

Investment viewpoint

En 2023 hissez les voiles et mettez le cap sur les obligations convertibles

For professional investor use only • Convertible bonds

Janvier 2023

En 2023, hissez les voiles et mettez le cap sur les obligations convertibles !

Si les actions et les obligations ont fortement fluctué sur les trois ans écoulés, les obligations convertibles ont dû elles-aussi composer et s'adapter à la métamorphose de l'environnement de marché.

En 2020, les convertibles ont largement bénéficié de la hausse des marchés actions, de la baisse des taux et du resserrement des spreads de crédit. Tous les moteurs de performance ont parfaitement fonctionné.

2021 a été un retour à une certaine normalité après l'euphorie de 2020. Néanmoins, si l'on regarde les deux années dans son ensemble, la classe d'actif des obligations convertibles a fait ce que l'on attendait d'elle en capturant environ 50% de la performance du marché action.

2022 a été une année difficile. La plupart des classes d'actifs traditionnelles ont affiché des performances négatives à deux chiffres. De nombreux facteurs ont provoqué des pics de volatilité en 2022. Les niveaux records d'inflation ont entraîné une hausse des taux dans toutes les grandes économies, à l'exception de la Chine où la Banque Populaire de Chine est restée très accommodante pour contrer un éventuel ralentissement de la croissance.

Pour les obligations convertibles, l'année 2022 s'est caractérisée par une forte dispersion des performances en fonction des styles d'investissement. Les gérants ont dû comprendre et s'adapter à un environnement très différent où les banques centrales ont décidé de retirer l'afflux abondant de liquidités des années précédentes. Cela a constitué un véritable défi puisqu'aucune classe d'actif traditionnelle n'a été épargnée. Nous avons bien anticipé ce changement et ce, dès la fin de l'année 2021. Ceci nous a aidé à mieux protéger les actifs sous gestion et a permis à nos fonds convertibles de surperformer leurs principaux compétiteurs. Dans ce nouvel environnement les obligations convertibles au profil « mixte » se sont comportées comme nous l'avions anticipé.

Sur les deux dernières années, la partie optionnelle des obligations convertibles a eu un effet positif sur les performances, elle aura permis d'amortir l'impact négatif des marchés actions et taux. En effet, la valeur d'une option s'apprécie avec la hausse de la volatilité des marchés. Depuis début 2020, nous pensons que cela a apporté une performance supplémentaire de l'ordre de 5%.



Natalia Bucci
Co-Head of Convertible Bonds



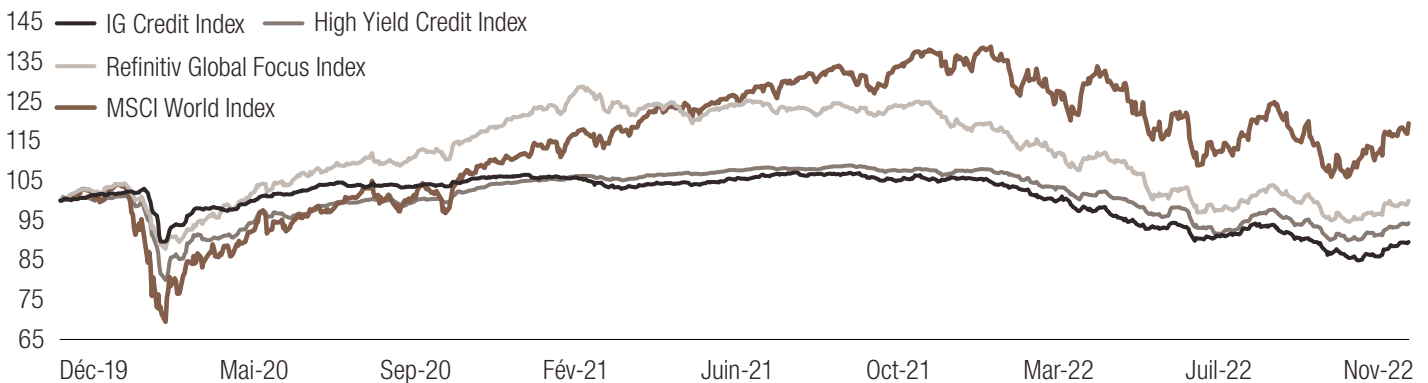
Arnaud Gernath
Co-Head of Convertible Bonds



Lydia Chaumont
Client Portfolio Manager

FIG. 1 PERFORMANCE COMPARATIVE DE LA CLASSE D'ACTIFS

OBLIGATIONS CONVERTIBLES CONTRE CREDIT ET ACTIONS DEPUIS 2020



Source: LOIM. For illustrative purposes only.

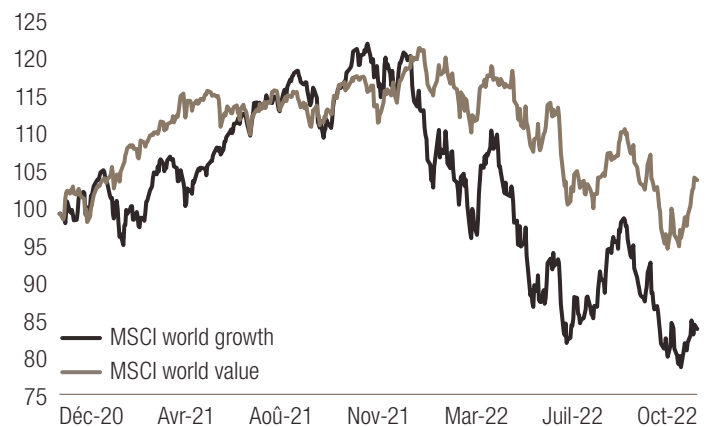
L'univers des obligations convertibles bénéficie aujourd'hui d'un niveau élevé de convexité en raison de la bonne qualité crédit des émetteurs et des valorisations peu chères. Un pourcentage élevé d'instruments offre un profil asymétrique. Lorsque le marché rebondit, ces obligations convertibles participent automatiquement à la hausse des actions, tout en offrant une protection à la baisse si le marché corrige. C'est tout l'intérêt d'investir dans les obligations convertibles lorsque l'environnement macroéconomique est aussi incertain qu'actuellement.

En 2020, les sociétés de croissance, fortement représentées dans l'univers convertibles, ont bien performé. En 2021 et 2022, ces mêmes valeurs ont souffert. Cependant il y a des raisons de croire que certaines de ces sociétés de croissance peuvent rebondir sur leur niveau actuel.

Historiquement, les sociétés de croissance ont été de gros émetteurs de convertibles. Souvent, ces émetteurs n'ont aucune autre dette que la souche convertible et elles affichent un bilan sain. Parmi les premières sociétés à avoir eu recours à la dette convertible pour financer leur expansion et ce, à plusieurs reprises sur les 10 dernières années, il y a un nom qui sera sûrement familier des investisseurs. Il s'agit de Tesla. En fait, les convertibles sont le moyen idéal d'investir dans ce profil de société en participant en grande partie à la hausse de l'action mais avec une volatilité beaucoup plus faible en raison de la protection du plancher obligataire.

