

Perspective d'investissement

Les obligations convertibles pour tirer parti de l'incertitude

Document destiné aux investisseurs professionnels uniquement • Obligations convertibles

Août 2018

Résumé

- En associant les caractéristiques d'une obligation d'entreprise à celles d'une option convertible en actions, les obligations convertibles offrent aux investisseurs un profil asymétrique de risque et de rendement.
- Préférer les obligations convertibles mixtes¹ permet aux stratégies d'investissement, selon nous, de s'adapter à la plupart des scénarios économiques.
- Sur le long terme, la nature convexe des obligations convertibles leur a permis d'offrir des rendements dignes de ceux des actions, mais avec une bien moindre volatilité et des drawdowns réduits.
- Nous pensons que les arguments en faveur de l'investissement dans les obligations convertibles mondiales gérées activement sont nombreux et particulièrement dans le contexte de marché que nous anticipons :
 - les obligations convertibles surperforment les obligations « straight » dans les environnements de hausse des taux d'intérêt ;
 - au cours du second semestre 2018, les obligations convertibles devraient profiter de la probable hausse de volatilité des marchés actions ;
 - il est en outre vraisemblable que l'inquiétude grandissante au sujet de l'inflation, de la valorisation des actifs, des décisions des banques centrales ou de l'impact de la montée du protectionnisme rende de plus en plus séduisantes aux yeux des investisseurs les stratégies d'investissement qui intègrent une réduction du risque de perte.



Maxime Perrin
Analyste Senior et
Chargé de portefeuille client

Les obligations convertibles en bref

Une obligation convertible est une obligation d'entreprise (dotée d'un coupon et d'une date d'échéance fixe) assortie d'une option permettant au porteur de la convertir en actions ordinaires de la société émettrice (ou en actions d'une autre entité dans le cas des obligations convertibles échangeables) à un moment donné dans l'avenir. Le prix de conversion et le nombre d'actions que l'obligation permet d'obtenir sont définis au moment de l'émission.

¹ Les obligations convertibles sont considérées comme « mixtes » lorsqu'elles allient une composante obligataire (ou « plancher obligataire ») relativement importante à une sensibilité aux actions (ou « delta ») non négligeable.

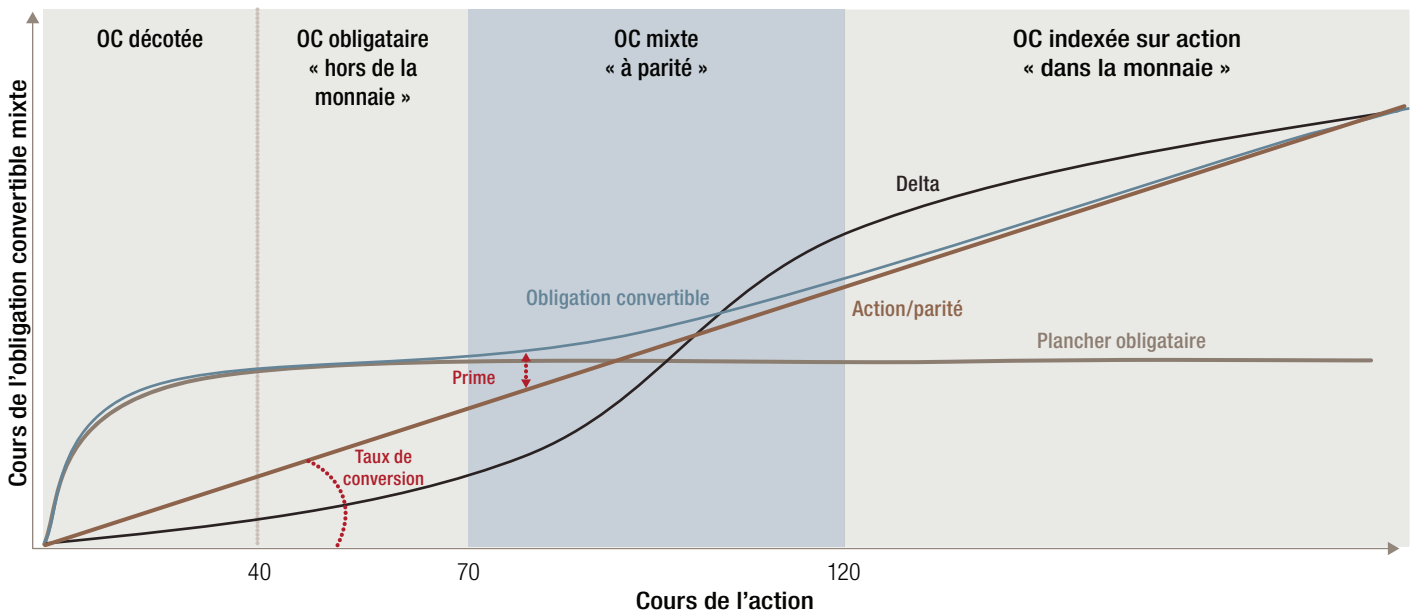
Les obligations convertibles présentent généralement des caractéristiques propres aux actions et aux obligations.

