale à trois mois sont valorisés au dernier taux jusqu'à l'échéance et ceux acquis à moins de trois mois, les intérêts sont linéarisés.

Les acquisitions et cessions temporaires de titres :

- Les prêts de titres : la créance représentative des titres prêtés est évaluée à la valeur du marché des titres.
- Les emprunts de titres : les titres empruntés ainsi que la dette représentative des titres empruntés sont évalués à la valeur du marché des titres.
- Les collatéraux : s'agissant des titres reçus en garantie dans le cadre des opérations de prêts de titres, l'OPC a opté pour une présentation de ces titres dans les comptes du bilan à hauteur de la dette correspondant à l'obligation de restitution de ceux-ci.
- Les pensions livrées d'une durée résiduelle inférieure ou égale à trois mois : individualisation de la créance sur la base du prix du contrat. Dans ce cas, une linéarisation de la rémunération est effectuée.
- Les pensions long terme : Elles sont enregistrées et évaluées à leur nominal, même si elles ont une échéance supérieure à trois mois. Ce montant est majoré des intérêts courus qui s'y rattachent. Toutefois, certains contrats prévoient des conditions particulières en cas de demande de remboursement anticipé afin de prendre en compte l'impact de hausse de la courbe de financement de la contrepartie. Les intérêts courus peuvent alors être diminués de cet impact, sans valeur planchée. L'impact est proportionnel à la durée résiduelle de la pension et l'écart constaté entre la marge contractuelle et la marge de marché pour une date de maturité identique.
- Les mises en pensions d'une durée résiduelle inférieure ou égale à trois mois : valeur boursière. La dette valorisée sur la base de la valeur contractuelle est inscrite au passif du bilan. Dans ce cas, une linéarisation de la rémunération est effectuée.

Instruments financiers à terme et conditionnels

Futures : cours de compensation jour.

L'évaluation hors bilan est calculée sur la base du nominal, de son cours de compensation et, éventuellement, du cours de change.

Frais de gestion dont frais de gestion externes à la société de gestion

- 2% TTC* maximum pour la part A
- 1,15 % TTC* maximum pour la part B

La dotation est calculée sur la base de l'actif net. Ces frais, n'incluant pas les frais de transaction, seront directement imputés au compte de résultat du Fonds.

Ces frais recouvrent tous les frais facturés à l'OPC, à l'exception des frais de transaction. Les frais de transactions incluent les frais d'intermédiaires (courtage, impôts de bourse...) et la commission de mouvement, le cas échéant, qui peut être perçue notamment par le dépositaire et la société de gestion.

* La société de gestion MONCEAU ASSET MANAGEMENT n'ayant pas opté à la TVA, ces frais sont facturés sans TVA et le montant TTC est égal au montant hors taxes.

Frais de recherche

Néant

Commission de surperformance

20% de la surperformance par rapport à l'indice de référence STOXX Europe 600 Net Return (calculé dividendes réinvestis à compter du 5 juillet 2012)

La commission de surperformance est fondée sur la comparaison entre la performance annualisée nette de frais du FCP et celle d'un fonds fictif (ci-dessous cité « fonds de référence ») incrémenté au taux de l'indice de référence et présentant les mêmes mouvements de souscriptions et rachat que le fonds réel.

Si, sur l'exercice, la performance annualisée nette de frais du FCP est supérieure à celle annualisée nette de frais du fonds de référence, la part variable des frais de gestion représentera 20% maximum de la différence entre la performance du FCP et celle du fonds de référence.

Si, sur l'exercice, la performance annualisée nette de frais du FCP est inférieure à celle annualisée nette de frais du fonds de référence, la part variable des frais de gestion sera nulle.

Au cours de l'année, le cas échéant, toute surperformance fera l'objet d'une provision au titre des frais de gestion variables lors du calcul de chaque valeur liquidative.

