



THE DRIVE YOU DEMAND

INVESTIR DANS UN CYCLE ÉCONOMIQUE EN PHASE AVANCÉE

Un contexte de marché favorable aux obligations convertibles

Jean-Edouard REYMOND, Responsable de la Gestion Obligations Convertibles

UBP - Obligations convertibles | Avril 2018



UNION BANCAIRE PRIVÉE

Thèse d'investissement

- ◆ De par leur nature convexe, les obligations convertibles ont historiquement offert aux investisseurs des avantages sur le long terme, tels que des performances similaires à celles des actions, une volatilité inférieure, et des corrections («drawdowns») limitées.
- ◆ L'option de conversion intégrée aux convertibles permet en outre aux investisseurs de profiter d'une sensibilité aux variations des taux d'intérêt nettement plus faible que celle des obligations classiques de durée similaire.
- ◆ Comparativement aux options d'achat («call options») cotées, l'option de conversion attachée aux convertibles présente des caractéristiques très attrayantes; elle permet notamment d'avoir accès à des maturités plus longues ainsi qu'à diverses clauses de protection.
- ◆ Etant donné leur convexité, les convertibles ont l'avantage de pouvoir s'adapter aux différentes conditions de marché. Cependant, certains environnements sont particulièrement bénéfiques à cette classe d'actifs, et nous pensons que la période actuelle en fait partie.
- ◆ Le processus de normalisation des politiques monétaires, qui a débuté aux Etats-Unis et qui devrait progressivement gagner les autres pays développés, fait peser un risque de taux d'intérêt accru sur les instruments obligataires.
- ◆ Bien que nous conservions une vue positive sur les actions pour 2018, le cycle économique, qui est actuellement en phase avancée, présente un potentiel de volatilité supérieure, et un risque de dispersion beaucoup plus élevé sur les marchés actions.
- ◆ Dans de telles conditions, la convexité des convertibles et leur moindre sensibilité aux taux d'intérêt sont jugées bénéfiques.

Bénéficier des avantages de long terme offerts par les obligations convertibles

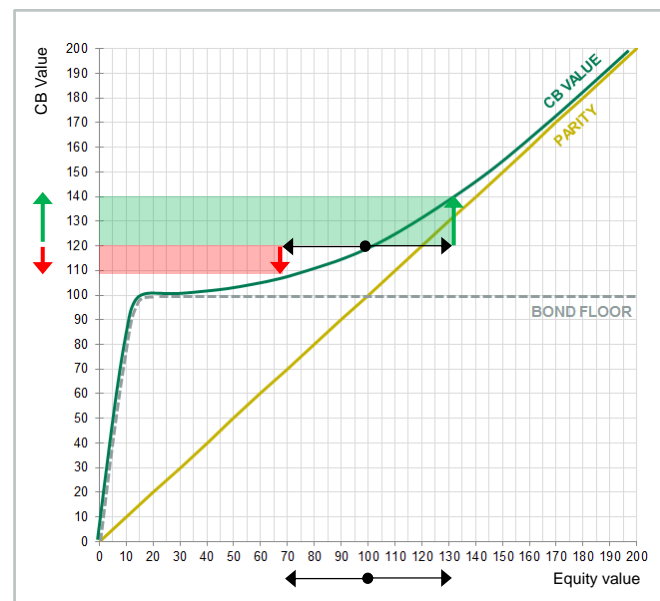
Les convertibles en quelques mots

Les obligations convertibles sont des instruments de dette. Cependant, contrairement aux obligations classiques, elles peuvent être soit remboursées à la valeur nominale à l'échéance, soit échangées en un nombre défini de parts de la société émettrice sur la durée de vie de l'instrument. Ce choix appartient au détenteur de la convertible.

Le profil de risque/rendement asymétrique des convertibles (à savoir la «convexité») tient à une combinaison de caractéristiques de type obligations et de type actions. La composante obligataire des convertibles leur confère les qualités défensives des obligations classiques (plancher obligataire, coupons, etc.), tandis que l'option d'achat («call option») qui leur est intégrée permet une exposition aux variations de prix de l'action sous-jacente.

Toutes autres choses égales par ailleurs, il s'avère que plus l'action sous-jacente croît, plus la convertible est à même de participer à cette tendance haussière. A l'inverse, plus l'action sous-jacente chute, moins la convertible est susceptible de souffrir de ce mouvement baissier (cf. graphique 1).