FIG. 2 IL Y A EU PLUSIEURS ROTATIONS DE STYLE SUR LE MARCHÉ DES ACTIONS

LES SOCIÉTÉS DITES "VALUE" ONT SURPERFORMÉ CELLES DITES "GROWTH" DE PRESQUE 20% DEPUIS JANVIER 2021

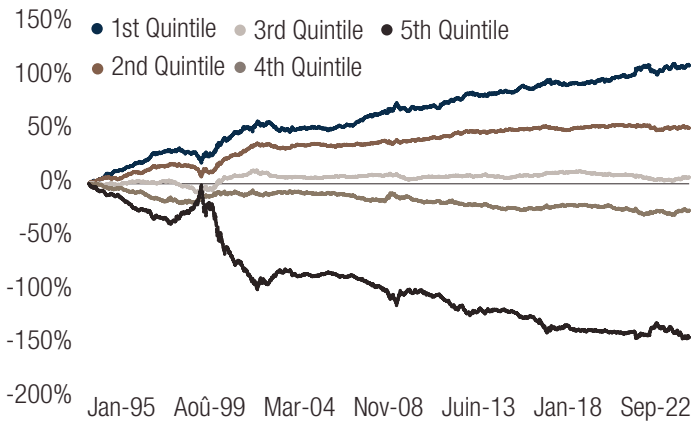


Source : LOIM. A titre indicatif. Indices action MSCI World Growth (\$) et Value (\$). Données arrêtées au 31 octobre 2022.

Les craintes d'une hausse des taux d'intérêt pour lutter contre l'inflation ont poussé les investisseurs vers des sociétés décotées qui offrent en général des perspectives de croissance plus faibles mais qui sont aussi plus défensives. Ces rotations sectorielles ont eu un impact négatif sur la classe d'actif dès le début de l'année 2021. Nous avons assisté à deux rotations de style en 2021, qui se sont ensuite répétées en 2022.

Néanmoins, la récente hausse des taux aux US et en Europe a conduit les investisseurs à repenser leur positionnement et à regarder de nouveau les noms de croissance qui ont sous-performé de manière significative.

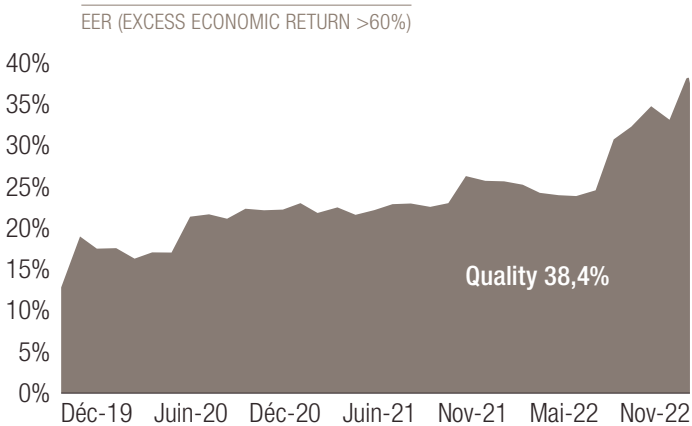
FIG. 3 LES ENTREPRISES DE QUALITÉ SUPÉRIEURE SURPERFORMENT LES AUTRES SEGMENTS AU FIL DU TEMPS



Source : LOIM. A titre indicatif. Indice MSCI All Country au 31 août 2022.

Cela dit, nous n'envisageons pas un retour à court-terme de ces sociétés de croissance sur les niveaux de valorisation qu'elles ont connu au début 2021. En revanche, les entreprises présentant des bilans solides et des modèles commerciaux durables et stables se comporteront mieux que les noms à forte croissance et à fort effet de levier qui rencontreront des difficultés en raison d'un coût du capital plus élevé. Ainsi, nous pensons que les sociétés à croissance élevée et de qualité afficheront des performances supérieures aux sociétés de croissance non profitables dans un environnement de récession. La proportion des sociétés de qualité parmi les sous-jacents des obligations convertibles du fonds global Lombard Odier a d'ailleurs considérablement augmenté.

FIG. 4 LA PONDÉRATION DES SOCIÉTÉS DE "QUALITÉ"



Source: LOIM. LO Funds – Convertible Bond Fund (€).

Habituellement, les obligations convertibles se comportent bien dans une année où les taux montent, pourtant cela n'a pas été le cas en 2022.

Les convertibles sont certes des obligations mais il existe une différence clé par rapport au marché de la dette classique. En termes simples, en tant qu'investisseur, vous disposez d'un instrument qui est moins sensible aux mouvements de taux car il détient une option d'achat sur action positivement corrélée à la hausse des taux d'intérêt. C'est ce qui rend aussi cette classe d'actifs atypique.

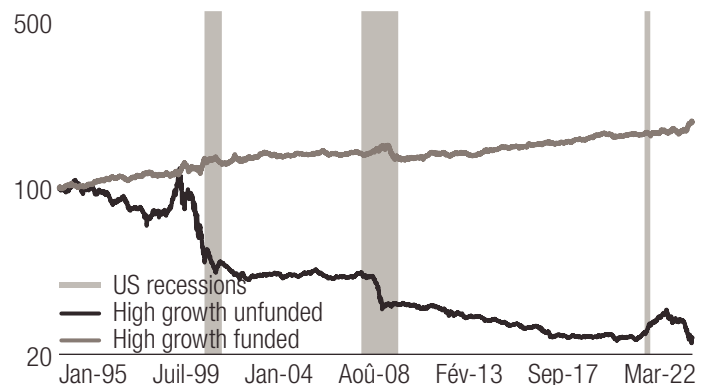
Dans les périodes où les banques centrales remontent les taux d'intérêt dans un contexte de croissance et d'inflation modérée, les marchés actions s'apprécient. Historiquement, les obligations convertibles performant bien elles aussi ; elles bénéficient de la dynamique des cours des actions sous-jacentes et, comme elles ont une durée moyenne inférieure à celle des obligations classiques, elles sont moins affectées par la remontée des taux.

Aujourd'hui, les taux augmentent afin de juguler les niveaux d'inflation exceptionnels. Leur remontée à laquelle nous assistons est beaucoup plus forte que dans un cycle inflationniste standard. Afin de conserver cette poussée inflationniste sous contrôle, les banquiers centraux sont prêts à sacrifier la croissance mais il faut rester attentif aux répercussions de leur action sur les marchés boursiers.

Le concept de « durée indirecte » est revenu sur le devant de la scène en 2021. Les sociétés à forte croissance _aussi appelées en anglais « long duration stocks », se valorisant sur des multiples très élevés et avec des perspectives de profits éloignées dans le temps, ont souffert de la hausse des taux, ce qui a conduit à une forte correction de ces valeurs.

FIG. 5 DURÉE INDIRECTE – ÊTRE CORRECTEMENT CAPITALISÉ SERA ESSENTIEL

LES ENTREPRISES À EFFET DE LEVIER POURRAIENT RENCONTRER DES DIFFICULTÉS AU FUR ET À MESURE QUE LE COÛT DU CAPITAL AUGMENTE FORTEMENT ET QUE LA CROISSANCE RALENTIT

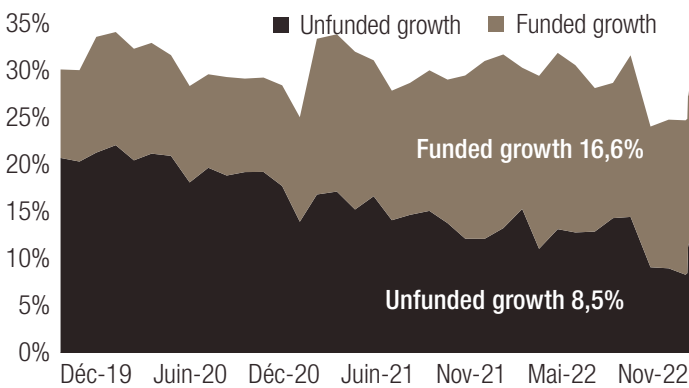


Source : LOIM. Refinitiv Global Convertible Bond Index (€) A titre indicatif. Données au 31 octobre 2022.