Dans le cas d'une sous-performance du FCP par rapport à celle du fonds de référence entre deux valeurs liquidatives, toute provision passée précédemment sera réajustée par une reprise sur provision. Les reprises sur provision sont plafonnées à hauteur des dotations antérieures. Cette part variable ne sera définitivement perçue à la clôture de chaque exercice que si sur l'exercice, la performance annualisée nette de frais du FCP est supérieure à celle du fonds de référence. En cas de rachats, la quote-part de la provision de la commission de surperformance correspondant aux parts rachetées est acquise à la société de gestion selon le principe de « cristallisation ». La totalité de la commission de surperformance est perçue par la société de gestion à la date de clôture de l'exercice.

Ces frais (partie fixe et éventuellement partie variable) seront directement imputés au compte de résultat du fonds.

La période de référence des frais variables s'établira ensuite du dernier jour ouvré du mois de juin au dernier jour ouvré de juin de l'année suivante.

Rétrocession de frais de gestion

Néant

Méthode de comptabilisation des intérêts

Intérêts encaissés

Affectation des résultats réalisés

Capitalisation pour la part A
Capitalisation pour la part B

Affectation des plus-values nettes réalisées

Capitalisation pour la part A
Capitalisation pour la part B

Changements affectant le fonds

Néant

Evolution de l'actif net

	Exercice 30/06/2021	Exercice 30/06/2020
Actif net en début d'exercice	4,677,501.43	5,632,714.71
Souscriptions (y compris les commissions de souscription acquises à l'O.P.C.)	-	16,783.32
Rachats (sous déduction des commissions de rachat acquises à l'O.P.C.)	-1,890,029.42	-514,132.66
Plus-values réalisées sur dépôts et instruments financiers	497,371.38	29,003.71
Moins-values réalisées sur dépôts et instruments financiers	-549,729.69	-117,634.02
Plus-values réalisées sur instruments financiers à terme	-	-
Moins-values réalisées sur instruments financiers à terme	-	-
Frais de transaction	-5,813.02	-402.02
Différences de change	0.02	-
Variation de la différence d'estimation des dépôts et instruments financiers :	1,431,929.79	-401,983.53
Différence d'estimation exercice N	-85,013.36	-1,516,943.15
Différence d'estimation exercice N-1	1,516,943.15	1,114,959.62
Variation de la différence d'estimation des instruments financiers à terme :	-	-
Différence d'estimation exercice N	-	-
Différence d'estimation exercice N-1	-	-
Distribution de l'exercice antérieur sur plus et moins-values nettes	-	-
Distribution de l'exercice antérieur sur résultat	-	-
Résultat net de l'exercice avant compte de régularisation	-43,178.12	33,151.92
Acompte(s) versé(s) au cours de l'exercice sur plus et moins-values nettes	-	-
Acompte(s) versé(s) au cours de l'exercice sur résultat	-	-
Autres éléments	-	-
Actif net en fin d'exercice	4,118,052.37	4,677,501.43

Complément d'information 1

	Exercice 30/06/2021
Engagements reçus ou donnés	
Engagements reçus ou donnés (garantie de capital ou autres engagements) (*)	-
Valeur actuelle des instruments financiers inscrits en portefeuille constitutifs de dépôts de garantie	
Instruments financiers reçus en garantie et non inscrits au bilan	-
Instruments financiers donnés en garantie et maintenus dans leur poste d'origine	-
Instruments financiers en portefeuille émis par le prestataire ou les entités de son groupe	
Dépôts	-
Actions	-
Titres de taux	-
OPC	-
Acquisitions et cessions temporaires sur titres	-
Swaps (en nominal)	-
Valeur actuelle des instruments financiers faisant l'objet d'une acquisition temporaire	
Titres acquis à réméré	-
Titres pris en pension	-
Titres empruntés	-

(*) Pour les OPC garantis, l'information figure dans les règles et méthodes comptables.