En fonction des valorisations et des conditions de marché, une obligation convertible peut (en fonction de ses caractéristiques propres) se comporter comme une action plutôt que comme une obligation, et inversement. Les obligations convertibles sont considérées comme « mixtes » lorsqu'elles allient une composante obligataire (ou « plancher obligataire ») relativement importante à une sensibilité aux actions (ou « delta ») non négligeable, comme le montre la Fig. 1. Ces obligations convertibles mixtes sont

particulièrement attrayantes pour les investisseurs qui cherchent à optimiser le profil de rendement asymétrique de leur portefeuille.

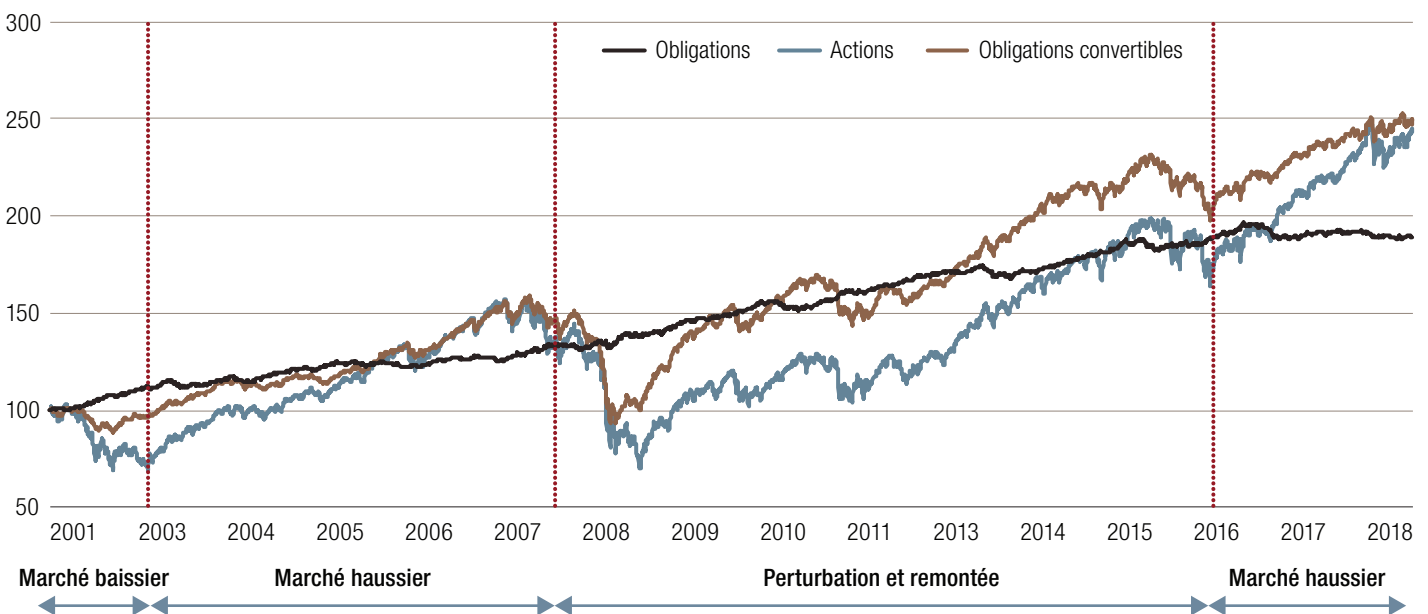
Les obligations convertibles étant échangeables contre des actions, elles offrent aux investisseurs la possibilité de participer à la hausse du cours des actions. Toutefois, si la valeur de l'action sous-jacente n'augmente pas, l'obligation convertible conserve la valeur d'investissement du plancher obligataire (ou la valeur théorique à laquelle s'échangerait l'obligation non convertible assortie du même coupon, de la même échéance et de la même qualité de crédit).