La classe d'actif a commencé l'année 2021 avec une grande proportion de ces noms de forte croissance, ce qui a pénalisé les performances dans les mois qui ont suivi. Nous avons décidé de vendre très tôt ce type d'émetteur, ce qui s'est avéré être une bonne décision.

La proportion de ces noms de forte croissance et non profitables est beaucoup plus faible aujourd'hui dans l'univers des obligations convertibles mixtes. Grâce à leur convexité, ces instruments ont vu leur sensibilité aux actions diminuer et ont perdu pour la plupart un profil « balancé ».

FIG. 6 LA PROPORTION DES SOCIÉTÉS DE CROISSANCE ET DE QUALITÉ A AUGMENTÉ

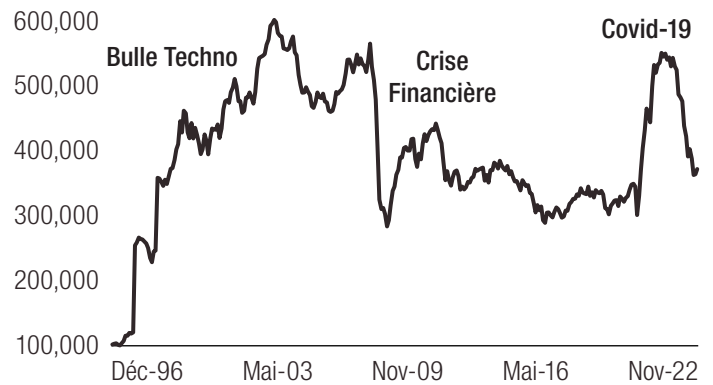


Source : LOIM. LO Funds Convertible Bond Fund (€) A titre indicatif. Données arrêtées au 31 octobre 2022.

La capitalisation boursière des obligations convertibles a progressé de 300 Md\$ à plus de 500 Md\$ en l'espace de deux ans. En revanche, nous avons noté un essoufflement en 2022 comparativement à 2020 et 2021. Depuis l'univers s'est stabilisé autour de 360 Md\$ mais son évolution dépendra aussi de l'état du marché primaire sur les mois à venir.

Si l'on regarde les émissions sur plusieurs cycles de marché, nous constatons que leur montant fluctue. La classe d'actifs devient le moyen privilégié de refinancement des émetteurs lorsqu'un certain nombre de conditions sont alignées, généralement en période de hausse des marchés boursiers et de hausse des taux. Donc, il n'y a pas de raison d'être trop inquiet, le rythme des nouvelles émissions est assez cyclique avec des périodes de fort dynamisme et d'autres où le marché primaire est plus calme comme en 2022. Lorsque le contexte de marché est très difficile, comme au lendemain de la crise financière mondiale de 2008 ou lors des premiers mois de la pandémie 2020, les termes des nouveaux placements en obligations convertibles deviennent beaucoup plus généreux pour attirer de nouveau les investisseurs.

FIG. 7 CAPITALISATION BOURSIERE DES OC DEPUIS 1998 (MILLIARDS USD)

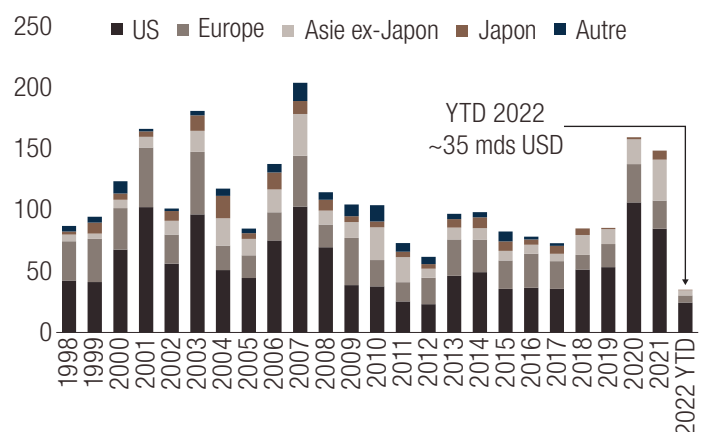


Source : BoAML. For illustrative purposes only.

Bien que 2020 et 2021 aient été des années record, les niveaux d'émissions en 2022 ont été nettement inférieurs. Le marché primaire en 2020 a été porté par des émissions d'entreprises de forte croissance répondant à des besoins en matière télétravail et de consommation « à la maison », mais aussi par des émetteurs gravement touchés par la pandémie avec un réel besoin de refinancement pour une question de survie de leur activité.

Il est vrai qu'il y a eu un pic d'émissions au début de 2021. Un grand nombre de transactions ont été émises en très peu de temps et ont provoqué une véritable indigestion. La classe d'actifs s'est ainsi dépréciée. Il y a eu ensuite une deuxième vague un peu plus tard dans l'année, avec des émetteurs plus opportunistes, aux bilans moins robustes et avec des valorisations quelque peu élevées. Au même moment, l'environnement macroéconomique s'est détérioré et nous avons décidé de ne pas participer à cette nouvelle vague d'émissions.

FIG. 8 MARCHÉ PRIMAIRE – LES ÉMISSIONS CONVERTIBLES PAR RÉGION DEPUIS 1998I



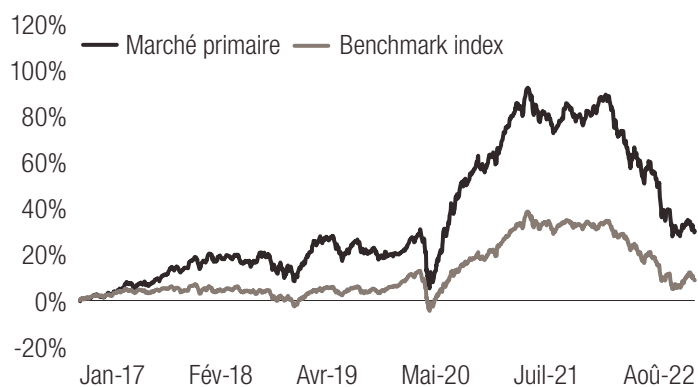
Source : UBS jusqu'en 2017. BoAML depuis 2018. A titre indicatif. Données au 30 novembre 2022.

En 2022, les coûts de financement ont été plus élevés, les besoins de refinancement moins importants et la hausse de la volatilité sur les marchés actions ont conduit à un ralentissement du marché primaire. En règle générale, les entreprises préfèrent placer de la dette convertible lorsque les marchés boursiers sont en hausse ; elles vendent ainsi leurs actions à un prix futur plus élevé. Nous pensons qu'aujourd'hui les conditions sont propices à une reprise de l'activité du marché primaire, la demande des investisseurs pour de nouvelles émissions est importante et le retour que nous recevons des banques sur l'activité primaire des prochains mois montre une forte augmentation, en particulier de la part des sociétés de taille moyenne. Il y a un certain nombre de raisons à cela, certaines entreprises cherchent à renforcer leur bilan ou à allonger l'échéancier de leur dette, d'autres souhaitent réaliser des opérations de fusions-acquisitions pour profiter de valorisations absolues très bon marché sur des sociétés cibles.