Graphique 1: Un rendement asymétrique

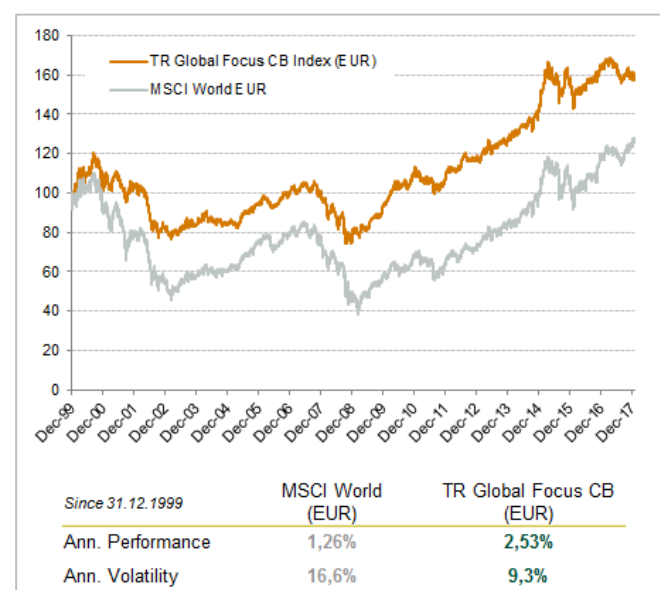


Source: UBP. Uniquement à titre d'illustration.

La convexité – un atout clé

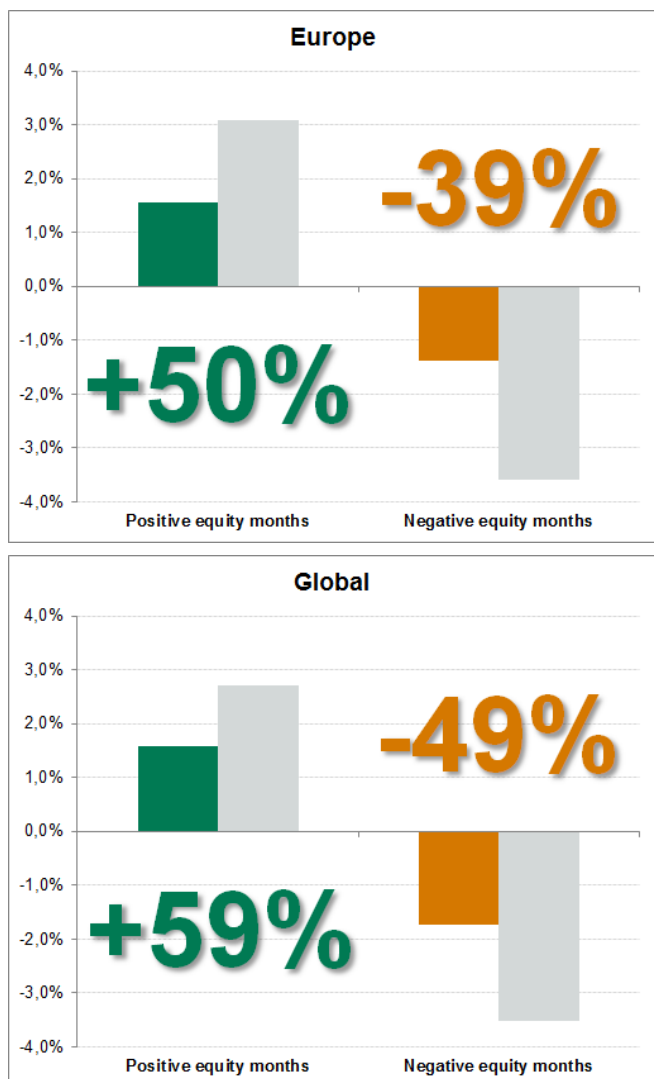
Historiquement, la nature convexe des obligations convertibles a permis aux investisseurs de profiter de réels avantages sur le long terme, notamment des performances similaires à celles des actions, une moindre volatilité (cf. graphique 2), ou encore des corrections («drawdowns») limitées (cf. graphique 3).

Graphique 2: Les avantages de long terme liés à la convexité (illustration portant sur l'univers global)



Sources: UBP, Bloomberg Finance L.P., au 31.01.2018. Indice des convertibles: Thomson Reuters Convertible Global Focus Index (EUR); indice actions: MSCI World (EUR). Les performances passées ne préjugent pas des résultats actuels ou futurs.