FIG. 1 PROFIL D'ÉVOLUTION D'UNE OBLIGATION CONVERTIBLE, AVEC COURS DE L'ACTION DE SON ÉMETTEUR



Source : LOIM. À titre purement indicatif.

FIG. 2 LES OBLIGATIONS CONVERTIBLES ONT SURPERFORMÉ LES OBLIGATIONS AGRÉGÉES ET LES ACTIONS MONDIALES SUR LE LONG TERME



Source : Bloomberg, LOIM. Performance en nouvelle base 100 et basée sur : Actions : indice MSCI World NR (couvert en EUR) – MXWOEUR. Obligations convertibles : Indice TR Global (couvert en EUR) – Indice UCBI13. Obligations : Indice Barcap Global Aggregate (couvert en EUR) – LEGATREH. Les performances passées ne constituent pas une garantie de performance future.

À notre avis, il est particulièrement important d'inclure une grande part d'instruments de qualité de crédit « investment grade » dans un portefeuille d'obligations convertibles, parce qu'ils renforcent le plancher obligataire et devraient ainsi permettre de protéger le portefeuille en période de baisse de l'action.² Cela est essentiel étant donné la forte corrélation entre le crédit d'entreprise « high yield » et les actions dans les phases baissières.

Cette structure particulière, qui allie la participation à la hausse des actions à la protection en phase baissière, a entraîné des rendements ajustés du risque très attractifs pour les obligations convertibles sur le long terme.

Une solution attrayante à la dette directe dans les périodes d'intensification du risque de duration

Les banques centrales, Réserve fédérale américaine en tête, commençant à normaliser leurs politiques monétaires au terme d'une décennie de mesures non conventionnelles, il est probable que les investisseurs se trouveront bientôt face à de profonds changements des conditions de marché. La nette tendance haussière des rendements des obligations en est un exemple parlant, les rendements des obligations américaines à 10 ans étant passés de 2,4% au début de l'année à plus de 3% aujourd'hui.

Les investisseurs pourraient s'attendre à ce que les obligations convertibles souffrent de telles hausses des taux étant donné leur nature obligataire, mais dans le passé,

cette classe d'actifs a démontré sa capacité à surperformer les obligations dans ce type de conditions.

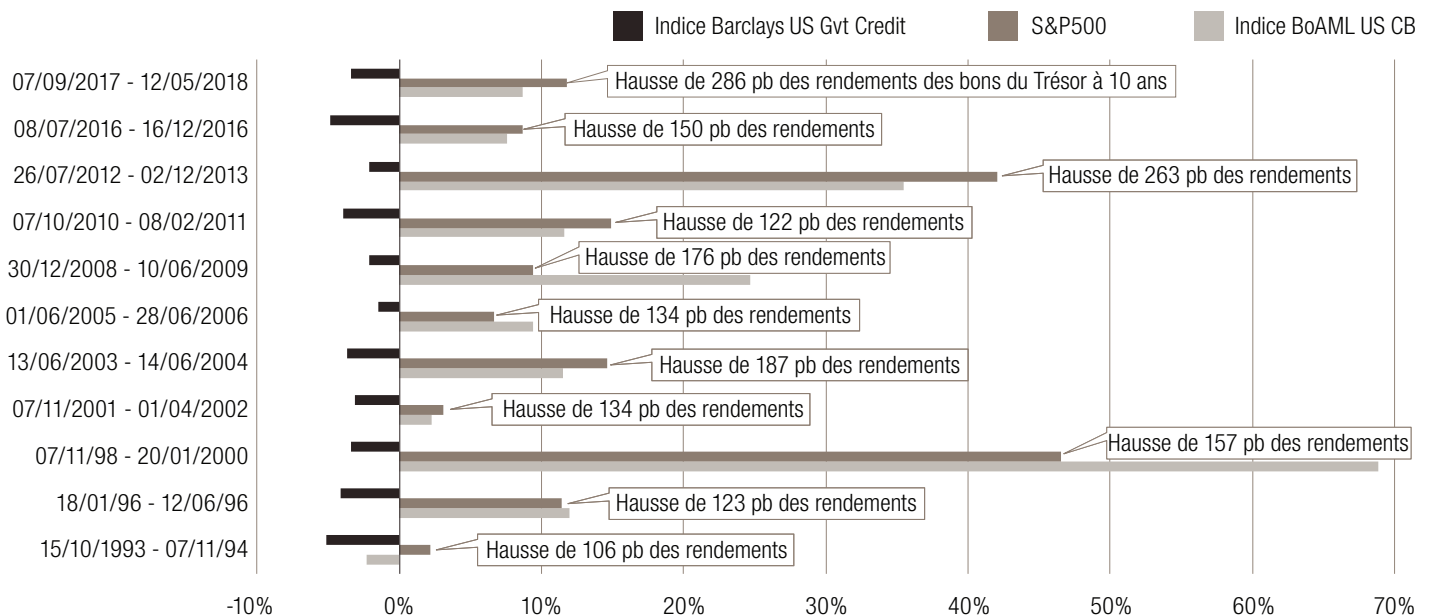
À chaque période où le rendement du Bund à 10 ans (taux de base allemand) a augmenté d'au moins 120 pb, les obligations convertibles européennes ont généré des rendements positifs, tandis qu'aux États-Unis, au cours des 25 dernières années, les convertibles ont surperformé les obligations au cours de chacune des 11 périodes où le rendement à 10 ans a augmenté de 100 pb ou plus (cf Fig. 3).