Complément d'information 2

	Exercice 30/06/2021	
Emissions et rachats pendant l'exercice comptable	Nombre de titres	
Catégorie de classe B (Devise: EUR)		
Nombre de titres émis	-	
Nombre de titres rachetés	1,301	
Catégorie de classe A (Devise: EUR)		
Nombre de titres émis	-	
Nombre de titres rachetés	11.5990	
Commissions de souscription et/ou de rachat	Montant (EUR)	
Commissions de souscription acquises à l'OPC	-	
Commissions de rachat acquises à l'OPC	-	
Commissions de souscription perçues et rétrocédées	-	
Commissions de rachat perçues et rétrocédées	-	
Frais de gestion	Montant (EUR)	% de l'actif net moyen
Catégorie de classe B (Devise: EUR)		
Frais de gestion et de fonctionnement (*) *	43,733.10	1.15
Commissions de surperformance	122,945.02	-
Autres frais	-	-
Catégorie de classe A (Devise: EUR)		
Frais de gestion et de fonctionnement (*) *	2,290.71	2.00
Commissions de surperformance	3,816.39	-
Autres frais	-	-
Rétrocessions de frais de gestion (toutes parts confondues)	-	

(*) Pour les OPC dont la durée d'exercice n'est pas égale à 12 mois, le pourcentage de l'actif net moyen correspond au taux moyen annualisé.

* Ces frais n'incluent pas les coûts exceptionnels et non récurrents en vue d'un recouvrement des créances ou d'une procédure pour faire valoir un droit. Ainsi, au titre de l'exercice, le fonds a encaissé des remboursements de retenues à la source à hauteur de 59 938 €. Ces sommes ont été comptabilisées dans les comptes de produits, après déduction du montant des frais payés au cabinet chargé des actions en recouvrement à hauteur de 37 756 €.

Ventilation par nature des créances et dettes

	Exercice 30/06/2021
Ventilation par nature des créances	
Avoir fiscal à récupérer	
Déposit euros	
Déposit autres devises	
Collatéraux espèces	
Valorisation des achats de devises à terme	
Contrevaleur des ventes à terme	
Autres débiteurs divers	
Coupons à recevoir	4,000.00
TOTAL DES CREANCES	4,000.00
Ventilation par nature des dettes	
Déposit euros	
Déposit autres devises	
Collatéraux espèces	
Provision charges d'emprunts	
Valorisation des ventes de devises à terme	
Contrevaleur des achats à terme	
Frais et charges non encore payés	130,831.68
Autres créditeurs divers	
Provision pour risque des liquidités de marché	
TOTAL DES DETTES	130,831.68

Ventilation par nature juridique ou économique d'instrument

	Exercice 30/06/2021
Actif	
Obligations et valeurs assimilées	-
Obligations indexées	-
Obligations convertibles	-
Titres participatifs	-
Autres Obligations et valeurs assimilées	-
Titres de créances	-
Négociés sur un marché réglementé ou assimilé	-
Bons du Trésor	-
Autres TCN	-
Autres Titres de créances	-
Non négociés sur un marché réglementé ou assimilé	-
Autres actifs : Loans	-
Passif	
Opérations de cession sur instruments financiers	-
Actions	-
Obligations	-
Autres	-
Hors-bilan	
Opérations de couverture	
Taux	-
Actions	-
Autres	-
Autres opérations	
Taux	-
Actions	-
Autres	-

Ventilation par nature de taux des postes d'actif, de passif et de hors-bilan

	Taux fixe	Taux variable	Taux révisable	Autres
Actif				
Dépôts	-	-	-	-
Obligations et valeurs assimilées	-	-	-	-
Titres de créances	-	-	-	-
Opérations temporaires sur titres	-	-	-	-
Autres actifs: Loans	-	-	-	-
Comptes financiers	-	-	-	170,114.68
Passif				
Opérations temporaires sur titres	-	-	-	-
Comptes financiers	-	-	-	-
Hors-bilan				
Opérations de couverture	-	-	-	-
Autres opérations	-	-	-	-

Ventilation par maturité résiduelle des postes d'actif, de passif et de hors-bilan