Graphique 3: Participation moyenne des convertibles aux performances mensuelles positives et négatives sur les marchés actions (Europe et monde)



Sources: UBP, Bloomberg Finance L.P., au 31.01.2018. Analyse basée sur les chiffres de performance mensuels depuis le 31.12.1999. Indices des convertibles: Thomson Reuters Convertibles Europe Focus (EUR) & Thomson Reuters Convertibles Global Focus (EUR). Indices actions: Stoxx Europe 50 NR EUR & MSCI World EUR. Les performances passées ne préjugent pas des résultats actuels ou futurs.

Comme illustré dans les deux graphiques ci-dessus, sur les vingt dernières années, les obligations convertibles ont, en moyenne, participé à hauteur de seulement 39% à la baisse des actions européennes, et à hauteur de 49% à celle des actions mondiales (sur la base de chiffres mensuels). Ces données doivent être mises en perspective de la participation des convertibles aux phases de marché haussières, à savoir 50% en Europe et 59% au niveau mondial (chiffres mensuels).

Prudence sur les taux d'intérêt

Les convertibles offrent également une réelle valeur ajoutée par rapport aux obligations classiques – elles affichent notamment une sensibilité aux variations des taux d'intérêt nettement plus faible, pour une durée similaire.

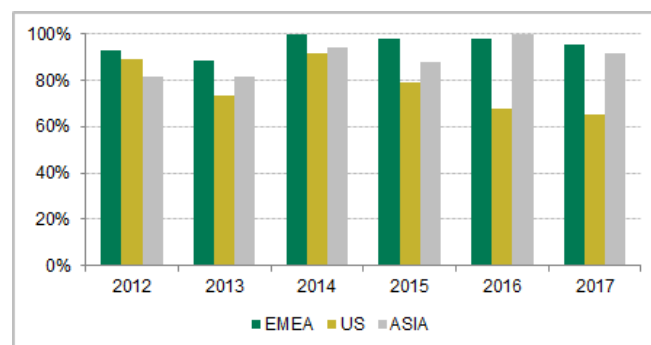
Cette caractéristique attrayante s'explique par l'option de conversion intégrée aux convertibles, laquelle voit sa valeur augmenter en cas de hausse des taux d'intérêt (toutes autres choses égales par ailleurs). Cela permet donc de compenser partiellement l'impact négatif d'une telle hausse de taux sur la composante obligataire de l'instrument convertible.

UBP Asset Management (France) | Obligations convertibles | Avril 2018
 Veuillez lire attentivement la section «Informations importantes» à la fin du présent document.

La valeur cachée des obligations convertibles

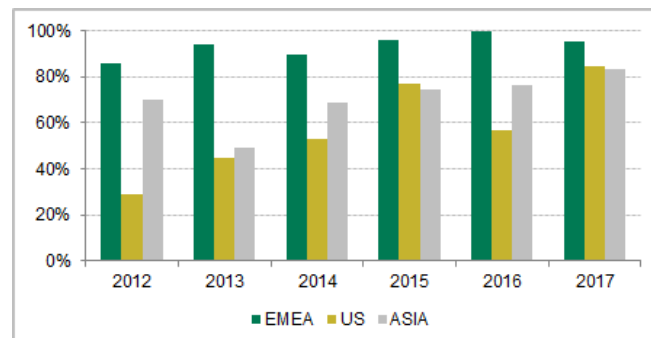
À la suite de la crise financière de 2008, les clauses dites «de prospectus» sont devenues de plus en plus courantes dans l'univers des convertibles. Les plus connues, à savoir la protection du dividende et les clauses de «ratchet», constituent désormais la norme au sein de cette classe d'actifs (cf. graphiques 4 et 5).

Graphique 4: Proportion des nouvelles émissions de convertibles comportant des clauses de protection du dividende*



Source: UBP. *Analyse basée sur les nouvelles obligations convertibles incluses dans notre base de données interne pour chaque année, de 2012 à 2017. Cette analyse ne constitue pas une représentation exhaustive du marché des convertibles.

Graphique 5: Proportion des nouvelles émissions de convertibles comportant des clauses de «ratchet»*



Source: UBP. *Analyse basée sur les nouvelles obligations convertibles incluses dans notre base de données interne pour chaque année, de 2012 à 2017. Cette analyse ne constitue pas une représentation exhaustive du marché des convertibles.

Le mécanisme de ces clauses consiste généralement en une révision à la hausse du ratio de conversion. Elles visent ainsi à offrir une forme de compensation aux détenteurs d'obligations convertibles. Ces derniers sont donc protégés soit en cas de versement d'un dividende aux actionnaires par la société sous-jacente, soit contre l'acquisition ou le changement de contrôle de la société sous-jacente. La formule appliquée (protection du dividende ou clause de «ratchet») est définie, lors de l'émission, dans le prospectus de l'obligation convertible concernée. Plus rarement, ces clauses peuvent prendre la forme d'une compensation en liquidités (cash).