Le fait que les obligations convertibles soient beaucoup moins sensibles aux taux d'intérêt que tous les autres types d'obligations est en partie dû à leur échéance plus courte (d'une moyenne de quatre ans), mais surtout à leur option « call » sur action, qui procure généralement de la valeur en période de hausse des taux d'intérêt.

L'importance des obligations convertibles dans l'allocation d'actifs

Bien que les obligations convertibles soient généralement perçues comme difficiles à classer dans les « cases » traditionnelles de l'allocation d'actifs, nous pensons qu'elles peuvent jouer un rôle stratégique dans le portefeuille d'investisseurs cherchant à diversifier leur allocation d'obligations, à protéger leur portefeuille en temps de hausse des taux et/ou à maintenir une participation à la progression du marché d'actions tout en cherchant à en contenir la volatilité.

FIG. 3 EVOLUTION DES RENDEMENTS DANS UN CONTEXTE DE HAUSSE DES TAUX US



Source : Bloomberg, Barclays et BoAML. À titre purement indicatif. Les performances passées ne constituent pas une garantie de performance future.

² La protection/préservation du capital constitue un objectif de construction de portefeuille et ne peut être garantie.

Les obligations convertibles disposent de plusieurs moteurs de performance qui vont se comporter de façon différente en fonction des conditions de marché.

- Tout d'abord, la composante obligataire, qui évolue selon la qualité de crédit, le portage, le rendement et les effets de courbe ;
- Ensuite, la composante action, qui évolue selon le cours de l'action sous-jacente ;
- Enfin, la valorisation de la volatilité de l'action sous-jacente.

Une telle diversité de leviers de performance au sein d'une même classe d'actifs est unique et donne aux investisseurs la possibilité de générer de la valeur dans des conditions de marché très diverses.

Il est important de noter que l'asymétrie inhérente aux obligations convertibles ne peut être répliquée par une combinaison d'obligations et d'actions et/ou d'obligations et d'options d'achat sur actions. En effet, bien que les obligations convertibles soient composées d'une obligation d'entreprise et d'une option d'achat sur une action sous-jacente, nous sommes convaincus que la structure des obligations convertibles est meilleure parce qu'elle offre une option de liquidité sur le long terme. **Les obligations convertibles sont les seules, selon nous, à procurer aux investisseurs une option d'achat de l'action sous-jacente sur une période longue (généralement cinq ans).**

