

THE DRIVE YOU DEMAND

MARKET UPDATE | OBLIGATIONS CONVERTIBLES

UN CONTEXTE FAVORABLE AUX CONVERTIBLES

Manager's Insight | Avril 2017



UNION BANCAIRE PRIVÉE

Thèse d'investissement

- ◆ Avec déjà deux hausses de taux d'intérêt en seulement trois mois aux Etats-Unis, et alors que d'autres sont encore attendues cette année, les investisseurs recherchent aujourd'hui des alternatives à leurs investissements obligataires.
- ◆ En période de hausse des taux d'intérêt, l'option intégrée dans les convertibles agit comme un «matelas de sécurité», venant partiellement compenser l'impact négatif sur la composante obligataire.
- ◆ L'histoire a montré que, lorsque l'augmentation des taux d'intérêt est couplée à une hausse de la performance des actions, les obligations convertibles peuvent non seulement générer une performance positive, mais également, dans certains cas, surperformer les actions.
- ◆ Le vaste programme de rachat d'actifs de la BCE a fait monter les prix sur les marchés du crédit à travers l'Europe, tandis que les obligations convertibles sont, elles, restées préservées de cet effet de distorsion massif.
- ◆ Bien qu'une tendance au resserrement ait également débuté dans l'univers des convertibles, ces dernières présentent toujours – aux niveaux de spreads actuels – un potentiel de valeur nettement supérieur à celui offert par des obligations classiques comparables.
- ◆ Ces derniers mois, les obligations convertibles ont été en mesure de surperformer significativement les obligations classiques, grâce à leurs caractéristiques différenciatrices majeures.
- ◆ Nous sommes convaincus que cette tendance ne fait que commencer.

L'amorce d'une tendance

Comme attendu, la Fed a relevé ses taux directeurs de 25 points de base (pb) lors de la réunion de son Comité de politique monétaire (FOMC) de mars, confortée dans cette décision par plusieurs éléments, comme la forte performance récemment enregistrée par les marchés actions, le raffermissement des indicateurs de croissance, et la montée des chiffres de l'inflation. A cette occasion, la présidente de la Fed, Janet Yellen, a réaffirmé que de nouvelles hausses de taux étaient à attendre en 2017.

Même si, actuellement, ce mouvement concerne principalement les investisseurs américains, les marchés obligataires européens pourraient également être confrontés prochainement à une tendance haussière sur les taux d'intérêt. En effet, avec les indicateurs et les perspectives de croissance qui continuent de s'améliorer en zone euro, un apaisement des risques politiques pourrait conduire la BCE à adopter une politique monétaire plus neutre durant l'année, avec un probable changement de communication dans le courant de l'été. Le 27 avril dernier, le président de la BCE, Mario Draghi, a ainsi laissé ses taux inchangés, tout en reconnaissant cependant la vigueur de l'économie de la zone euro.

Compte tenu de l'environnement actuel, les obligations convertibles paraissent idéales pour les investisseurs qui recherchent une alternative à leurs investissements obligataires.

Une protection efficace face à la hausse des taux d'intérêt ? La preuve par les chiffres.

Face à une remontée des taux d'intérêt, l'option intégrée dans les convertibles agit comme un «matelas de sécurité», permettant de compenser partiellement l'impact négatif sur la composante obligataire. Cela s'explique par le fait que les options sur actions sont positivement corrélées à l'évolution des taux d'intérêt. Ainsi, elles offrent généralement des performances positives en cas de hausse des taux d'intérêt.