Souvent négligées, les «clauses de prospectus» peuvent toutefois offrir aux investisseurs une réelle valeur ajoutée sur le long terme.

Dans tous les cas, ces «clauses de prospectus» constituent des mécanismes de protection efficaces pour différents types d'événements qui peuvent faire partie du cycle de vie d'un émetteur, et elles renforcent la thèse d'investissement en faveur des convertibles dites «plain vanilla». Si les produits structurés ou synthétiques peuvent essayer de reproduire le profil convexe des obligations convertibles, ils n'offrent en revanche pas de protection similaire.

Les avantages liés à la convexité des convertibles font de ces dernières une classe d'actifs «tout-terrain», pouvant s'adapter à différents types d'environnement de marché. De fait, pour les convertibles, le «market timing» est moins important. Cependant, certaines conditions de marché sont particulièrement propices à cette classe d'actifs et, selon nous, l'environnement actuel en fait partie.

Investir dans un cycle économique en phase avancée

En 2017, la performance des marchés actions a été soutenue par une combinaison de trois facteurs: l'accélération de la croissance mondiale, l'augmentation des profits des sociétés, et le soutien des politiques monétaires des banques centrales, dans un contexte d'inflation modérée.

Alors que l'année 2018 est déjà bien avancée, nous pensons que les deux premiers piliers sont intacts. Une croissance synchronisée à l'échelle mondiale est en place, et la croissance économique est de plus en plus autonome, avec en outre une solide tendance pour les bénéfices des sociétés.

D'un autre côté, les dynamiques d'inflation (et, plus particulièrement, une accélération de l'inflation plus forte qu'attendu) pourraient peser sur ce contexte macroéconomique globalement porteur.

Un risque de taux d'intérêt accru

Selon nous, la sévère correction observée début février montre à quel point la dynamique inflationniste peut être imprévisible, remettant ainsi en question les prévisions en faveur d'un processus de normalisation des politiques monétaires graduel et régulier et, par conséquent, les anticipations de hausse progressive des rendements gouvernementaux.

Dans ce contexte, la moindre sensibilité aux taux d'intérêt qui caractérise les convertibles est jugée bénéfique.

Si l'on s'intéresse, sur les vingt dernières années, tant en Europe qu'aux Etats-Unis, aux périodes où les rendements à 10 ans ont enregistré une hausse significative (plus de 120 points de base (pb)), il ressort des tendances claires (cf. graphique 6).

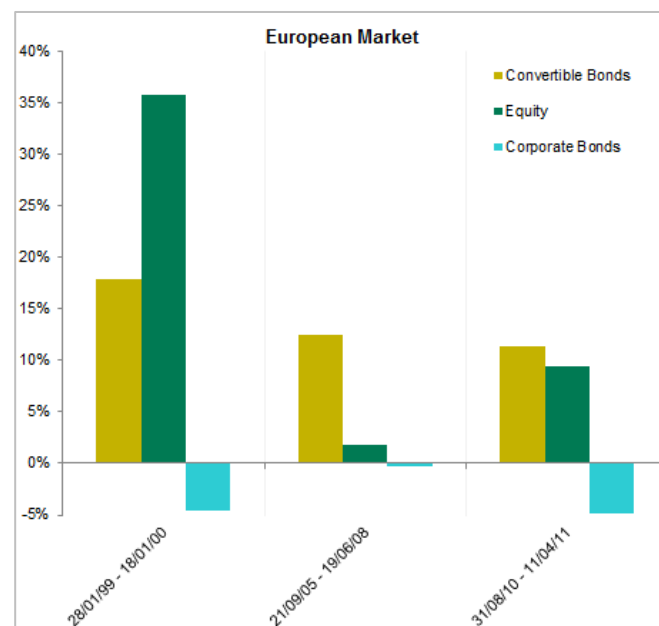
Durant chacune de ces périodes (à savoir trois en Europe et huit aux Etats-Unis, dont la période actuelle), les obligations convertibles ont systématiquement fini en territoire positif – avec même parfois des surperformances par rapport aux actions –, alors que les obligations classiques affichaient systématiquement des performances négatives.

Cela peut paraître surprenant car l'on s'attendrait logiquement à ce que les obligations convertibles, qui sont avant tout des instruments obligataires, souffrent d'une hausse des taux d'intérêt – quoique dans une moindre mesure par rapport aux obligations classiques, grâce à la protection partielle liée à l'option intégrée aux convertibles.