	[0 - 3 mois]]3 mois - 1 an]]1 - 3 ans]]3 - 5 ans]	> 5 ans
Actif					
Dépôts	-	-	-	-	-
Obligations et valeurs assimilées	-	-	-	-	-
Titres de créances	-	-	-	-	-
Opérations temporaires sur titres	-	-	-	-	-
Autres actifs: Loans	-	-	-	-	-
Comptes financiers	170,114.68	-	-	-	-
Passif					
Opérations temporaires sur titres	-	-	-	-	-
Comptes financiers	-	-	-	-	-
Hors-bilan					
Opérations de couverture	-	-	-	-	-
Autres opérations	-	-	-	-	-

Ventilation par devise de cotation des postes d'actif, de passif et de hors-bilan

	GBP
Actif	
Dépôts	-
Actions et valeurs assimilées	65,612.44
Obligations et valeurs assimilées	-
Titres de créances	-
Titres d'OPC	-
Opérations temporaires sur titres	-
Autres actifs: Loans	-
Autres instruments financiers	-
Créances	-
Comptes financiers	-
Passif	
Opérations de cession sur instruments financiers	-
Opérations temporaires sur titres	-
Dettes	-
Comptes financiers	-
Hors-bilan	
Opérations de couverture	-
Autres opérations	-

Seules les cinq devises dont le montant le plus représentatif composant l'actif net sont incluses dans ce tableau.

Affectation des résultats

Catégorie de classe B (Devise: EUR)

Tableau d'affectation des sommes distribuables afférentes au résultat

	Exercice 30/06/2021	Exercice 30/06/2020
Sommes restant à affecter		
Report à nouveau	-	-
Résultat	-41,820.20	32,422.77
Total	-41,820.20	32,422.77
Affectation		
Distribution	-	-
Report à nouveau de l'exercice	-	-
Capitalisation	-41,820.20	32,422.77
Total	-41,820.20	32,422.77
Information relative aux titres ouvrant droit à distribution		
Nombre de titres	-	-
Distribution unitaire	-	-
Crédits d'impôt et avoirs fiscaux attachés à la distribution du résultat		
Montant global des crédits d'impôt et avoirs fiscaux:		
provenant de l'exercice	-	-
provenant de l'exercice N-1	-	-
provenant de l'exercice N-2	-	-
provenant de l'exercice N-3	-	-
provenant de l'exercice N-4	-	-

Tableau d'affectation des sommes distribuables afférentes aux plus et moins-values nettes

	Exercice 30/06/2021	Exercice 30/06/2020
Sommes restant à affecter		
Plus et moins-values nettes antérieures non distribuées	-	-
Plus et moins-values nettes de l'exercice	32,809.14	-78,318.77
Acomptes versés sur plus et moins-values nettes de l'exercice	-	-
Total	32,809.14	-78,318.77
Affectation		
Distribution	-	-
Plus et moins-values nettes non distribuées	-	-
Capitalisation	32,809.14	-78,318.77
Total	32,809.14	-78,318.77
Information relative aux titres ouvrant droit à distribution		
Nombre de titres	-	-
Distribution unitaire	-	-

Catégorie de classe A (Devise: EUR)

Tableau d'affectation des sommes distribuables afférentes au résultat

	Exercice 30/06/2021	Exercice 30/06/2020
Sommes restant à affecter		
Report à nouveau	-	-
Résultat	-2,164.68	-166.09
Total	-2,164.68	-166.09
Affectation		
Distribution	-	-
Report à nouveau de l'exercice	-	-
Capitalisation	-2,164.68	-166.09
Total	-2,164.68	-166.09
Information relative aux titres ouvrant droit à distribution		
Nombre de titres	-	-
Distribution unitaire	-	-
Crédits d'impôt et avoirs fiscaux attachés à la distribution du résultat		
Montant global des crédits d'impôt et avoirs fiscaux:		
provenant de l'exercice	-	-
provenant de l'exercice N-1	-	-
provenant de l'exercice N-2	-	-
provenant de l'exercice N-3	-	-
provenant de l'exercice N-4	-	-