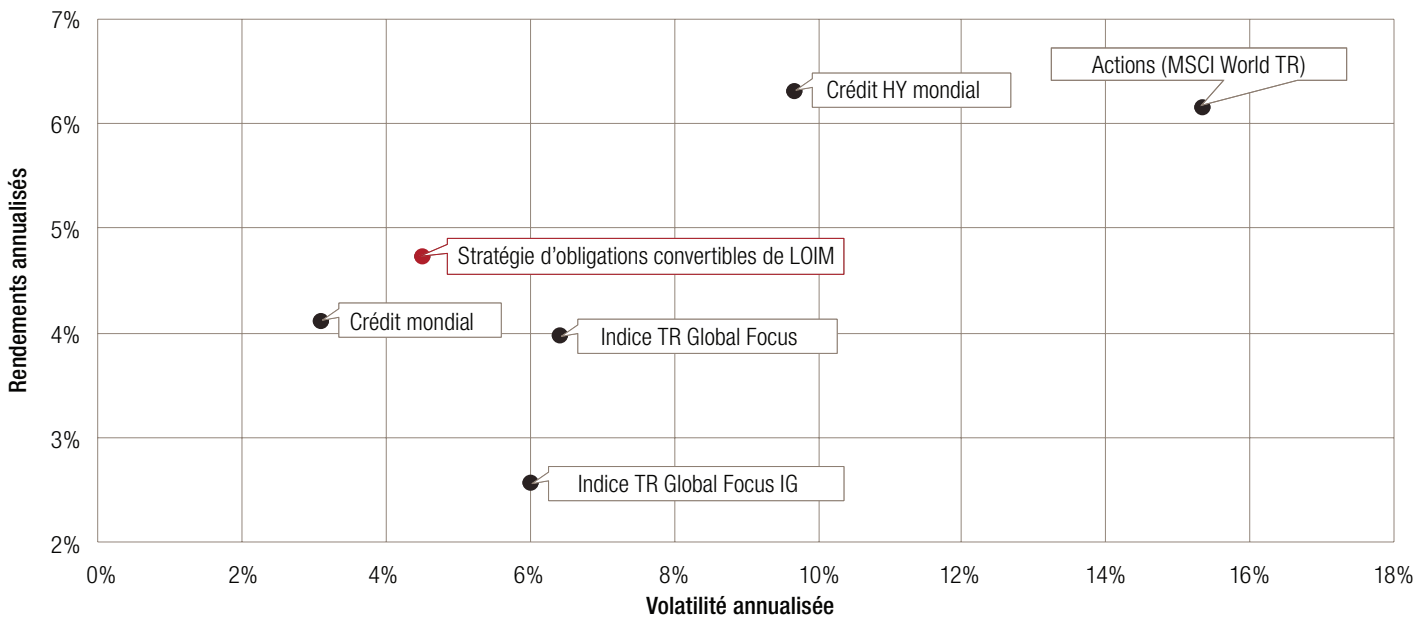
En termes d'allocation d'actifs, nous pensons que les obligations convertibles offrent aussi un avantage par rapport à une combinaison d'actions et d'obligations puisqu'elles offrent la

possibilité de rendements-ajustés de la volatilité plus élevés sur le long terme ainsi qu'un ajustement sans frais de la protection obligataire et de la sensibilité action. Ainsi ajouter des obligations convertibles à une allocation composée d'actions et d'obligations pourra augmenter à long terme le ratio de Sharpe d'un portefeuille diversifié (Fig. 4).

D'un point de vue obligataire, l'ajout d'obligations convertibles à un portefeuille diversifié peut fournir des avantages de diversification en termes de nature d'émetteurs et de secteurs, tout en diminuant la sensibilité aux taux d'intérêt de l'ensemble de l'allocation. Comme mis en évidence précédemment, les obligations convertibles ont historiquement une corrélation négative avec les taux d'intérêt et une corrélation proche de zéro avec les indices obligataires (aggregate).

Les obligations convertibles bénéficient d'une corrélation positive avec les actions, bien que celle-ci soit loin d'être parfaite et qu'elle évolue avec le temps. Sur le long terme, les obligations convertibles ont généré des rendements similaires aux actions, mais avec une volatilité bien moindre, entraînant des rendements ajustés selon le risque plus élevés (mesurés par le ratio de Sharpe) au cours des 10, 15 et 20 dernières années. **Nous pensons que ce profil de rendement asymétrique rend les obligations convertibles particulièrement attrayantes pour les investisseurs à la recherche de potentiel de croissance du marché actions qui souhaitent cependant réduire leur exposition à la volatilité de ce marché.**

FIG. 4 RENDEMENTS ET VOLATILITÉ DES CLASSES D'ACTIFS



Note : période d'analyse du 31 décembre 2004 au 31 juillet 2018. Sources : Actions : MSCI World TR (couvert en EUR) ; stratégie d'obligations convertibles de LOIM (brut) ; crédit HY mondial : Indice Barclays : Indice Barclays Global High Yield Corporate (couvert en EUR) ; crédit mondial : Indice Barclays : Indice Barclays Global Credit Corporate (couvert en EUR) ; Indice TR Global Focus : Indice Thomson Reuters (couvert en EUR) ; Indice TR Global Focus IG : Indice Thomson Reuters (couvert en EUR). Les performances passées ne constituent pas une garantie de performance future.

