

5 Raisons d'Investir dans les Obligations Convertibles

FOCUS

Octobre 2017

5

Raisons

1. Amélioration du profil rendement/risque
2. Forte convexité
3. Activité primaire importante
4. Renforcement de la qualité de crédit
5. Faible duration

La recherche de rendement sans mettre à risque la préservation du capital est un exercice difficile

Diversification et recherche d'un profil rendement/risque asymétrique restent les règles de base de tout investisseur

Sur le long terme, les convertibles offrent des performances proches de celles des actions mais avec moitié moins de volatilité

Dans l'environnement actuel de taux bas, les investisseurs doivent prendre davantage de risques pour atteindre des rendements plus élevés. Le scénario central d'Amundi est globalement positif et prévoit une légère hausse de l'inflation avec une croissance mondiale autour de 3%. Cependant, il est important de garder en tête que de potentielles menaces – les risques (géo)-politiques, les données macroéconomiques et les actions des banques centrales – pourraient agir comme trouble-fête.

Compte tenu de ces défis, la diversification reste la règle de base de tout investisseur: éviter de mettre tous les œufs dans le même panier lorsque l'on peut diversifier les sources de performance et étaler les risques. De plus, les investisseurs améliorent le profil de leurs portefeuilles en s'éloignant des classes d'actifs traditionnelles avec des profils rendement/risque linéaires pour investir sur celles offrant un profil asymétrique. La forte demande pour les stratégies de Minimum Variance¹ illustre cette tendance au cours des dernières années. En effet, la technique de construction de portefeuille permet de réduire la volatilité et les fortes baisses, tout en délivrant une performance élevée.

La plus ancienne classe d'actif qui offre une exposition aux marchés actions avec un profil rendement/risque asymétrique est celle des obligations convertibles. En effet, l'utilisation des obligations convertibles comme moyen de financement est connu depuis le milieu du 19^{ème} siècle. A cette époque, elles étaient principalement émises par les entreprises ferroviaires américaines pour financer leur croissance. Alors que l'option de conversion offre une exposition au marché actions, la composante obligataire offre une relative résistance à la baisse en cas de stress de marché. Ainsi, en moyenne, les convertibles capturent deux tiers de la hausse des marchés actions et ne souffrent que d'un tiers de la baisse.

¹En avril 2017, nous avons publié une analyse montrant que les univers de Minimum Variance et des Obligations Convertibles sont très complémentaires. Pour plus de détails, veuillez consulter notre papier "Bataille des géants: Convertibles vs Minimum Variance".

Un tiers des entreprises de l'Euro Stoxx 50 ont actuellement des obligations convertibles en circulation

Les petites et moyennes entreprises à forte croissance ne sont plus les seules à émettre des obligations convertibles. Les émetteurs sont variés allant des petites et moyennes sociétés aux entreprises internationales à grande capitalisation, traversant l'ensemble du spectre des notations de crédit, et provenant à la fois de pays développés ou émergents. Le marché actuel se caractérise par une diversification globale (régionale, sectorielle, position dans le cycle économique...)

Dans ce contexte, les convertibles sont attractives pour les raisons suivantes:

1. **Optimisation du profil rendement/risque** d'un portefeuille diversifié: ajouter des convertibles à un portefeuille action, crédit ou mixte permet d'améliorer le ratio de Sharpe
2. **Forte convexité**: la sensibilité actions est très réactive aux mouvements des actions. Elle augmente dans un contexte de marché actions haussier (accélérateur) et baisse en cas de stress de marché (frein)
3. **Activité primaire importante**: le dynamisme du marché primaire européen soutenu par des émetteurs « blue chip » assure le renouvellement de l'univers et contribue à la convexité globale du marché
4. **Renforcement de la qualité de crédit**: la proportion croissante d'émetteurs « Investment Grade » renforce la qualité du plancher obligataire ce qui accroît la capacité de résistance
5. **Faible duration**: par nature, les convertibles ont une sensibilité taux inférieure aux instruments obligataires et offrent ainsi une belle opportunité de diversification dans un environnement de tension sur les taux.

Ainsi, dans l'environnement actuel, la classe d'actif est idéalement positionnée pour répondre aux problématiques des investisseurs:

- forte participation au potentiel de hausse des marchés actions, avec
- une forte protection à la baisse (effet parachute) et
- une réduction de l'impact d'une hausse des taux.