Tableau d'affectation des sommes distribuables afférentes aux plus et moins-values nettes

	Exercice 30/06/2021	Exercice 30/06/2020
Sommes restant à affecter		
Plus et moins-values nettes antérieures non distribuées	-	-
Plus et moins-values nettes de l'exercice	1,090.15	-1,605.67
Acomptes versés sur plus et moins-values nettes de l'exercice	-	-
Total	1,090.15	-1,605.67
Affectation		
Distribution	-	-
Plus et moins-values nettes non distribuées	-	-
Capitalisation	1,090.15	-1,605.67
Total	1,090.15	-1,605.67
Information relative aux titres ouvrant droit à distribution		
Nombre de titres	-	-
Distribution unitaire	-	-

Tableau des résultats et autres éléments caractéristiques au cours des cinq derniers exercices

Catégorie de classe B (Devise: EUR)

	30/06/2017	29/06/2018	28/06/2019	30/06/2020	30/06/2021
Valeur liquidative (en EUR)					
Parts C	1,991.09	1,862.07	1,553.33	1,424.19	2,077.51
Actif net (en k EUR)	49,026.84	41,673.32	5,416.49	4,584.47	3,984.67
Nombre de titres					
Parts C	24,623	22,380	3,487	3,219	1,918

	30/06/2017	29/06/2018	28/06/2019	30/06/2020	30/06/2021
Date de mise en paiement					
Distribution unitaire sur plus et moins-values nettes (y compris les acomptes) (en EUR)	-	-	-	-	-
Distribution unitaire sur résultat (y compris les acomptes) (en EUR)	-	-	-	-	-
Crédit d'impôt unitaire (*) personnes physiques (en EUR)	-	-	-	-	-
Capitalisation unitaire sur plus et moins-values nettes (en EUR)					
Parts C	264.04	109.21	284.56	-24.33	17.10
Capitalisation unitaire sur résultat (en EUR)					
Parts C	-50.94	9.14	14.27	10.07	-21.80

(*) "Le crédit d'impôt unitaire est déterminé à la date du paiement en application de l'instruction fiscale du 04/03/93 (Ints.4 K-1-93). Les montants théoriques, calculés selon les règles applicables aux personnes physiques, sont ici présentés à titre indicatif. "L'instruction 4 J-2-99 du 08/11/99 précise par ailleurs que les bénéficiaires d'avoir fiscal autres que les personnes physiques calculent sous leur responsabilité le montant des avoirs fiscaux auxquels ils ont droit."

ANTHRACITE

Catégorie de classe A (Devise: EUR)

	30/06/2017	29/06/2018	28/06/2019	30/06/2020	30/06/2021
Valeur liquidative (en EUR)					
Parts C	122.36	112.74	93.25	84.77	122.84
Actif net (en k EUR)	129.70	322.11	216.23	93.03	133.38
Nombre de titres					
Parts C	1,060.0000	2,857.1028	2,318.7130	1,097.3870	1,085.7880

Date de mise en paiement	30/06/2017	29/06/2018	28/06/2019	30/06/2020	30/06/2021
Distribution unitaire sur plus et moins-values nettes (y compris les acomptes) (en EUR)	-	-	-	-	-
Distribution unitaire sur résultat (y compris les acomptes) (en EUR)	-	-	-	-	-
Crédit d'impôt unitaire (*) personnes physiques (en EUR)	-	-	-	-	-
Capitalisation unitaire sur plus et moins-values nettes (en EUR)					
Parts C	14.36	6.66	17.14	-1.46	1.00
Capitalisation unitaire sur résultat (en EUR)					
Parts C	-3.75	-1.27	0.01	-0.15	-1.99

(*) "Le crédit d'impôt unitaire est déterminé à la date du paiement en application de l'instruction fiscale du 04/03/93 (Ints.4 K-1-93). Les montants théoriques, calculés selon les règles applicables aux personnes physiques, sont ici présentés à titre indicatif. "L'instruction 4 J-2-99 du 08/11/99 précise par ailleurs que les bénéficiaires d'avoir fiscal autres que les personnes physiques calculent sous leur responsabilité le montant des avoirs fiscaux auxquels ils ont droit."