L'ajout d'obligations convertibles à un portefeuille diversifié peut en outre **renforcer l'exposition à des parties du marché potentiellement sous-représentées dans le portefeuille d'un investisseur**. Bien que le marché des obligations convertibles contienne des émissions de sociétés de tous les secteurs, régions et capitalisations boursières, cette classe d'actifs bénéficie d'une pondération supérieure des secteurs à forte croissance et des moyennes capitalisations à la plupart des stratégies d'actions et d'obligations traditionnelles. Avec d'importantes allocations dans des secteurs comme la technologie ou l'industrie, les stratégies convertibles peuvent s'avérer particulièrement attrayantes pour compléter une stratégie action traditionnelle portée sur les dividendes donnant souvent la priorité aux titres de valeur des grandes capitalisations.

Enfin, **une caractéristique clé du marché mondial des obligations convertibles est le fait qu'il ne contient presque aucun ETF passif**. Cela est dû à la complexité de cette classe d'actifs et aux différences entre les marchés régionaux.

Nous pensons que la croissance spectaculaire des ETF actions et crédits « straights » passifs accentuera la volatilité des actifs sous-jacents et les rendra plus vulnérables aux liquidations de masse souvent déclenchées automatiquement pour des raisons « techniques ». Cette quasi-absence d'ETF passifs dans l'espace des obligations convertibles signifie que ce risque spécifique est extrêmement limité pour cette classe d'actifs.