1. Amélioration du profil rendement/risque

Optimisation du profil rendement/risque d'un portefeuille diversifié

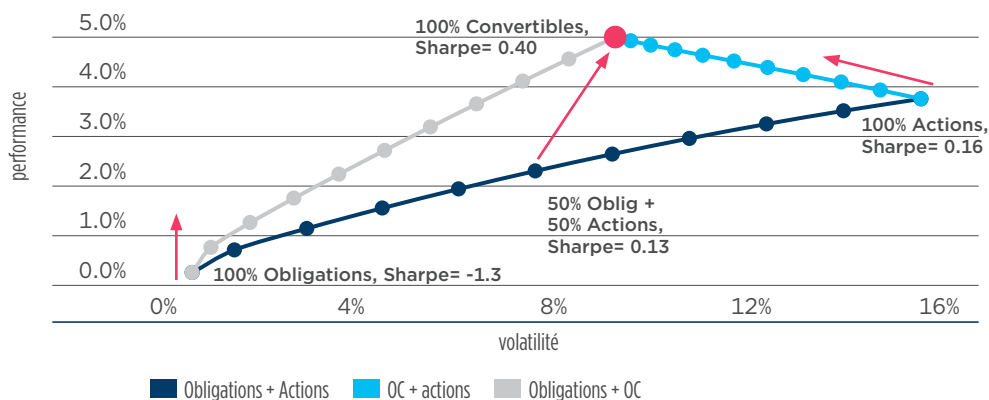
Ajouter des obligations convertibles à un portefeuille actions permet d'en réduire la volatilité sans impacter significativement la performance (voire de l'améliorer sur la période 28/02/1999 à 28/02/2017).

Ajouter des obligations convertibles à un portefeuille obligataire permet d'en augmenter la performance avec une augmentation mesurée de la volatilité.

Remplacer un portefeuille 50/50 actions/obligations permet de significativement améliorer le ratio de Sharpe.

... Les gérants diversifiés peuvent être critiques par rapport à ce dernier point, mais ils sont en réalité de grands utilisateurs de convertibles.

Profil rendement/risque optimisé par les convertibles



Source: Amundi, Bloomberg, au 28/02/2017. Période de simulation 28/2/1999 au 28/2/2017, rebalancement mensuel. Indices: TR CB Europe Hedged (EUR), MSCI Europe NR (EUR), Barclays Euro Agg 3-5 yr.

2. Forte convexité

Profil rendement/risque attractif

La performance des obligations convertibles sur le long terme montre que cette classe d'actif génère une performance proche de celle des actions avec environ moitié moins de volatilité. Ceci résulte de la convexité naturelle du produit: participation à la hausse du marché actions et protection relative à la baisse par la composante obligataire.

Bonne performance relative des convertibles



Source: Amundi, Bloomberg, au 29/09/2017; Indice Obligations Convertibles : Thomson Reuters Convertible Bonds Europe Focus EUR Hedged.

Forte résistance dans les périodes de baisse

Le tableau ci-dessous présente des périodes de stress qui ont fortement impacté les marchés actions. Lors de ces événements, les obligations convertibles ont réduit l'impact négatif de 60% en moyenne.

Baisse du marché actions ¹	Actions ²	OC ³
1 - Downgrade de l'Espagne	-13.7%	-7.9%
2 - Séisme japonais	-9.8%	-2.9%
3 - Crise de la dette souveraine	-21.4%	-8.9%
4 - Nouvelles inquiétudes sur les dettes souveraines	-12.3%	-3.8%
5 - Discussion de fin du QE de la FED	-11.3%	-4.6%
6 - Stress européen	-11.1%	-5.6%
7 - Référendum grec	-6.5%	-2.4%
8 - Dévaluation en Chine	-13.1%	-4.3%
9 - Crise des matières premières et inquiétudes sur la croissance mondiale	-17.7%	-8.2%
10 - Résultats du referendum sur le Brexit	-10.5%	-3.4%
Moyenne	-12.7%	-5.2%

Source: Amundi, Bloomberg. Au 29/09/2017.