D'autre part, un marché primaire dynamique a de multiples avantages. La vertu des nouvelles émissions est qu'elles rajoutent à la fois de la convexité et de la liquidité. Souvent les émissions profitent d'une décote qui permet à ces nouvelles obligations convertibles de surperformer le marché au cours du premier mois. Les émissions d'un montant significatif intégreront les indices de référence, cet attrait technique va soutenir leur valorisation.

Cependant pour « gagner de l'argent » sur le marché primaire, il faut faire preuve de discernement et cela passera par une analyse financière détaillée de l'émetteur et de l'action sous-jacente, pour comprendre la dynamique de valorisation future de l'instrument.

FIG. 9 LE MARCHÉ PRIMAIRE COMME SOURCE DE SURPERFORMANCE



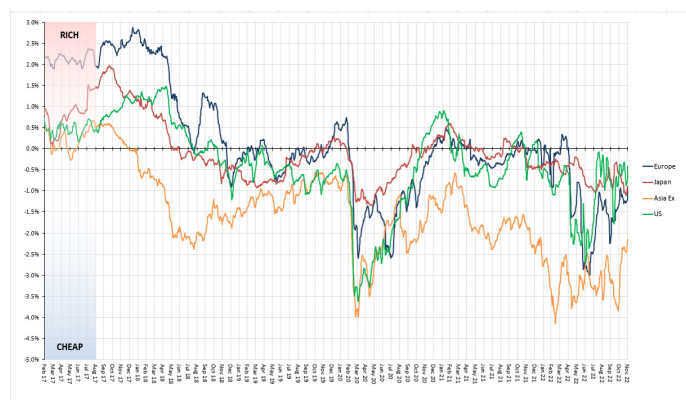
Source : LOIM. Benchmark: Bloomberg. Refinitiv Global Convertible Bond Index (€). A titre indicatif. Données au 31 août 2022.

Des opportunités d'investissement plus nombreuses dans un contexte macroéconomique complexe mais où la valorisation des obligations convertibles est attractive.

Avec la correction du marché, nombreuses sont les obligations convertibles qui offrent des rendements à maturité attractifs et qui se négocient à un niveau de prix inférieur à leurs équivalents sur le marché de la dette obligataire classique. Il existe donc une opportunité de marché sur ce segment. Les actions ont chuté et la sensibilité au marché action des obligations convertibles a baissé également. De nombreux instruments se négocient désormais sur des niveaux très proches de leur plancher obligataire et offrent techniquement une option gratuite sur le sous-jacent. Une partie du marché s'est disloquée et suscite moins l'appétit des investisseurs. Il est pourtant judicieux de construire un portefeuille à partir de ces noms, qui bénéficiera de deux principaux moteurs de performance : le premier est le retour du prix de ces instruments à leur prix de remboursement et le second est leur capacité à regagner rapidement de l'asymétrie via la partie optionnelle dans une configuration d'un marché action en hausse. À mesure que les spreads de crédit se resserrent et que les actions sous-jacentes rebondissent, ces deux principaux moteurs des obligations convertibles tourneront à plein régime.

FIG. 10 VALORISATION DES OBLIGATIONS CONVERTIBLES

COMPARAISON HISTORIQUE DES VALORISATIONS THÉORIQUES ET DES PRIX DE MARCHÉ



Source : Jefferies. A titre indicatif. Les performances passées ne sont pas des garanties de résultats futurs. Données arrêtées au 30 novembre 2022.

Néanmoins il existe aujourd'hui d'autres opportunités. Les obligations convertibles sont des véhicules d'investissement « tout terrain » et pour « tout temps ». A tout moment du cycle, plusieurs stratégies à base d'obligations convertibles peuvent avoir du sens pour les investisseurs.

Aujourd'hui, notre fonds phare « LOF Convertible Bond » est investi dans des instruments affichant une forte asymétrie par rapport au marché action et aide ces porteurs à mieux naviguer dans les périodes de volatilité.

Dans une année comme celle que nous avons vécue en 2022, un biais pour une gestion encore plus défensive fonctionne très bien. En effet, choisir des émetteurs avec une qualité de crédit solide à travers des obligations convertibles au profil convexe aura permis de très bien protéger les performances. Notre fonds « Convertibles Bond Defensive Delta » en est un parfait exemple. Nous constatons qu'un grand nombre d'investisseurs pilotent leur stratégie convertible à partir de plusieurs fonds, en alliant souvent une stratégie défensive comme la nôtre, à un fonds plus « agressif ». En plus d'une plus grande diversification, cette combinaison leur permet de s'adapter à tous les contextes de marchés.

Si nous nous tournons vers la zone Asie Pacifique (ex Japon), les récentes annonces gouvernementales chinoises qui reflètent un changement de ton en faveur d'un assouplissement de la politique zéro-Covid, contribuent à améliorer le sentiment des investisseurs sur la région. Les valorisations semblent intéressantes et la Banque Populaire de Chine est la seule grande banque centrale à ne pas remonter ses taux directeurs. Des plans de relance ont été mis en place encore récemment pour soutenir un secteur immobilier qui représente toujours un risque systémique dont nous pensons qu'il finira par se stabiliser. 2022 a été une année politique importante et si vous pensez, comme nous, que les risques actuels peuvent devenir une opportunité, alors notre fonds obligations convertibles asiatiques mérite d'être considéré. Dans des marchés volatils, les obligations convertibles asiatiques offrent un positionnement intéressant, les rendements à maturité sont attractifs et les porteurs sont aujourd'hui rémunérés en attendant un rebond du marché action. Bien que les émetteurs chinois représentent plus de la moitié de l'univers des convertibles asiatiques en circulation, il existe aussi un nombre important d'émissions en provenance de la Corée du Sud, d'Inde, de Taïwan et de Singapour qui apportent une véritable diversification.

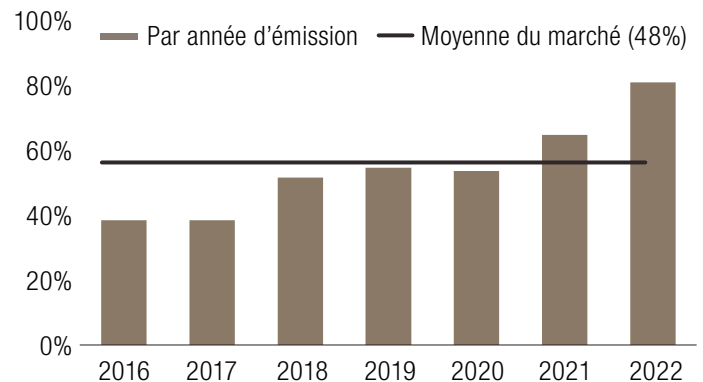
Quid d'une allocation pure en obligations convertibles versus un investissement dans un fonds diversifié en actions et en obligations ou bien dans la combinaison d'un fonds en actions et d'un fonds obligataire.