Le fait est que les banques centrales ne relèvent pas leurs taux d'intérêt «sans raison». Les hausses de taux d'intérêt interviennent généralement dans des contextes économiques porteurs, comme c'est le cas actuellement.

Enfin, la surperformance des convertibles sur les obligations classiques, ainsi que leur capacité à générer des performances positives durant chacune de ces périodes, s'expliquent essentiellement par la combinaison de deux effets: d'un côté, l'impact positif de l'action sous-jacente de la convertible et, de l'autre, la protection partielle (contre les hausses de taux d'intérêt) offerte par l'option intégrée à la convertible.

Graphique 6: Comportement des obligations convertibles dans des environnements de hausse des taux d'intérêt (Europe et Etats-Unis)



Cependant, les options ne sont pas toutes égales.

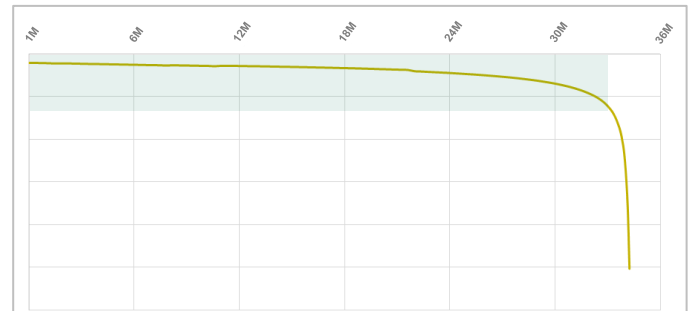
Les avantages des options «de long terme» pour relever les défis posés par un cycle de marché en phase avancée

La théorie de valorisation des options nous enseigne que la valeur réelle d'une option peut être répartie en deux sous-composantes: sa valeur intrinsèque (à savoir la différence entre le prix de l'action actuel et le prix d'exercice («strike») de l'option) et sa valeur temps (qui naturellement diminue dans le temps, de façon non linéaire).

Avec les options de court terme, la valeur temps baisse rapidement. Autrement dit, pour que les positions en options de court terme génèrent de la valeur, il faut «miser juste» et, en plus, de manière rapide. Or, cela peut s'avérer difficile dans un contexte de dispersion accrue sur les marchés actions.

A titre comparatif, les options de long terme affichent un déclin de leur valeur temps («thêta») très limité sur les premiers deux tiers de leur cycle de vie (cf. zone en vert dans le graphique 7).

Graphique 7: «Thêta» annualisé de l'option ATM 3 ans



Sources: UBP, ITO 33, décembre 2017.

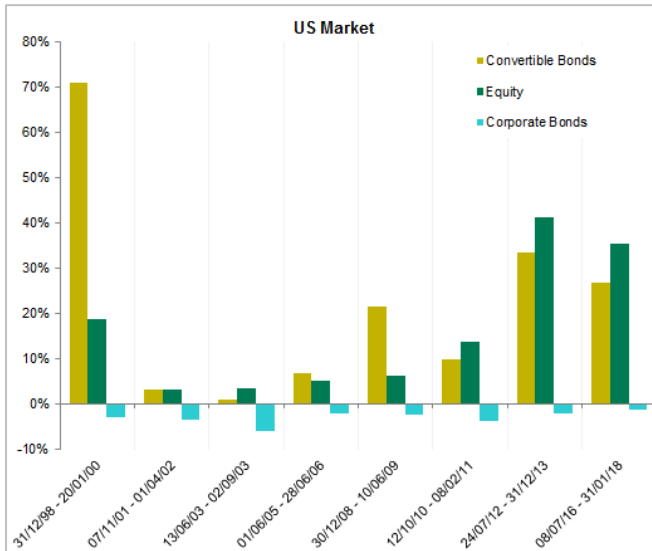
De notre point de vue, cela confère aux détenteurs de ces options le bénéfice du temps.

De par leurs caractéristiques et leur profil, les obligations convertibles permettent aux investisseurs d'avoir accès à une option d'achat de long terme, la maturité de leur option de conversion reflétant celle de l'obligation même (environ quatre ans de durée en moyenne aujourd'hui dans l'univers des convertibles).

Une première alternative à l'option de long terme intégrée aux convertibles pourrait être de détenir des options de long terme sur les indices actions. Cependant, cela vient avec certaines difficultés.