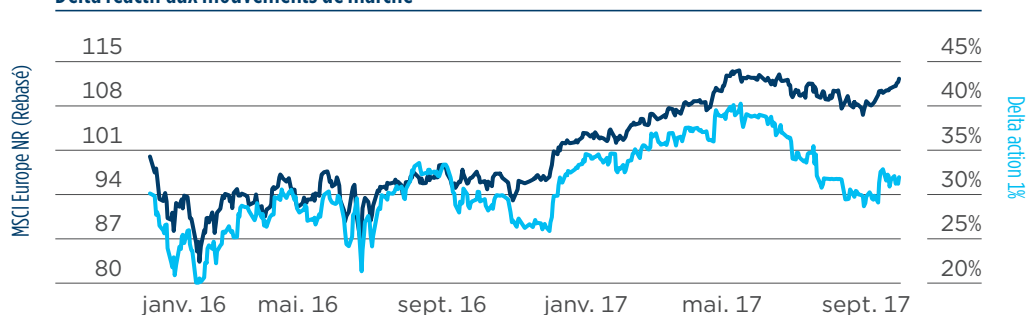
1) Downgrade de l'Espagne (15/04 – 25/05/2010), Séisme japonais (17/02 – 16/03/2011), Crise de la dette souveraine (5/07 – 22/09/2011), Nouvelles inquiétudes sur la dette souveraine (16/03 -1/06/2012), Discussion de fin du QE de la FED (22/05-24/06/2013), stress européen (04/09 – 16/10 2014), référendum grec (23 juin – 8 juillet 2015), dévaluation en Chine (11 août – 24 août 2015), Crise des Matières Premières (29/12/15 – 11/02/16), Résultats du référendum sur le Brexit (23-27 juin 2016); 2) Actions: MSCI Europe NR; 3) OC: Thomson Reuters Convertible Bonds Europe Focus jusque fin 2014, Thomson Reuters Convertible Bonds Europe Focus EUR Hedged depuis 2015.

Forte réactivité de la sensibilité actions aux variations du marché sous-jacent

La sensibilité actions (delta) de la classe d'actif évolue avec les variations du marché sous-jacent:

- elle augmente lorsque le marché est à la hausse et agit comme un accélérateur,
- elle diminue quand le marché actions baisse et agit comme un frein.

Delta réactif aux mouvements de marché



Source: Amundi, Bloomberg au 29/09/2017. Indices : Thomson Reuters European Focus Convertible Europe Hedged (EUR).

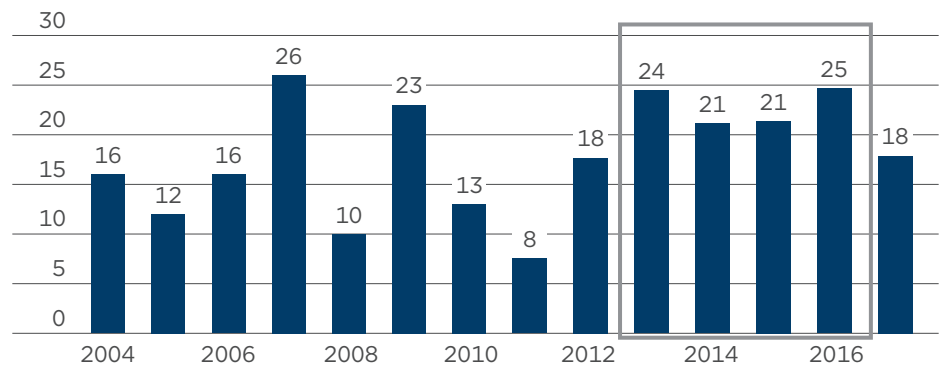
3. Activité primaire importante

Marché primaire européen actif

Les nouvelles émissions permettent un renouvellement permanent de l'univers, c.à.d. qu'elles compensent les convertibles qui sortent par le haut (conversion) et celles qui sont remboursées.

Le marché primaire européen est dynamique. L'univers convertibles EMEA (environ 80 mds €) a été renouvelé en l'espace de 4 années. Jusqu'à présent, l'année 2017 suit le même rythme. Les nouvelles émissions ont un profil mixte, profil où la convexité est maximisée. Le marché primaire apporte régulièrement de la diversification ainsi que des structures innovantes.