Les statistiques historiques parlent d'elles-mêmes. Sur les vingt dernières années, l'on a pu observer onze périodes – trois en Europe et huit aux Etats-Unis – durant lesquelles le rendement du Bund allemand à 10 ans ou du bon du Trésor américain à 10 ans a crû de plus de 120 pb. Or, lors de ces périodes, **les convertibles ont non seulement surperformé systématiquement les obligations classiques, mais également fini systématiquement en territoire positif, alors que ces dernières ont systématiquement enregistré des performances négatives en termes absolus.**

Comme l'histoire l'a démontré, lorsque les hausses de taux d'intérêt s'accompagnent d'une performance accrue sur les marchés actions, les obligations convertibles peuvent non seulement délivrer une performance positive, **mais aussi, dans certains cas, surperformer les actions.**

Graphique 1 | Comportement des convertibles en période de hausse des taux



Sources: UBP, Bloomberg Finance L.P.

1) Pour l'analyse du marché américain – indice obligations «corporate»: indice Barclays US Gov/Credit TR USD; indice obligations convertibles: indice Thomson Reuters US Vanilla CB; indice actions: S&P 500.

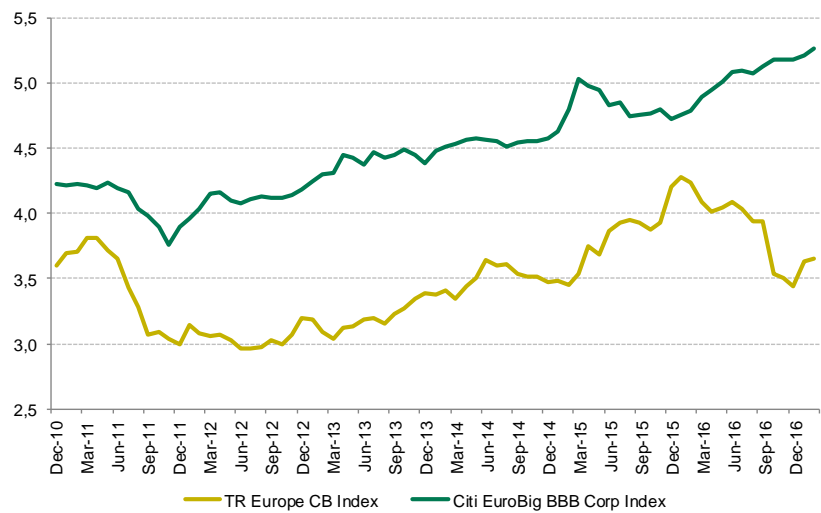
2) Pour l'analyse du marché européen – indice obligations «corporate»: indice Citi EuroBig; indice obligations convertibles: indice Thomson Reuters Europe CB; indice actions: Stoxx Europe 50 NR.

Les performances passées n'offrent aucune indication ou garantie quant aux résultats futurs.

Non seulement les convertibles offrent une plus faible sensibilité aux taux d'intérêt en comparaison des obligations classiques pour une durée similaire, mais la durée globale des obligations classiques et des convertibles a aussi évolué de manière différente.

Ces dernières années, sous l'effet des politiques monétaires expansionnistes, et avec l'environnement de taux très bas qui s'en est suivi, les maturités plus longues se sont généralisées sur le marché de la dette traditionnelle (cf. graphique 2). **Cependant, dans l'univers des convertibles, la durée a diminué au cours des derniers trimestres.**

Graphique 2 | Evolution de la durée (Macaulay) sur le marché européen: obligations «corporate» vs convertibles



Sources: UBP, Bloomberg Finance L.P. Indice obligations «corporate»: Citi EuroBig Corporate BBB Macaulay Duration; indice obligations convertibles: Thomson Reuters Europe Convertible Bond (durée, en années).

Les chiffres de l'indice Thomson Reuters fournis ici sont recalculés en interne: ils sont ainsi basés sur la composition et les prix fournis par Thomson Reuters, auxquels nous appliquons notre propre calibration des spreads de marché.

Moins de risque, plus de valeur ?