Ces options d'achat cotées de long terme affichent en effet une liquidité très limitée. Plus la maturité est longue, plus l'écart «cours acheteur»/«cours vendeur» est important (cf. graphique 8). Ceci indique clairement qu'il n'existe pas de trading actif sur ces positions. A titre d'illustration, l'écart «cours acheteur»/«cours vendeur» pour une option d'achat ATM 36 mois sur l'indice Stoxx Europe 600 PI est proche de 15% (cf. B, dans le graphique 8).

Graphique 8: Ecart «cours acheteur»/«cours vendeur» pour une option d'achat ATM sur l'indice Stoxx Europe 600 PI avec des maturités différentes



Sources: UBP, Bloomberg Finance L.P., au 31.01.2018. *Analyse: périodes où le rendement du Bund 10 ans ou des bons du Trésor américain 10 ans a crû de plus de 120 pb. 1) Pour l'analyse sur les Etats-Unis – indice obligataire «corporate»: Barclays US Gov/Credit TR USD; indice des convertibles: Thomson Reuters Convertible US Vanilla Index (USD); indice actions: S&P 500 Net TR. 2) Pour l'analyse sur l'Europe – indice obligataire «corporate»: Citi EuroBig Index; indice des convertibles: Thomson Reuters Convertibles Europe Index (EUR); indice actions: Stoxx Europe 50 NR. Les performances passées ne préjugent pas des résultats actuels ou futurs.

La convexité pour faire face à un risque de dispersion et de volatilité accru

Alors que le cycle économique entre dans une phase plus avancée, de nouveaux défis apparaissent – notamment la normalisation des politiques monétaires de la part des banques centrales (avec généralement pour corollaire une hausse des niveaux de taux d'intérêt), des valorisations actions plus élevées, surtout aux Etats-Unis, ainsi que des incertitudes politiques. Ce contexte, combiné à des inquiétudes géopolitiques persistantes, se caractérise par un potentiel de plus forte volatilité, ainsi qu'un risque accru de dispersion sur les marchés actions.

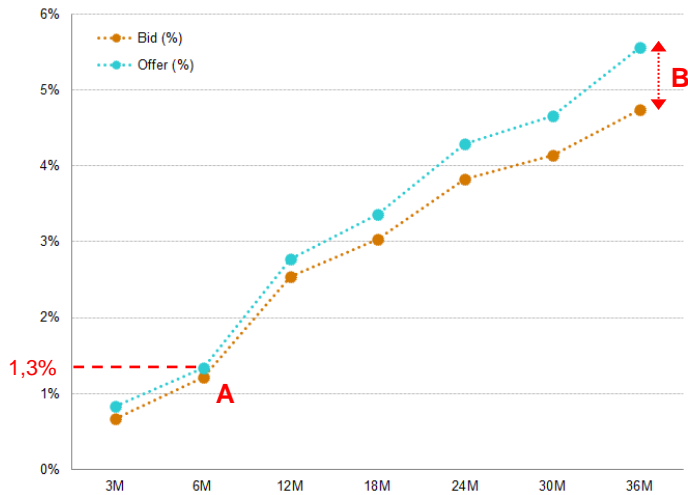
Cette dispersion plus importante pourrait également être exacerbée par les participants au marché. Compte tenu d'un «bêta» attendu plus faible sur les marchés actions en 2018, différents investisseurs devraient favoriser les stratégies centrées sur l'alpha – soit au niveau des secteurs soit au niveau des actions –, ce qui devrait renforcer l'effet de dispersion.

Dans de telles conditions, la convexité apparaît comme un actif clé.

Grâce à leur profil convexe, les convertibles permettent aux investisseurs de rester exposés au potentiel haussier additionnel des marchés actions, tout en conservant les avantages défensifs liés au plancher obligataire.

De plus, si elle devait se confirmer à plus long terme, après le «pic» observé début février, une hausse du régime de volatilité devrait entraîner une revalorisation positive des options. Dans ce contexte, les investisseurs peuvent donc s'attendre à ce que l'option de conversion intégrée dans les convertibles bénéficie d'une telle hausse, à travers une génération de valeur du côté de l'option.

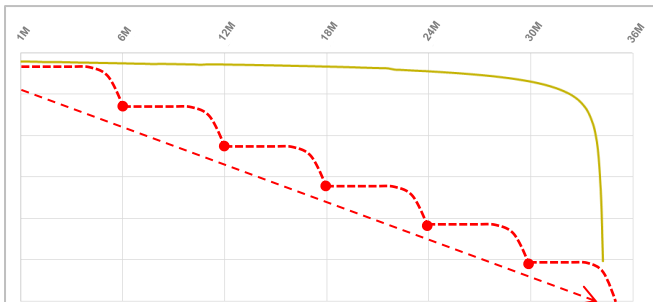
En conséquence, pour les investisseurs qui prévoient un régime de volatilité plus élevée à l'avenir, nous pensons qu'il peut être judicieux de constituer des positions longues sur les options «de long terme».