Montants d'émission annuels EMEA (mds €)



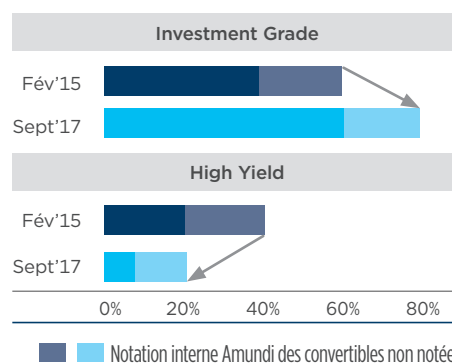
Source: Barclays, Deutsche Bank au 29/09/2017, ORA incluses.

4. Renforcement de la qualité de crédit

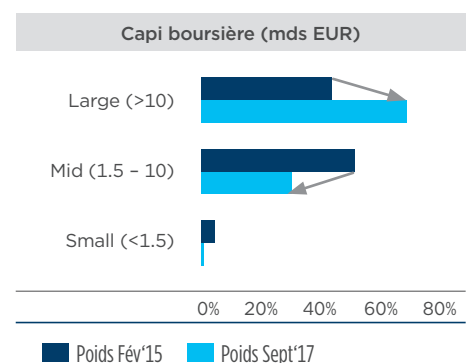
Amélioration de la qualité de l'univers convertibles

L'innovation que représentent les obligations convertibles non-dilutives², qui attirent principalement des « large cap » avec une bonne qualité de signature, souvent réticentes à la dilution, a contribué à faire émettre des entreprises qui sont les meilleures dans leur secteur respectif. Ainsi, la proportion d'émetteurs « large cap » et « Investment Grade » a fortement augmenté, ce qui renforce la qualité du plancher obligataire. Evidemment, les crédits IG sont plus résistants en période de stress de marché.

La part Investment Grade représente 80% (notation officielle et interne Amundi)



Forte augmentation des "large cap"



Source: Amundi, Bloomberg, au 29/09/2017; Indice: Thomson Reuters European Focus Convertible Europe Hedged (EUR).

² En juin 2017, nous avons publié une note sur les obligations convertibles non-dilutives, suite à un événement client à ce sujet. Pour plus de détails, veuillez consulter notre papier « Spécial Focus- Obligations Convertibles Non Dilutives ».

Faible distance au plancher obligataire assurant un risque actions limité

Les obligations convertibles cotent avec une distance au plancher obligataire (c.à.d. la valeur de la composante obligataire) proche de la moyenne historique. Cette distance représente le risque actions, qui n'est donc pas excessif dans l'environnement actuel. De plus comme indiqué ci-dessus, la qualité du plancher obligataire, c.à.d. la capacité à résister en cas de baisse, s'est améliorée avec la part croissante d'émetteurs IG.

Faible distance au plancher obligataire



Source: Amundi, au 29/09/2017. Indice: Thomson Reuters European Focus Convertible Europe Hedged (EUR).

5. Faible duration

Faible sensibilité taux

Les obligations convertibles ont naturellement une faible sensibilité taux, ce qui en fait un actif diversifiant par rapport aux obligations classiques.

Faible sensibilité taux des convertibles



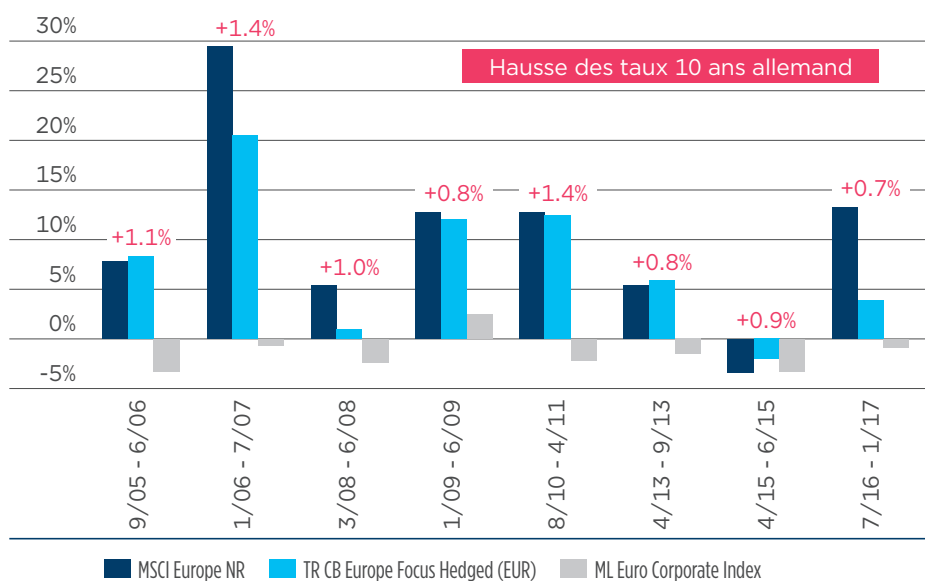
Source: Amundi, Bloomberg au 29/09/2017. Indice: Thomson Reuters European Focus Convertible Europe Hedged (EUR).