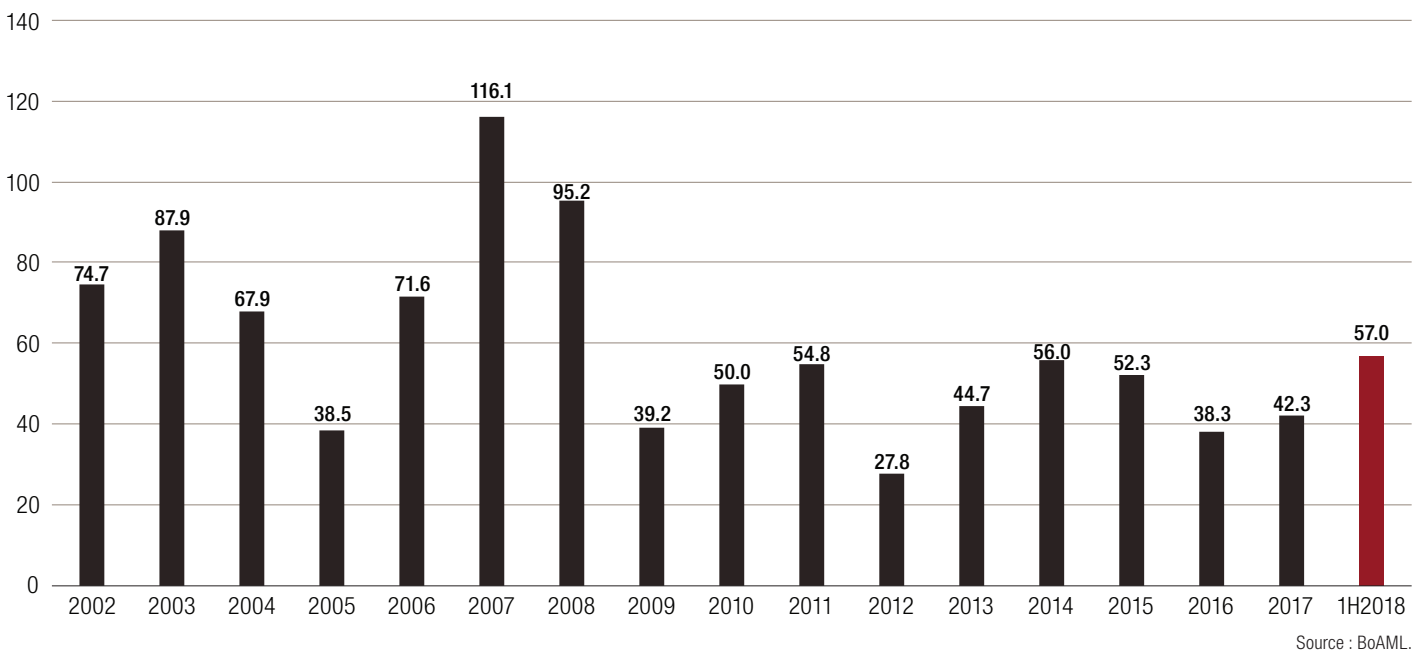
Le marché primaire

Pour les investisseurs privilégiant les obligations convertibles « mixtes », il est essentiel que le marché primaire reste dynamique. En effet, les nouvelles obligations convertibles (ou récemment émises) tendent à constituer la source première de profils « mixtes » (titres offrant à la fois la forte protection des obligations et une sensibilité aux actions non négligeable).

L'environnement actuel est favorable aux nouvelles émissions : les actions sont à des niveaux relativement hauts de valorisation et la trajectoire montante des taux d'intérêt persuade les émetteurs de se tourner vers les obligations convertibles dans le cadre de leurs stratégies de financement. Cela a été particulièrement évident au cours des derniers mois, une part importante des convertibles ayant été émise par de nouveaux venus dans cette classe d'actifs (particulièrement aux États-Unis). L'heureuse conséquence en a été une plus grande diversification de l'univers.

Au cours du premier semestre 2018, selon BoAML, les émissions mondiales se sont élevées à 57 milliards USD, soit le rythme le plus élevé de la décennie (voir Fig. 5). Si les États-Unis ont représenté comme souvent la plus grosse partie de ce volume (34 milliards USD), nous avons également assisté à une hausse importante des émissions asiatiques (12 milliards USD pour l'Asie hors Japon), ce qui n'avait plus été le cas depuis la période post crise financière. Nous y voyons un signal positif pour la classe d'actif et les analystes s'attendent à un maintien de cette dynamique au cours du second semestre, BoAML prévoyant le niveau d'émission le plus élevé depuis 2006.

FIG. 5 STATISTIQUES D'ÉMISSION DU 1ER SEMESTRE 2018 (EN MILLIARDS USD)



Conclusion : une classe d'actifs particulièrement adaptée aux périodes d'incertitude

Notre conviction est que les stratégies concentrées sur les obligations convertibles « mixtes » avec un fort plancher obligataire sont les mieux positionnées pour affronter de nombreux scénarios en ces temps d'incertitude :

- Pour les investisseurs cherchant des revenus mais s'attendant à une hausse des taux d'intérêt, à un écartement des spreads et à une intensification de la volatilité des actions, les options sur actions et la plus faible sensibilité aux taux d'intérêt des obligations convertibles en font une alternative attrayante à la dette pure ;
- Pour les investisseurs s'attendant à ce que les taux d'intérêt demeurent bas, mais inquiets quant aux valorisations des actions et à une dégradation potentielle de la confiance du marché pour raisons politiques, les obligations convertibles constituent une alternative attrayante aux simples actions classiques ;

- Pour les investisseurs considérant ces deux scénarios comme également probables, les obligations convertibles suppriment l'impératif de choisir un camp.

Enfin, les investisseurs qui comptent sur les revenus de leurs placements et trouvent leur rendement trop faible et leur durée trop longue peuvent se tourner vers les obligations convertibles pour réduire leur sensibilité aux taux d'intérêt et dynamiser leur potentiel de rendement attendu grâce à leurs options sur actions. Nous pensons de plus que l'actuelle attractivité des options sur actions (en matière de prix) constitue un autre argument d'investissement. Les investisseurs ne doivent pas perdre de vue que les obligations convertibles sont l'unique moyen de prendre de l'exposition à des options liquides et à long terme (généralement dans les cinq ans suivant l'émission).

Lorsque l'environnement est incertain comme il l'est aujourd'hui, aussi bien sur le plan tactique que stratégique, nous soutenons que les obligations convertibles constituent l'un des investissements les plus performants.

INFORMATIONS IMPORTANTES

RÉSERVÉ AUX INVESTISSEURS PROFESSIONNELS.

Le présent document est publié par Lombard Odier Asset Management (Europe) Limited, autorisée et réglementée par la Financial Conduct Authority (FCA), et inscrite au registre de la FCA sous le numéro 515393.