Nous pensons que ce n'est pas nécessairement l'un ou l'autre. Un portefeuille diversifié peut être complémentaire, mais les obligations convertibles ont de nombreux points forts. Investir dans un fonds en obligations convertibles peut ajouter de la diversification à une allocation plus traditionnelle en actions et en obligations. En particulier, l'univers des convertibles est composé d'émetteurs qui sont très différents des émetteurs présents dans le marché du crédit. L'univers des convertibles a aussi un biais sectoriel différent de celui des indices standards actions et obligataires. Par exemple, il y a une plus forte représentativité de la consommation discrétionnaire, de la technologie et de la communication par

rapport aux secteurs de la finance et de la consommation de base. Les titres de ces secteurs ont ainsi tendance à avoir un bêta plus élevé et à bien performer durant les périodes de reprise, mais il faut garder à l'esprit que la protection à la baisse fournie par la classe d'actifs aide les investisseurs à atténuer la volatilité.

Un grand nombre d'émetteurs sur le marché des convertibles n'a aucune autre forme de dette sur les marchés obligataires. C'est donc le seul moyen pour un investisseur obligataire de s'exposer à ces émetteurs.

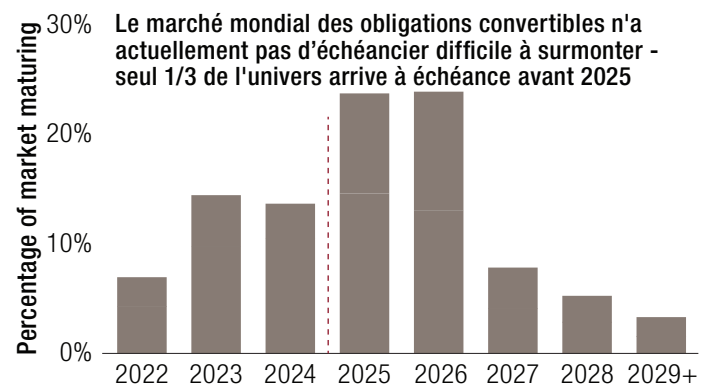
FIG. 11 DES EMETTEURS QUI NE DETIENNENT QUE LA DETTE CONVERTIBLE DANS LEUR BILAN



A titre indicatif. Source BoAML à juin 2022.

FIG. 12 LES EMETTEURS ONT GENERALEMENT PEU OU PAS D'AUTRE DETTE A LEUR BILAN

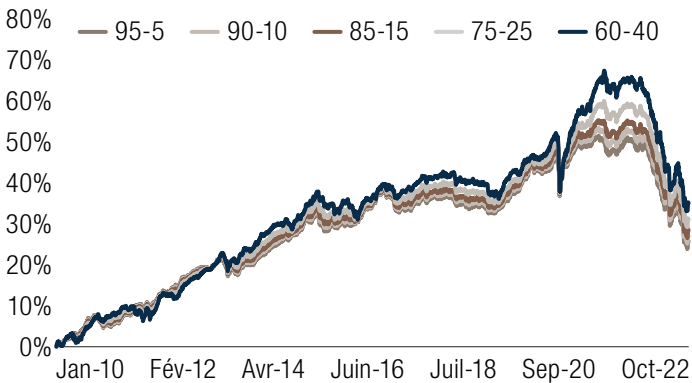
PAS DE BARRIERE DE REMBOURSEMENT AVANT 2025



Source : BoAML. Données au 30 septembre 2022. A titre indicatif.

Ajouter des obligations convertibles à un investissement purement obligataire améliore les performances sur des périodes longues tout en faisant baisser la volatilité. Pour un investisseur en actions, les obligations convertibles offrent une alternative à faible volatilité pour maintenir une exposition sur le marché action dans un environnement macroéconomique difficile. Etre investi à la fois dans un fonds obligataire et un fonds en actions ne permettra pas non plus une véritable réplique d'un fonds en obligations convertibles car vous combinez les risques liés à la volatilité et à la durée plutôt que de les atténuer.

FIG. 13 RAJOUTER GRADUELLEMENT DES OBLIGATIONS CONVERTIBLES À UN PORTEFEUILLE OBLIGATAIRE POUR AMÉLIORER LES RENDEMENTS



BONDS (%)	PART D'OBLIGATIONS CONVERTIBLES (%)	PERFORMANCE ANNUALISEE (%)	VOLATILITE (%)	RATIO DE SHARPE
95%	5%	1,78%	3,00%	0,60
90%	10%	1,87%	2,90%	0,65
85%	15%	1,95%	2,80%	0,70
75%	25%	2,12%	2,80%	0,75
60%	40%	2,35%	3,10%	0,76

Source : LOIM. Données entre 1/1/2010 et le 31/10/2022. A titre indicatif. Les performances passées ne sont pas des garanties de résultats futurs. Indice Bloomberg Global Aggregate Corporate Bond Index (€). Indice Refinitiv Global Focus (€).

Notre classe d'actifs possède des caractéristiques techniques qui lui sont propres avec des moteurs de performance qui sont différents. Lorsque les valorisations sont peu coûteuses, elles reviennent à leur moyenne dans le temps. Les convertibles apportent une diversification par rapport aux principaux indices boursiers, elles peuvent profiter des dislocations sur les rendements obligataires, elles bénéficient du resserrement des spreads de crédit, elles sont dotées d'une durée plus courte et le marché primaire est bien souvent source d'asymétrie et de performance supplémentaire.

Le positionnement du portefeuille LOF Convertible Bond et ses moteurs de performance pour l'année 2023

Nous avons abordé 2022 avec un positionnement défensif, nous avons une vue négative sur les actions et le crédit compte tenu du contexte macroéconomique sur fond de ralentissement de la croissance et d'un retrait imminent de liquidités dans toutes les grandes économies, à l'exception de la Chine. Cela nous a été très utile pour traverser la correction des marchés que nous avons connue au premier semestre de l'année. Plus précisément, nous avons évité toute exposition à des sociétés de forte croissance non profitables et nous n'étions pas exposés aux émetteurs du secteur immobilier chinois.

Le premier semestre 2022 s'est déroulé, dans une large mesure, comme nous l'avions prévu : une faiblesse des marchés actions conjuguée à la hausse des taux et à l'élargissement des spreads de

crédit. Tous les moteurs de performance ont contribué négativement à l'exception de la volatilité.

Si l'on se projette sur 2023, nous pensons que les bourses internationales resteront volatiles avec peu de périodes haussières sur le premier semestre. La réunion de Jackson Hole et les derniers commentaires « hawkish » du président de la Fed Jerome Powell sur les chiffres de l'inflation américaine ont renforcé notre conviction que l'économie pourrait entrer dans une phase de ralentissement en raison du niveau des taux d'intérêt qui devraient rester durablement élevés. Il est extrêmement difficile d'évaluer le décalage de temps entre le moment des décisions prises dans le cadre d'une politique monétaire restrictive et celui de leur résultat sur l'économie réelle. Les obligations convertibles s'avèreront très utiles en 2023 pour naviguer dans un contexte macroéconomique incertain.

Sur le crédit, nous n'anticipons pas une hausse significative des défauts, d'ailleurs le gros du calendrier de remboursement se situe au-delà de 2025. En fait, nous pensons qu'il y a des opportunités à saisir. Le rendement de la classe d'actifs est attractif et les coupons constituent une source de revenu supplémentaire. En revanche, nous privilégions les sociétés de grande qualité de crédit au fur et à mesure que les taux d'intérêt montent et que les spreads de crédit s'élargissent.

Nous pensons que les valorisations des obligations convertibles pourraient continuer à s'améliorer.