Inventaire des instruments financiers au 30 Juin 2021

Éléments d'actifs et libellé des valeurs	Quantité	Cours	Devise cotation	Valeur actuelle	% arrondi de l'actif net
Actions et valeurs assimilées				4,074,769.37	98.95
Négoziées sur un marché réglementé ou assimilé				4,074,769.37	98.95
AKWEL	10,865.00	24.60	EUR	267,279.00	6.49
ASTON MARTIN LAGONDA GLOBAL	3,000.00	18.77	GBP	65,612.44	1.59
AURUBIS AG	1,728.00	78.16	EUR	135,060.48	3.28
CONSTRUCC Y AUX DE FERROCARR	2,790.00	35.55	EUR	99,184.50	2.41
COVESTRO AG	3,431.00	54.46	EUR	186,852.25	4.54
DANIELI & CO	2,700.00	22.25	EUR	60,075.00	1.46
DUERR AG	4,740.00	32.08	EUR	152,059.20	3.69
ELRINGKLINGER AG	12,640.00	15.01	EUR	189,726.40	4.61
FF GROUP	71,839.00	-	EUR	-	-
GERRESHEIMER AG	1,423.00	93.25	EUR	132,694.75	3.22
GROUPE GUILLIN	4,927.00	23.40	EUR	115,291.80	2.80
KAUFMAN ET BROAD SA	2,847.00	40.10	EUR	114,164.70	2.77
KOENIG & BAUER AG	5,402.00	28.15	EUR	152,066.30	3.69
KSB SE & CO KGAA	314.00	400.00	EUR	125,600.00	3.05
LAURENT-PERRIER	900.00	96.60	EUR	86,940.00	2.11
MAISONS DU MONDE SA	1,825.00	20.90	EUR	38,142.50	0.93
MBB SE	1,499.00	131.40	EUR	196,968.60	4.78
NEXANS SA	3,094.00	76.85	EUR	237,773.90	5.77
OHB SE	3,092.00	36.95	EUR	114,249.40	2.77
ONTEX GROUP NV - W/I	3,285.00	10.50	EUR	34,492.50	0.84
PARAGON GMBH & CO KGAA	4,596.00	11.20	EUR	51,475.20	1.25
PORSCHE AUTOMOBIL HLDG-PRF	2,640.00	90.36	EUR	238,550.40	5.79
PUBLICIS GROUPE	2,000.00	53.94	EUR	107,880.00	2.62
PUBLICIS GROUPE SA SCRIP RTS	2,000.00	-	EUR	-	-
RHEINMETALL AG	1,535.00	83.30	EUR	127,865.50	3.10
S&T AG	5,694.00	19.30	EUR	109,894.20	2.67
SCHAEFFLER AG - PREF	19,870.00	7.78	EUR	154,588.60	3.75
STABILUS SA	2,190.00	68.55	EUR	150,124.50	3.65
STS GROUP AG	6,570.00	7.24	EUR	47,566.80	1.16
THYSSENKRUPP AG	7,300.00	8.79	EUR	64,167.00	1.56
VILLEROY + BOCH AG-PREF	13,690.00	17.90	EUR	245,051.00	5.95
WACKER CHEMIE AG	949.00	130.05	EUR	123,417.45	3.00
WESTWING GROUP AG	3,250.00	46.14	EUR	149,955.00	3.64

ANTHRACITE

Inventaire des instruments financiers au 30 Juin 2021

Eléments d'actifs et libellé des valeurs	Quantité	Cours	Devise cotation	Valeur actuelle	% arrondi de l'actif net
Créances				4,000.00	0.10
Dettes				-130,831.68	-3.18
Dépôts				-	-
Autres comptes financiers				170,114.68	4.13
TOTAL ACTIF NET			EUR	4,118,052.37	100.00