Dé-corrélation entre les convertibles et le marché du crédit en période de hausse des taux

Lorsque les taux augmentent pour de « bonnes raisons », c.à.d. dans un environnement de croissance économique, les obligations convertibles en bénéficient, car le moteur actions l'emporte largement sur la sensibilité taux.

Les convertibles sont donc un moyen de se diversifier comparé aux obligations souveraines et d'entreprise.

Actions, Convertibles et Obligations d'Entreprise dans les périodes de hausse des taux



Pierre Luc Charron

Responsable Obligations Convertibles

Stéphane Eckhardt

Sabine Duchesne

Spécialistes Produit

Information Importante

Les destinataires de ce document sont en ce qui concerne l'Union Européenne, les investisseurs « Professionnels » au sens de la Directive 2004/39/CE du 21 avril 2004 «MIF», les prestataires de services d'investissements et professionnels du secteur financier, le cas échéant au sens de chaque réglementation locale et, dans la mesure où l'offre en Suisse est concernée, les « investisseurs qualifiés » au sens des dispositions de la Loi fédérale sur les placements collectifs (LPCC), de l'Ordonnance sur les placements collectifs du 22 Novembre 2006 (OPCC) et de la Circulaire FINMA 08/8 au sens de la législation sur les placements collectifs du 20 Novembre 2008. Ce document ne doit en aucun cas être remis dans l'Union Européenne à des investisseurs non « Professionnels » au sens de la MIF ou au sens de chaque réglementation locale, ou en Suisse à des investisseurs qui ne répondent pas à la définition d'« investisseurs qualifiés » au sens de la législation et de la réglementation applicable.

Le présent document ne constitue en aucun cas une offre d'achat ou une sollicitation de vente et ne peut être assimilé ni à sollicitation pouvant être considérée comme illégale ni à un conseil en investissement. Ce document n'est pas destiné à l'usage des résidents ou citoyens des Etats Unis d'Amérique et des « U.S. Persons », telle que cette expression est définie par la «Regulation S» de la Securities and Exchange Commission en vertu du U.S. Securities Act de 1933.

Les performances sont préparées et présentées en conformité avec les standards de présentation de performance GIPS® (Global Investment Performance Standards). Amundi est en conformité avec les standards GIPS® du 01/01/1994 au 31/12/2015 et dispose d'une attestation par un auditeur. Le total des actifs de la firme au sens GIPS®, soit 605 milliards d'euro à la date du 31/12/2015, inclut l'ensemble des portefeuilles supportant des frais de gestion.

Amundi n'accepte aucune responsabilité, directe ou indirecte, qui pourrait résulter de l'utilisation de toutes informations contenues dans ce document. Amundi ne peut en aucun cas être tenue responsable pour toute décision prise sur la base de ces informations. Les informations contenues dans ce document vous sont communiquées sur une base confidentielle et ne doivent être ni copiées, ni reproduites, ni modifiées, ni traduites, ni distribuées sans l'accord écrit préalable d'Amundi, à aucune personne tierce ou dans aucun pays où cette distribution ou cette utilisation serait contraire aux dispositions légales et réglementaires ou imposerait à Amundi ou à ses fonds de se conformer aux obligations d'enregistrement auprès des autorités de tutelle de ces pays.

Les informations contenues dans le présent document sont réputées exactes à 30 juin 2017, elles peuvent être modifiées sans préavis.

Amundi, Société anonyme au capital de 1 086 262 605 € - Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 04100036 - Siège social :
90 boulevard Pasteur - 75015 Paris - France - 437 574 452 RCS Paris - www.amundi.com