Nous nous attendons à ce que le marché primaire ajoute de la valeur, car les nouvelles transactions devraient être proposées sur des termes attractifs pour les investisseurs.

En terme de positionnement géographique, nous pensons que les États-Unis à travers l'action de la Fed, maintiendront une politique monétaire restrictive compte-tenu de la robustesse de l'emploi et de la croissance des salaires. L'action de la Réserve Fédérale Américaine est cependant déjà bien enclenchée dans un cycle de hausse de ses taux directeurs qui se rapprochent maintenant rapidement de leurs niveaux neutres et ce, dans un contexte où les données récentes d'inflation affichent un début de ralentissement.

Nous pensons que le ton sur l'Europe en ce début d'année 2023 est plus optimiste que ce qu'il était au dernier trimestre 2022. La région, aidée par une météo clémente, a pour le moment très bien géré la crise énergétique et sa dépendance à l'approvisionnement du gaz russe. A ce titre, des capacités de stockage supplémentaires ont été sécurisées très rapidement. Si les inquiétudes sur les prix de l'énergie se sont estompées, elles pourraient resurgir à l'hiver 2023/24, aussi l'Europe met tout en œuvre pour se doter de solutions alternatives et durables. Il est à noter que la faiblesse de l'euro apporte un certain soutien aux exportateurs et la majeure partie de notre exposition sur la zone porte sur des sociétés avec une activité internationale. Nous pensons que ces entreprises devraient se montrer plus résilientes en cas de ralentissement.

FIG.14 PORTFOLIO POSITIONING AND POTENTIAL PERFORMANCE DRIVERS FOR 2023

**USA**

- La FED maintiendra une politique hawkish compte tenu de la robustesse de l'emploi (taux de chômage bas, inflation salariale) toujours au-dessus de la zone de confort
- Il est extrêmement difficile d'évaluer le décalage de temps entre le moment des décisions prises dans le cadre d'une politique monétaire restrictive et celui de leur résultat sur l'économie réelle

**EUROPE: un ton plus optimiste par rapport au T4 22**

- Les prix de l'énergie sont en retrait vs leur plus haut les capacités de stockage supplémentaires ont été sécurisées
- Des pressions salariales limitées avec un chômage faible
- Un Euro plus faible et un taux d'épargne élevé comme soutien
- Des sociétés internationales plus résilientes
- Valorisation boursière bon marché vs son historique et les US

**Japon**

- Rentabilité des entreprises à un niveau élevé avec une croissance des salaires maîtrisée
- Mais une inflation plus élevée pourrait conduire à un nouveau changement de politique monétaire et l'appréciation du JPY pourrait devenir un obstacle

**Points communs pour les US et l'Europe**

- L'essentiel des cycles de hausse des taux est derrière nous
- Mais les taux resteront plus élevés... plus longtemps
- Les indicateurs PMI montrent une faiblesse persistante de l'activité dans toutes les régions, signe d'une récession toutefois moins sévère qu'attendue
- Le taux de chômage historiquement bas dans les deux régions

**Asie Pacifique**

- Une fin plus rapide que prévue de la politique zéro-Covid en Chine Sans retour en arrière
- Un changement de politique favorable à la croissance (budgétaire et monétaire)
- Un secteur immobilier toujours compliqué... mais avec de nouvelles mesures récentes pour assouplir les règles
- Des risques géopolitiques tendus avec les Etats-Unis (Taiwan) qui maintiendront la volatilité sur des niveaux élevés et une décote vs DM
- Une reprise progressive plus qu'en forme de V.
- Privilégier les noms cycliques de consommation et de réouverture ainsi que les thèmes alignés sur la politique gouvernementale

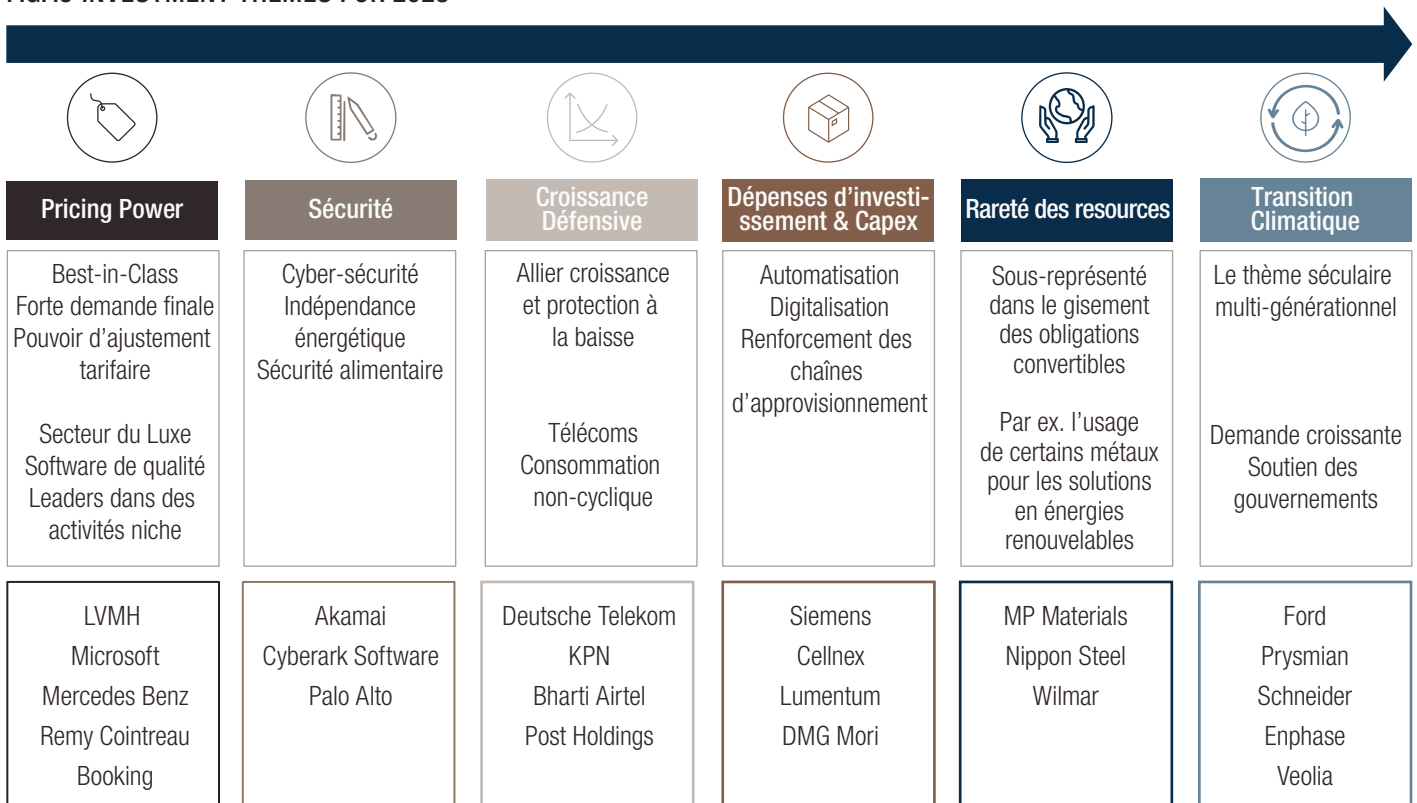
Source: LOIM. For illustrative purposes only.

