



# UBAM CONVERTIBLES EUROPE

Commentaire trimestriel | T3 2017

A l'intention des investisseurs qualifiés en Suisse ou des investisseurs professionnels ou des contreparties éligibles tels que définis par les lois applicables.

**Le 29 septembre 2017, UBAM Convertibles Europe est devenu un fonds nourricier du FCP Convertibles Europe Responsable (le «fonds maître»).**

## *Commentaire de marché*

- ◆ Le troisième trimestre a été marqué par des turbulences sur les marchés d'actions, générées, d'une part, par la montée de tensions géopolitiques, notamment entre la Corée du Nord et les Etats-Unis, et, d'autre part, par les communiqués des banques centrales. Les élections ont également occupé le devant de la scène en Allemagne et au Japon. Cela n'a toutefois pas empêché les marchés d'actions mondiaux de faire preuve de résilience et d'enregistrer des gains supplémentaires sur le trimestre, soutenus par des signes positifs de croissance mondiale, de bons résultats en termes de bénéfices du côté des entreprises et des indicateurs de sentiment globalement positifs. En Europe notamment, le Stoxx Europe 50 NR a gagné 2,2% sur le trimestre et l'Euro Stoxx 50 NR a bondi de 4,7%.
- ◆ Fin septembre, la banque centrale américaine a annoncé officiellement qu'elle commencerait à réduire son bilan en octobre. La majorité des membres du FOMC prévoient encore au moins quatre hausses de taux d'ici fin 2018, dont une en décembre 2017. En Europe, la BCE a maintenu un ton prudent, partagé entre un euro fort et une inflation faible, et a reporté à octobre l'annonce de toute décision concernant le calendrier et les conditions de sortie de son programme de QE.
- ◆ Mis à part quelques pics imputables aux tensions géopolitiques de l'été, et bien qu'à des niveaux déjà très bas, les indices de volatilité ont fini le trimestre à un niveau encore plus bas que celui de fin juin. Ainsi, dans la zone euro, le V2X a reculé de 5 points, passant à 12 points à fin septembre.
- ◆ La caractéristique optionnelle de l'obligation convertible a connu une certaine dépréciation au troisième trimestre, comme en témoigne l'évolution de sa volatilité implicite sur les principaux marchés, à l'exception des Etats-Unis où elle a légèrement augmenté.
- ◆ Cette évolution générale s'explique en partie par la persistance d'un environnement à faible volatilité réalisée qui a maintenu une pression baissière sur la valorisation des options, ainsi que par le dynamisme de l'activité primaire. En Europe notamment, le fort mois de juin (qui a vu le plus haut niveau de nouvelles émissions enregistré dans la région depuis juin 2014: USD 5,3 mia) a provoqué une certaine dépréciation sur le marché secondaire durant l'été.
- ◆ Au total, USD 18,1 mia ont été ajoutés à l'offre mondiale d'obligations convertibles au cours du troisième trimestre. Le marché américain est resté le principal émetteur de nouveaux titres ce trimestre (USD 8,3 mia), suivi par l'Europe (USD 5,6 mia). Le Japon a généré USD 2,2 mia et l'Asie-Pacifique USD 1,5 mia. En YTD, le volume global des émissions primaires de convertibles se chiffre à USD 60,4 mia, dont USD 30,8 mia pour les Etats-Unis, USD 19,1 mia pour l'Europe, USD 5,3 mia pour le Japon et USD 3,4 mia pour l'Asie-Pacifique.