Sources: UBP, Bloomberg Finance L.P., décembre 2017.

Une autre alternative pourrait consister en l'achat d'options de call cotées de court terme, «rollées» dans le temps. Cependant, cela s'avère également très onéreux, à la fois

- en termes de «thêta»: baisse immédiate et linéaire de la valeur temps (voir ci-dessous en rouge);



Sources: UBP, ITO 33, décembre 2017. En rouge: Illustration théorique d'une option d'achat ATM 6 mois «rollée» dans le temps pour atteindre une maturité de 36 mois.

- en termes de prime: en considérant la prime demandée pour une option d'achat ATM 6 mois sur l'indice Stoxx Europe 600 (environ 1,3% - cf. point A, graphique 8), le fait de «roller» l'option dans le temps pour atteindre une maturité de 36 mois conduit à une prime totale de 7,8%.
- et aussi, logiquement, en termes de coûts de transaction.

On pourrait alléguer à juste titre que l'achat de convertibles s'accompagne également d'une prime et de coûts de transaction. Cependant, contrairement aux options d'achat cotées, si le détenteur de la convertible n'exerce pas son option de conversion, il récupérera la prime au travers du remboursement, à l'échéance, de son instrument convertible à la valeur nominale (toutes autres choses égales par ailleurs).

L'UBP est active dans la gestion de stratégies en obligations convertibles depuis 1999. Aujourd'hui, nous proposons une gamme complète de solutions d'investissement, tant sur le marché européen que global, visant à tirer parti des nombreuses caractéristiques attrayantes de cette classe d'actifs.

Les qualités intrinsèques des obligations convertibles constituent un atout considérable dans le cadre de la construction de portefeuille. Nous nous réjouissons par avance de pouvoir en discuter avec vous plus en détail.



Engagement | Conviction | Agilité | Responsabilité

Contacts presse

Agence Fargo

Féten BEN HARIZ

01 44 82 66 77

fbenhariz@fargo.agency

Pauline COLIN

01 44 82 66 78

pcolin@fargo.agency

Informations importantes

UBP Asset Management (France) | Obligations convertibles | Avril 2018

Veillez lire attentivement la section «Informations importantes» à la fin du présent document.