Un investissement en Asie est très dépendant de notre vue sur la Chine. Le ralentissement de la croissance, les confinements liés au Covid et l'incertitude autour des attentes pour le secteur immobilier ont rendu les investissements sur la zone complexes jusqu' au dernier trimestre de 2022, et ce, malgré les valorisations attrayantes du marché action. Les tensions géopolitiques sont toujours présentes avec les États-Unis et les mesures de relance visant à soutenir le secteur immobilier tardent à faire des différences significatives. Cependant, depuis le début d'année, la Chine a révisé drastiquement sa politique zéro-Covid, décidant de l'abandonner sans retour en arrière. Les changements de politique favorables à la croissance budgétaire et monétaire ont eux aussi contribué à améliorer le sentiment des investisseurs sur la zone. Nous pensons que la reprise en Asie se fera progressivement. Nous privilégions les sociétés où la croissance est présente (en restant très sélectifs sur les acteurs de la consommation cyclique, de la technologie ou liés à la réouverture comme les compagnies aériennes) mais également sur des thèmes d'investissement alignés sur la politique gouvernementale tels que la transition verte, à travers les constructeurs de véhicules électriques.

Les Obligations convertibles offrent aujourd'hui des expositions sur quatre thèmes principaux qui, selon nous, ressortiront gagnants dans les prochains mois :

- Les sociétés avec un fort « **Pricing Power** ». A notre sens les meilleurs noms dans cette catégorie seront ceux qui répondent à une forte demande finale dans les secteurs du luxe et des logiciels
- Les acteurs incontournables dans le secteur de la **cyber sécurité** : les budgets informatiques des entreprises ne cessent d'augmenter et le risque géopolitique reste élevé
- **Les valeurs défensives avec de la croissance** qui offrent une protection relative en cas de récession comme les télécommunications
- Les sociétés soumises au thème du **rapatriement des capacités de production** sur leurs marchés domestiques à l'image des semi-conducteurs et certains constructeurs automobiles

FIG. 15 INVESTMENT THEMES FOR 2023



Source: LOIM. For illustrative purposes only.

Mais il y a aussi :

- La thématique autour de **la rareté des ressources** qui est importante et est jusqu'à présent sous-représentée dans notre univers à l'image des métaux utilisés par les fournisseurs d'énergie renouvelable. Nous souhaiterions d'ailleurs qu'il y ait plus d'émissions d'obligations convertibles sur ce thème,
- Les thèmes exposés sur des tendances long terme portés par une croissance forte sur les prochaines décennies en particulier autour de **la transition climatique**. Les véhicules électriques, les énergies renouvelables et les fournisseurs de solutions continueront de bénéficier d'une demande toujours croissante et du soutien des gouvernements.

A ce sujet, nous avons développé chez Lombard Odier toute une gamme de fonds sur la transition climatique afin d'aider nos clients à réduire l'empreinte carbone et le réchauffement de leurs investissements. Pour répondre à cette attente, nous avons

lancé en novembre 2021, le fonds Target Net Zero Convertible Bond qui investit activement dans des entreprises déjà engagées dans la transition climatique mais aussi sur des fournisseurs de solutions qui seront exposés à la croissance anticipée très forte des dépenses en investissement sur ce thème. Ce Fonds est un véhicule d'investissements concentrés qui dispose d'un budget de risque plus flexible que notre gamme de produits convertibles existante.

Les obligations convertibles restent des instruments « pour tous les temps ». Nous pensons que la classe d'actif possède aujourd'hui des atouts pour lui permettre de bien performer en relatif contre les autres classes d'actifs traditionnelles et cela dans un contexte macroéconomique qui restera volatil. LOIM offre aujourd'hui une gamme étendue de fonds d'obligations convertibles permettant aux investisseurs de choisir leur niveau d'exposition action, leur préférence géographique mais aussi d'être investis sur des thèmes bénéficiant d'une croissance séculaire.

INFORMATION IMPORTANTE

PROFIL DE RISQUE ET DE RENDEMENT

SRRI score: 6 (1: risque faible, rendement potentiellement plus faible; 7: risque élevé, rendement potentiellement plus élevé)

Document destiné aux investisseurs professionnels uniquement.

Ce document marketing est publié par Lombard Odier Funds (Europe) S.A., une société anonyme (SA) de droit luxembourgeois, ayant son siège social au 291, route d'Arlon, L-1150 Luxembourg, autorisée et supervisée par la CSSF en qualité, d'une part, de Société de gestion au sens du chapitre 15 de la Loi du 17 décembre 2010 concernant les organismes de placement collectif et de la Directive européenne 2009/65/EC (UCITS), telle que modifiée et, d'autre part, en qualité de gestionnaire de fonds d'investissements alternatifs au sens de la Loi du 12 Juillet 2013 comme modifiée de temps en temps et de la Directive européenne 2011/61/EU (AIFMD). L'objectif de la Société de gestion est la création, la promotion, l'administration, la gestion et la commercialisation d'OPCVM luxembourgeois et étrangers, de fonds d'investissement alternatifs (« FIA ») et d'autres fonds réglementés, véhicules de placement collectif ou autres véhicules d'investissement. Lombard Odier Investment Managers (« LOIM ») est un nom commercial.

Le fonds mentionné dans ce document (ci-après le « Fonds ») est une société d'investissement à capital variable (SICAV) de droit luxembourgeois. Le Fonds est autorisé et supervisé par la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) en qualité d'OPCVM au sens de la Directive européenne 2009/65/EC, telle que modifiée. La société de gestion du Fonds est Lombard Odier Funds (Europe) S.A. (ciaprès la « Société de Gestion »), une société anonyme (SA) de droit luxembourgeois, ayant son siège social 291, route d'Arlon, L-1150 Luxembourg, autorisée et supervisée par la CSSF en qualité de société de gestion au sens de la Directive européenne 2009/65/EC, telle que modifiée. Le Fonds est autorisé à la commercialisation dans certaines juridictions seulement. Les statuts, le prospectus, le Document d'Informations Clés et le formulaire de souscription sont les seuls documents officiels de vente des parts du Fonds (les « Documents de vente »). Ils sont disponibles sur <http://www.loim.com> ou peuvent être obtenus sur demande et sans frais au siège social du Fonds, de la Société de Gestion, auprès des distributeurs du Fonds ou des représentants locaux, indiqués ci-après.

Autriche. Autorité de Surveillance: Finanzmarktaufsicht (FMA), Représentant : Erste Bank der österreichischen Sparkassen AG, Am Belvedere 1, 1100 Wien – **Belgique.** Représentant: CACEIS Belgium S.A., Avenue du Port 86C, b320, 1000 Brussels – **France.** Autorité de Surveillance: Autorité des marchés financiers (AMF), Représentant: CACEIS Bank, place Valhubert 1-3, F-75013 Paris – **Allemagne.** Autorité de Surveillance : Bundesanstalt für inanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Représentant : DekaBank Deutsche Girozentrale, Mainzer Landstraße 16, D-60325 Frankfurt am Main – **Irlande.** Supervisory Authority: Central Bank of Ireland (CBI), Facilities Agent: CACEIS Ireland, One Custom House Plaza, International Financial Services Centre, Dublin 1, Ireland. - **Italie.** Autorité de Surveillance: Banca d'Italia (BOI), Agents payeurs: Société Générale Securities Services S.p.A., Via Benigno Crespi, 19/A – MAC 2, 20159 Milano, State Street Bank International GmbH – Succursale Italia, Via Ferrante Aporti, 10, 20125 Milano, Banca Sella Holding S.p.A., Piazza Gaudenzio Sella, 1, 13900 Biella, Allfunds Bank S.A.U., Succursale de Milan, Via Bocchetto 6, 20123 Milan, BNP Paribas Securities Services, avec son siège à Paris, rue d'Antin, 3,