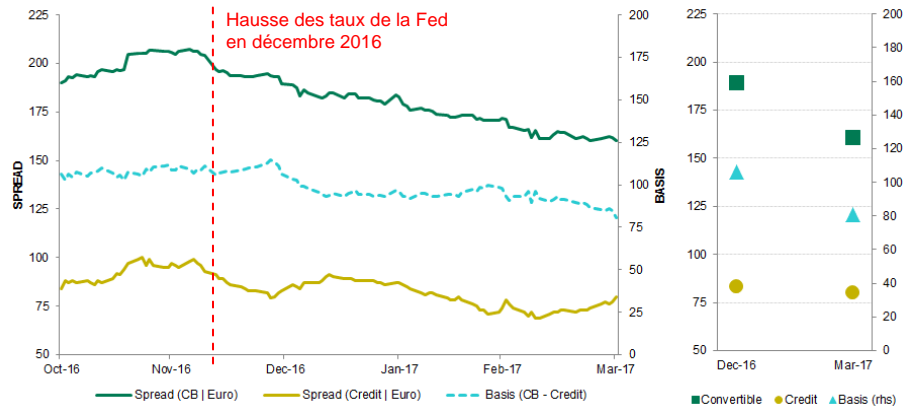
Le vaste programme de rachat d'actifs de la BCE a, depuis son lancement, nettement impacté l'évolution des prix sur les marchés du crédit en Europe: cette tendance s'est ainsi fait ressentir à la fois du côté de la dette souveraine et des obligations d'entreprises, et tant sur le segment «investment-grade» que sur le «high yield». En effet, ce dernier a récemment fait l'objet d'un regain d'intérêt de la part des investisseurs en quête de rendement. Le programme d'assouplissement quantitatif (QE) de la BCE a ainsi induit de fortes distorsions au sein du marché obligataire traditionnel, ce qui a réduit les opportunités en termes de spreads et maintenu une pression baissière sur les rendements, alors que les capitaux ont continué d'affluer en direction du marché d'obligations européen.

Nous reconnaissons que la fin du QE peut ne pas sembler une préoccupation immédiate en Europe, mais il est, selon nous, légitime de se demander **quelle sera la réaction des marchés du crédit lorsque la prédominance de l'action de la BCE commencera à s'amenuiser.**

A court terme, la baisse du volume mensuel des achats de la BCE à compter de ce mois-ci – d'EUR 80 milliards à EUR 60 milliards – pourrait déjà générer des incertitudes dans le marché. Par ailleurs, dans les mois à venir, le ton employé lors des futures communications de la BCE devrait également avoir une incidence majeure sur les marchés.

A cet égard, il est intéressant de noter que **les obligations convertibles sont restées relativement préservées de cet effet de distorsion massif**, étant donné qu'elles ne font pas partie des actifs éligibles pour le programme CSPP (Corporate Sector Purchase Programme) de la BCE. Aux niveaux de spreads actuels, les convertibles offrent davantage de valeur que les obligations classiques comparables (en termes de devise, de qualité de crédit et de durée) (cf. graphique 3).

Graphique 3 | Comparaison des spreads euro: «corporate» vs convertibles



Sources: UBP, Bloomberg Finance L.P., Thomson Reuters Convertible Research. Au 31.03.2017. Indice obligations «corporate»: indice BofAML 3-5Y BBB Euro corporate bond; indice obligations convertibles: Thomson Reuters Eurozone Convertible Bond (hedged EUR).

Les chiffres de l'indice Thomson Reuters fournis ici sont recalculés en interne: ils sont ainsi basés sur la composition et les prix fournis par Thomson Reuters, auxquels nous appliquons notre propre calibration des spreads de marché.