Le présent document marketing est fourni uniquement à titre d'information et/ou à des fins commerciales. Il est confidentiel et destiné uniquement à la personne à laquelle il a été remis. Il ne peut être reproduit (en totalité ou en partie), transmis, donné, envoyé ou rendu accessible d'une quelconque façon à toute autre personne sans l'autorisation écrite préalable d'Union Bancaire Gestion Institutionnelle (France) SAS ou d'une entité du Groupe UBP (ci-après collectivement «UBP Asset Management (France)»). Le présent document reflète l'opinion d'UBP Asset Management (France) à la date de son émission. Le présent document est destiné uniquement aux personnes ayant le statut d'investisseurs qualifiés en Suisse, de clients professionnels («professional clients») ou de contreparties éligibles («eligible counterparties»), ou à toute catégorie d'investisseurs équivalente, comme défini par les lois applicables en la matière (ces personnes étant toutes considérées comme des «relevant persons»). Le présent document s'adresse uniquement aux «relevant persons»; toute personne qui n'est pas une «relevant person» ne doit pas agir sur la base du présent document ou s'appuyer sur le présent document. Il n'est pas destiné à être distribué, publié ou utilisé (en tout ou partie) dans une juridiction où une telle distribution, publication ou utilisation serait interdite, et il ne s'adresse pas aux personnes ou aux entités auxquelles il serait illégal de transmettre un tel document. En particulier, ce document ne peut être distribué aux Etats-Unis d'Amérique ni à toute personne américaine («US person») (y compris les citoyens américains résidant en dehors des Etats-Unis d'Amérique). Le présent document n'a pas été produit par les analystes financiers d'UBP Asset Management (France) et ne peut donc être considéré comme de la recherche financière. A ce titre, il n'est aucunement soumis aux exigences relatives à l'analyse financière et à l'indépendance de la recherche en investissement. Des efforts raisonnables ont été déployés pour s'assurer que le contenu du présent document est basé sur des informations et des données obtenues auprès de sources fiables. Cependant, UBP Asset Management (France) n'a pas vérifié les informations issues de sources externes figurant dans le présent document et ne garantit en aucun cas leur exactitude ou leur exhaustivité. UBP Asset Management (France) décline toute responsabilité quelle qu'elle soit et ne formule aucune déclaration, garantie ou promesse – expresse ou implicite – quant aux informations, projections ou opinions contenues dans le présent document, ou en ce qui concerne d'éventuelles erreurs, omissions ou inexactitudes. Les informations mentionnées dans le présent document sont susceptibles d'être modifiées sans préavis. UBP Asset Management (France) ne s'engage aucunement à mettre à jour le présent document ou à corriger des données qui pourraient se révéler inexacts. Le présent document peut faire référence aux performances passées des stratégies d'investissement. **Les performances passées ne constituent pas une indication des résultats actuels ou futurs.** Les stratégies d'investissement peuvent voir leur valeur baisser ou croître. Tout capital investi peut impliquer des risques, et il est possible que vous ne récupériez pas le montant initialement investi. De plus, les données de la performance figurant dans le présent document ne tiennent pas compte des commissions et des frais perçus lors de l'émission et du remboursement des titres, ni des retenues fiscales éventuelles. Les fluctuations des taux de change peuvent faire varier votre performance à la hausse ou à la baisse. Tous les énoncés mentionnés dans le présent document autres que ceux portant sur des faits historiques sont de nature prospective. Les énoncés prospectifs ne reflètent pas nécessairement les performances futures. Les projections financières figurant (le cas échéant) dans le présent document ne représentent en aucun cas des prévisions ou des budgets; elles sont fournies exclusivement à titre d'illustration et se fondent sur des anticipations et des hypothèses actuelles qui peuvent ne pas se matérialiser. Les performances réelles, les résultats, les conditions financières et les perspectives d'une stratégie d'investissement peuvent différer significativement de ceux formulés, explicitement ou implicitement, dans les énoncés prospectifs figurant dans le présent document. En effet, les performances projetées ou visées sont, par nature, soumises à des incertitudes importantes, notamment économiques et de marché, susceptibles d'avoir une incidence négative sur la performance. UBP Asset Management (France) n'assume aucune obligation de mettre à jour les énoncés prospectifs, que ce soit du fait de nouvelles informations, d'événements futurs ou pour toute autre raison. Le présent document ne doit pas être considéré comme un conseil ou une forme de recommandation d'achat ou de vente d'un quelconque titre ou fonds. Il ne saurait remplacer un prospectus ou tout autre document juridique, lesquels peuvent être obtenus gratuitement auprès du siège du fonds concerné ou auprès d'UBP Asset Management (France). Les opinions exprimées dans les présentes ne prennent pas en considération la situation, les objectifs ou les besoins spécifiques des investisseurs. Il appartient à chaque investisseur de se forger sa propre opinion à l'égard de tout titre ou instrument financier mentionné dans ce document et d'évaluer de manière indépendante les avantages ou le caractère adéquat de tout investissement. De plus, le traitement fiscal de tout investissement dans le(s) fonds mentionné(s) dans le présent document dépend de la situation individuelle de l'investisseur et peut, à l'avenir, être sujet à des modifications. Les investisseurs sont invités à lire attentivement les avertissements sur les risques ainsi que les réglementations énoncées dans le prospectus ou dans les autres documents juridiques, et il leur est recommandé de requérir l'avis de leurs conseillers financiers, juridiques et fiscaux. Le présent document ne constitue ni une offre ni une sollicitation pour acheter, souscrire ou vendre des devises, des fonds, des produits ou des instruments financiers quels qu'ils soient, pour effectuer un investissement, ou pour participer à des stratégies de trading spécifiques dans une juridiction où une telle offre ou sollicitation ne serait pas autorisée, ou à l'intention de toute personne à laquelle il serait illégal de faire une telle offre ou sollicitation. Les appels émis vers le numéro de téléphone mentionné dans le présent document peuvent être enregistrés. UBP Asset Management (France) considère que toute personne appelant ce numéro accepte l'enregistrement de la communication. UBP Asset Management (France) est le nom commercial d'Union Bancaire Gestion Institutionnelle (France) SAS, une société de gestion agréée et réglementée en France par l'Autorité des marchés financiers (AMF) - N° d'agrément AMF GP98041.

Union Bancaire Gestion Institutionnelle (France) SAS
116, avenue des Champs-Élysées | 75008 Paris, France
T +33 1 75 77 80 80 | F +33 1 44 50 16 19 | www.ubpamfrance.com.