et exerçant ses activités par le biais de sa succursale de Milan, Piazza Lina Bo Bardi 3, 20124 Milan, Italie – **Liechtenstein.** Autorité de Surveillance: Finanzmarktaufsicht Liechtenstein (« FMA »), Représentant : LGT Bank AG Herrengasse 12, 9490 Vaduz – **Pays-Bas.** Autorité de Surveillance: Autoriteit Financiële Markten (AFM). Représentant: Lombard Odier Funds (Europe) S.A, Succursale néerlandaise, Gustav Mahlerlaan 1212, NoMa House, 1081 LA Amsterdam – **Espagne.** Autorité de Surveillance: Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). Représentant: Allfunds Bank S.A. Calle Estafeta 6, La Moraleja, Alcobendas 28109, Madrid – **Suède.** Autorité de Surveillance: Finans Inspektionen (FI). Représentant: SKANDINAVISKA ENSKILDA BANKEN AB (publ), Kungsträdgårdsgatan, SE-106 40 Stockholm – Suisse. Autorité de Surveillance : FINMA (Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers), Représentant: Lombard Odier Asset Management (Switzerland) SA, 6 av. des Morgines, 1213 Petit-Lancy; Paying agent : Banque Lombard Odier & Cie SA, 11 rue de la Corratierie, CH-1204 Geneva. **Grande Bretagne.** Autorité de Surveillance: Financial Conduct Authority (FCA), Représentant: Lombard Odier Asset Management (Europe) Limited, Queensberry House, 3 Old Burlington Street, London W1S3AB, qui a approuvé le présent document pour diffusion au Royaume-Uni à des clients professionnels ou à des contreparties éligibles et qui est soumise à la surveillance de la FCA.

Un placement dans le Fonds ne convient pas à tous les investisseurs. Faire un investissement dans le Fonds est spéculatif. Il ne peut y avoir de garantie que les objectifs d'investissement soient atteints ou qu'il y ait un retour sur capital. Les performances passées ou estimées ne sont pas un indicateur fiable des résultats futurs et il ne peut être garanti que des profits seront réalisés ou que des pertes substantielles seront évitées. Ce document ne contient pas de recommandations personnalisées et n'est pas destiné à remplacer un conseil professionnel au sujet d'investissements dans des produits financiers.

Avant de faire un investissement dans le Fonds, tout investisseur doit lire attentivement les Documents de vente, et en particulier les facteurs de risques liés à un investissement dans le Fonds, examiner l'adéquation de cette opération à sa situation propre 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 son destinataire pour son usage personnel exclusivement. Il ne peut être reproduit (en partie ou en totalité), modifié ou utilisé dans un autre but sans l'accord écrit préalable de LOIM. Ce document n'est pas destiné à être distribué, publié ou utilisé dans une juridiction où une telle utilisation serait illégale. Ce document est la propriété de LOIM et est adressé à son destinataire pour son usage personnel exclusivement. Il ne peut être reproduit (en partie ou en totalité), modifié ou utilisé dans un autre but sans l'accord écrit préalable de LOIM. Ce document n'est pas destiné à être distribué, publié ou utilisé dans une juridiction où une telle utilisation serait illégale. Ce document contient les opinions de LOIM, à la date de publication. Les informations et analyses contenues dans ce document sont basées sur des sources considérées comme fiables. Cependant, LOIM ne garantit pas l'actualité, l'exactitude ou l'exhaustivité des informations contenues dans ce document, pas plus qu'il n'assume toute responsabilité pour la perte ou le dommage résultant de l'utilisation de ces informations. Toutes les informations et opinions exprimées peuvent changer sans préavis. 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 l'expertise, 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. 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 des Etats-Unis » (US Person). A cet effet, le terme « Personne des Etats-Unis » désigne tout citoyen, ressortissant ou résident des Etats-Unis d'Amérique, tout partnership organisé ou existant dans un état, territoire ou possession des Etats-Unis d'Amérique, une société soumise au droit des Etats-Unis d'Amérique ou d'un état, territoire ou possession des Etats-Unis d'Amérique, ou toute propriété ou trust soumis à l'impôt fédéral des Etats-Unis d'Amérique quelle qu'en soit la source de ses revenus.

Informations importantes sur les performances : Les performances passées ne sont pas des garanties de résultats futurs. Lorsqu'un fonds est libellé dans une monnaie autre que la devise de référence de l'investisseur, les variations de taux de change peuvent avoir un impact négatif sur le prix et les revenus. La performance indiquée ne tient pas compte des frais et commissions encourus lors de l'émission et du remboursement des parts. La performance indiquée est nette de commissions et coûts et reflète un réinvestissement des intérêts et dividendes. Les données de performance sont estimées et non auditées. Source des chiffres : sauf indication contraire, les chiffres mentionnés ont été préparés par LOIM. Sources : Sauf indication contraire, les données émanent de LOIM.

Informations importantes sur les indices : Les indices cités sont utilisés à titre d'exemples de performances générales du marché. Aucun indice n'est directement comparable aux objectifs, à la stratégie ou à l'univers d'investissement d'un fonds. La performance d'un indice n'est pas un indicateur de la performance passée ou future d'un fonds. On ne peut présumer que le Fonds investira dans les valeurs comprises dans ces indices, ni comprendre qu'il y ait une quelconque corrélation entre les revenus du Fonds et les revenus d'indices.

Informations importantes sur les objectifs : Les objectifs de performance ou de risque représentent un objectif de construction de portefeuille. Ils ne représentent pas les performances/les risques passés et ne peuvent pas être représentatifs de performances/risques réel(le)s.

Informations importantes sur les extraits de portefeuilles : Les informations concernant les positions en portefeuille indiquées dans ce document sont données à titre indicatif uniquement et ne sont pas des recommandations d'investissement dans les titres mentionnées. Elles ne reprennent pas tous les éléments à prendre en considération pour faire un tel investissement. Elles sont le résultat du processus d'investissement suivi par le gérant pour un certain type d'investissement mais ne sauraient refléter le portefeuille complet passé ou futur du fonds. Il convient de considérer que ces informations ne donnent pas à elles seules une vision claire et objective du processus d'investissement du gérant ni de la composition du portefeuille du fonds. Le cas échéant, des informations complémentaires concernant la méthode de calcul et le poids de chaque position dans le portefeuille et sa contribution à la performance globale du fonds peuvent être obtenues auprès du fonds concerné ou de sa société de gestion. Bien que certaines informations aient été obtenues de sources publiques et réputées fiables, sans vérification indépendante, nous ne pouvons garantir leur exactitude et exhaustivité. Aucune partie de ce document ne saurait être (i) copiée, photocopiée ou reproduite sous quelque forme que ce soit ou (ii) distribuée à toute personne autre qu'un employé, cadre, administrateur ou agent autorisé du destinataire sans l'accord préalable de Lombard Odier Funds (Europe) S.A.. Au Luxembourg, ce document constitue une promotion financière et a été approuvé par Lombard Odier Funds (Europe) S.A., qui est autorisée et supervisée par la CSSF.

©2023 Lombard Odier IM. Tous droits réservés.