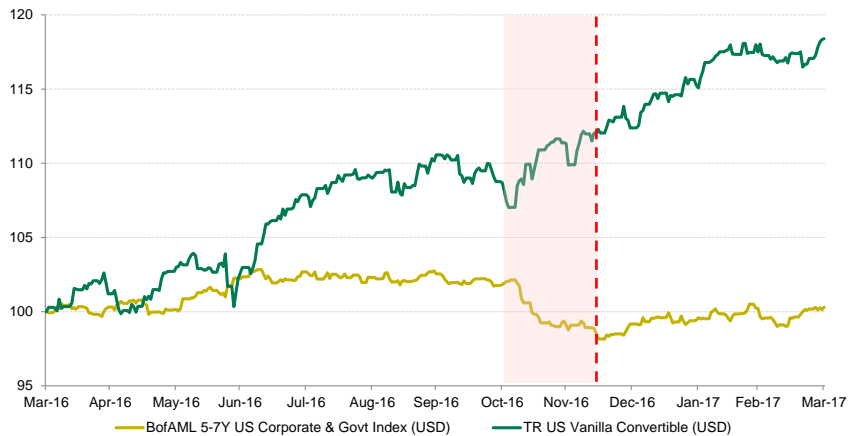
Un environnement propice aux obligations convertibles

Dans ce contexte, et à l'heure où les marchés actions bénéficient d'une dynamique globalement favorable, la caractéristique optionnelle des convertibles constitue un atout majeur, en tant qu'alternative aux niveaux de rendement très bas.

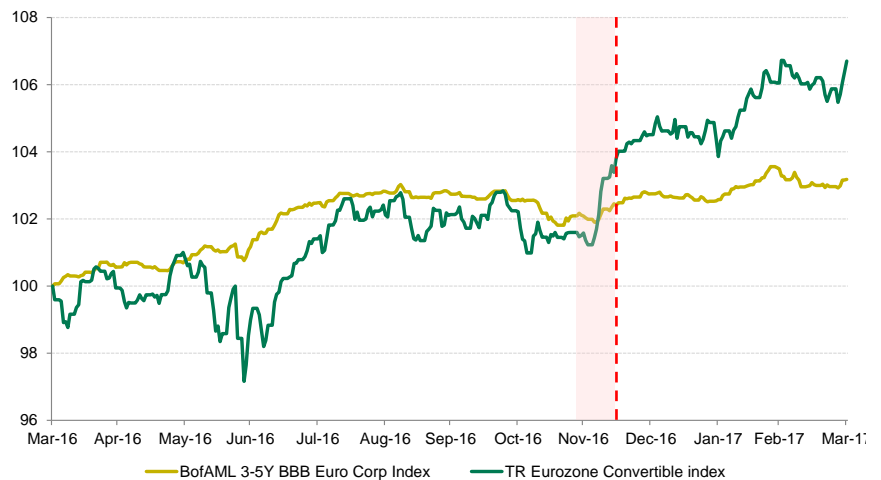
Ces derniers mois, les convertibles ont réussi à surperformer significativement les obligations classiques grâce à leurs caractéristiques différenciatrices clés, comme mentionné précédemment, à savoir une plus faible sensibilité aux taux d'intérêt, un plus fort potentiel de resserrement en termes de spreads, et une exposition maîtrisée aux marchés actions.

Selon nous, ce phénomène ne fait que commencer, et ces mêmes avantages devraient continuer à générer une dynamique favorable pour les obligations convertibles dans les mois à venir.

Graphique 4 | Comparaison des performances en glissement annuel: «corporate» vs convertibles (Etats-Unis et Europe)



Sources: UBP, Bloomberg Finance L.P. Au 31.03.2017. Indice obligations «corporate»: indice BofAML 5-7Y US Corporate & Government (USD); indice obligations convertibles: Thomson Reuters US Vanilla Convertible Bond (USD). Les performances passées n'offrent aucune indication ou garantie quant aux résultats futurs.



Sources: UBP, Bloomberg Finance L.P. Au 31.03.2017. Indices obligations «corporate»: indice BofAML 3-5Y BBB Euro Corporate; indice obligations convertibles: indice Thomson Reuters Eurozone Convertible Bond (EUR). Les performances passées n'offrent aucune indication ou garantie quant aux résultats futurs.

La Fed a été claire sur le fait que les relèvements de taux de décembre 2016 et mars 2017 constituaient les premières étapes de ce qui devrait être un mouvement de hausse progressive – qui devrait se poursuivre sur l'année, puis en 2018.