Lombard Odier Investment Managers (« LOIM ») est un nom commercial.

Le présent document est fourni à des fins d'information uniquement et ne constitue pas une offre ou une recommandation d'achat ou de vente d'une valeur mobilière ou d'un service. Il n'est pas destiné à être distribué, publié ou utilisé dans une juridiction où une telle distribution, publication ou utilisation serait illégale. Ce document ne contient pas de recommandations ou de conseils personnalisés et n'est pas destiné à remplacer un conseil professionnel au sujet d'investissements dans des produits financiers. Avant d'effectuer une quelconque transaction, tout investisseur doit examiner soigneusement l'adéquation de cette transaction avec sa propre situation et, le cas échéant, obtenir des conseils professionnels indépendants au sujet des risques, ainsi que des conséquences juridiques, réglementaires, financières, fiscales ou comptables. Ce document est la propriété de LOIM et est adressé à ses destinataires pour leur usage personnel exclusivement. Il ne peut être reproduit (en partie ou en totalité), transmis, modifié ou utilisé dans un autre but sans l'accord écrit préalable de LOIM. Le contenu de ce document est destiné à des personnes qui sont des investisseurs professionnels sophistiqués et/ou des entités qui opèrent sur les marchés financiers dans le cadre d'une autorisation ou d'une supervision ou qui ont été accréditées par LOIM comme ayant les compétences, l'expérience et la connaissance des sujets décrits dans ce document et pour lesquelles LOIM a reçu la garantie qu'elles ont la capacité de forger leurs propres décisions d'investissement et de comprendre les risques inhérents à tout investissement du type de ceux décrits dans ce document ou toutes autres personnes que LOIM a expressément confirmées être qualifiées pour recevoir ce document. Si vous n'appartenez à aucune catégorie de personnes décrites ci-dessus, nous vous demandons de bien vouloir soit retourner ce document à LOIM, soit le détruire et vous êtes expressément averti(e) de ne pas vous fier à son contenu ni de prendre en considération les sujets traités dans ce document pour des investissements ni de transmettre ce document à aucune autre personne.

Ce document contient les opinions de LOIM, à la date de publication. Les informations et analyses qu'il contient sont basées sur des sources considérées comme fiables. Toutefois, LOIM ne garantit ni l'actualité, ni l'exactitude, ni l'exhaustivité des informations figurant dans le présent document et ne pourra être tenu responsable d'éventuels pertes ou dommages résultant de leur utilisation. Toutes les informations et opinions exprimées ici, ainsi que les cours indiqués, peuvent être modifiés sans préavis. Ni le présent document, ni une copie de celui-ci ne peuvent être envoyés, emportés ou distribués aux Etats-Unis d'Amérique, l'un de ses territoires ou possessions ou zones soumises à leur juridiction, ni à l'intention d'une Personne américaine (US Person) ou dans l'intérêt d'une telle personne. A cet effet, le terme « Personne américaine » désigne tout citoyen, ressortissant ou résident des Etats-Unis d'Amérique, tout partenariat organisé ou existant dans un Etat, territoire ou possession des Etats-Unis d'Amérique, toute société de capitaux soumise au droit des Etats-Unis d'Amérique ou d'un Etat, territoire ou possession des Etats-Unis d'Amérique, ou toute propriété ou tout trust soumis à l'impôt fédéral des Etats-Unis d'Amérique quelle que soit la source de ses revenus.

Source des chiffres : sauf mention contraire, les chiffres sont fournis par LOIM.

Informations importantes sur les études de cas.

Les études de cas figurant dans le présent document ne sont fournies qu'à titre illustratif et ne sauraient constituer une recommandation d'investissement dans les titres mentionnés, ou une énumération complète de tous les facteurs ou considérations potentiellement pertinents à un investissement dans lesdits titres. Les études de cas ont été sélectionnées pour illustrer le processus d'investissement appliqué par le gérant en rapport avec un certain type d'investissement mais peuvent ne pas être représentatives de l'ensemble du portefeuille d'investissements passé ou futur du Fonds. En outre, il convient de préciser que ces études de cas ne seront à elles seules pas suffisantes pour donner une vision claire et équilibrée du processus d'investissement appliqué par le gérant ou de la composition du portefeuille d'investissements du Fonds.

©2018 Lombard Odier IM. Tous droits réservés.