En Europe, bien que la fin du QE ne semble pas être à l'ordre du jour de la BCE pour 2017, nous pensons toutefois qu'elle devrait adopter une politique monétaire plus neutre au cours de l'année, les indicateurs continuant de faire état d'une embellie de l'économie en zone euro. Cela pourrait peser sur les marchés obligataires au sein de la région. Pour les investisseurs recherchant une alternative à leurs investissements en instruments obligataires traditionnels, le contexte actuel pointe en faveur des obligations convertibles.

En réallouant leur portefeuille obligataire en faveur des convertibles, les investisseurs pourraient ainsi bénéficier à la fois d'une protection partielle contre l'augmentation des taux d'intérêt, mais aussi d'une exposition au potentiel haussier offert par les marchés actions.

De plus, le fait de favoriser les obligations convertibles défensives pourrait permettre aux investisseurs de profiter des avantages mentionnés ci-dessus, tout en conservant une faible exposition au risque baissier et à la volatilité des actions. Pour les investisseurs souhaitant renforcer leur exposition aux marchés actions, une stratégie de convertibles globales dynamique semble être un choix approprié. Cela leur permettrait en effet de bénéficier de l'environnement économique favorable qui prévaut actuellement, tout en tirant parti des avantages offerts par les convertibles, à savoir notamment la protection liée à leur plancher obligataire ainsi que leur réel potentiel de diversification globale. Avec leur plus faible sensibilité aux variations des taux d'intérêt ainsi que leur exposition maîtrisée au risque actions, les convertibles sont d'autant plus attrayantes à l'heure où les rendements obligataires restent trop bas pour délivrer à eux seuls des performances suffisantes, et où des accès de volatilité sont attendus sur les marchés actions globaux vu la persistance des incertitudes politiques.

Nicolas Delrue
Responsable des Spécialistes en investissement &
Spécialiste en investissement Obligations convertibles Senior

UBP Asset Management (France)
Union Bancaire Gestion Institutionnelle (France) SAS
116, avenue des Champs-Élysées | 75008 Paris | France
T. +33 (0)1 75 77 80 87 | nicolas.delrue@ubp.com

Scarlett Claverie-Bulté
Spécialiste en investissement Obligations convertibles

UBP Asset Management (France)
Union Bancaire Gestion Institutionnelle (France) SAS
116, avenue des Champs-Élysées | 75008 Paris | France
T. +33 (0)1 75 77 80 83 | scarlett.claverie-bulte@ubp.com

Informations importantes

Le présent document/message reflète l'opinion de l'Union Bancaire Privée, UBP SA (ci-après l'«UBP») à la date de son émission et reste la propriété de cette dernière. Il est fourni uniquement à titre d'information. Il ne doit pas être considéré comme un conseil ou une forme de recommandation pour acheter ou vendre des titres, des devises, des produits ou des instruments financiers, quels qu'ils soient, ou pour effectuer un investissement ou participer à des stratégies de trading spécifiques. Il n'est pas destiné à être distribué, publié ou utilisé 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 d'adresser un tel document/message. L'UBP 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/message, ou en ce qui concerne d'éventuelles erreurs, omissions ou inexactitudes. Les performances passées n'offrent aucune garantie quant aux performances actuelles ou futures, et il se peut que les investisseurs ne récupèrent pas le montant initialement investi. L'UBP est agréée et réglementée, en Suisse, par l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (FINMA). Au Royaume-Uni, l'UBP est agréée par l'Autorité de régulation prudentielle (Prudential Regulation Authority, PRA); elle est assujettie à la réglementation de l'Autorité de conduite financière (Financial Conduct Authority, FCA) et elle est soumise à certaines règles de la PRA.

Union Bancaire Gestion Institutionnelle (France) SAS

116, av. des Champs-Élysées | 75008 Paris, France
T +33 1 75 77 80 80 | F +33 1 44 50 16 19 | www.ubpamfrance.com.