---

## Revue de performance

- ◆ UBAM Convertibles Europe a progressé de 0,57% (net de commissions) au troisième trimestre, ce qui a porté sa performance YTD à 0,47%. A titre d'exemple, l'indice Reuters Europe Focus Convertible Bond EUR Hedged a fini le trimestre à -0,02%; en YTD, cet indice s'affiche à +2,31%.
- ◆ Au troisième trimestre, la performance de la stratégie a été principalement soutenue par sa composante de sensibilité actions (+1,44%). La poche obligataire a été globalement légèrement positive (+5 pb). La caractéristique optionnelle du portefeuille a eu, quant à elle, un impact négatif (-0,61%) en raison d'un «vega» défavorable reflétant la dépréciation de la volatilité implicite des obligations convertibles européennes, constatée au cours du trimestre.
- ◆ Du point de vue sectoriel, c'est notre exposition au secteur technologique qui a le plus contribué à la performance de la stratégie au troisième trimestre (+63 pb), grâce à notre position sur STM (+62 pb). Le secteur industriel y a également fortement contribué (+44 pb), au travers de titres tels que Deutsche Post (+22 pb) et Prysmian (+16 pb). Dans le secteur financier (+30 pb), nos positions sur Eurazeo (+13 pb) et Deutsche Wohnen (+11 pb) se sont particulièrement distinguées.
- ◆ A l'inverse, le portefeuille a souffert de son allocation à la consommation non cyclique (-31 pb), en raison de la contribution négative de titres tels que Gedeon Richter (-15 pb), Qiagen (-10 pb) et Fresenius (-10 pb). L'exposition au secteur de la consommation cyclique s'est, elle aussi, révélée globalement défavorable (-23 pb), en raison de la performance négative de Steinhoff (-50 pb) qui a contrebalancé les impacts positifs d'Adidas (+14 pb) et de Valeo (+6 pb), entre autres.
- ◆ En termes relatifs, la surperformance de la stratégie par rapport à son indice au troisième trimestre (+0,59%) provient principalement de la sélection de titres positive et de la contribution positive (relative) de la caractéristique optionnelle. La composante obligataire a eu, quant à elle, un impact relatif négatif.
- ◆ Les principales contributions positives (en termes relatifs) au troisième trimestre proviennent de notre surpondération sur STM (+38 pb), ainsi que de plusieurs choix hors indice (Deutsche Post, +22 pb; Adidas, +14 pb; Eurazeo, +13 pb). A l'inverse, les contributions négatives les plus importantes (en termes relatifs) sont venues de LVMH (-13 pb, sous-pondération), de Fresenius (-8 pb, surpondération au début de la période), d'Evonik Industries (-7 pb, sous-pondération) et de Qiagen (-5 pb, surpondération).

---

## Activité du portefeuille

- ◆ La sensibilité actions moyenne du portefeuille a diminué de 14 points sur le trimestre, passant de 50,1% fin juin (contre 33,7% pour son indice de référence) à 35,9% fin septembre (contre 34,3%). Cette baisse est principalement liée à des choix d'investissements actifs, conduisant à réorienter le portefeuille vers des obligations convertibles plus équilibrées pour atteindre une exposition moyenne aux actions plus adaptée à l'univers.
- ◆ Cette stratégie a été mise en œuvre en tirant parti de la dynamique de l'activité primaire, avec des émetteurs de convertibles existants qui gèrent activement leur dette – en rappelant des titres en circulation et en émettant de nouvelles offres convertibles. Cela nous a notamment amenés à arbitrer nos positions sur STM et Deutsche Wohnen, en vendant ces profils relativement très sensibles aux actions en faveur de tranches plus équilibrées.
- ◆ Certaines des pondérations importantes du portefeuille sont arrivées à échéance au cours du trimestre (par exemple Siemens 2017 et Parpublica/Galp 2017). Les recettes ont été réinvesties dans des obligations convertibles que nous jugeons intéressantes d'un point de vue «bottom-up». Ainsi, nous avons notamment ouvert de nouvelles positions sur des sociétés du secteur des télécommunications pour bénéficier de la dynamique favorable observée dans ce secteur, au travers de titres présentant une bonne qualité de crédit, des niveaux YTM relativement intéressants et des profils d'action globalement défensifs: Telecom Italia 2022, America Movil/KPN 2020 et Orange/BT 2021.



---

*Perspectives*

- ◆ Certaines positions que nous avons en portefeuille ont été fermées dans la dernière partie de la période en prévision de la transformation d'UBAM Convertibles Europe en fonds nourricier de notre stratégie sur les convertibles ISR européennes (entrée en vigueur le 29 septembre), au regard des critères ISR applicables (par exemple Airbus/Dassault Aviation 2021, Rag Stiftung/Evonik 2018 et Bayer/Covestro 2020).
- ◆ Même si nous reconnaissons que les marchés ont globalement déjà valorisé beaucoup de points positifs à ce jour, nous restons constructifs à l'égard des marchés d'actions pour les mois à venir. Une croissance soutenue et synchronisée reste en place et devrait continuer à favoriser les marchés d'actions mondiaux d'ici à la fin de l'année.
- ◆ En ce qui concerne les valorisations actuelles des actions, le marché européen est, à notre avis, bien positionné pour tirer parti de cet environnement globalement porteur. Le momentum bénéficiaire positif en cours dans la région devrait, selon nous, être renforcé par une solide expansion économique. Les ratios P/E suggèrent qu'il y a de la marge pour une poursuite du rally: à fin septembre, le forward P/E 18 s'est établi à 14,7x pour le MSCI Europe, contre 16,3x pour le MSCI World (marchés développés) et 17,5x pour le MSCI North America.
- ◆ De même, en ce qui concerne la valorisation de la caractéristique optionnelle des convertibles, le marché européen continue, selon nous, d'offrir un potentiel convexe intéressant, la volatilité implicite des obligations convertibles européennes restant inférieure à son niveau habituel à moyen terme à fin septembre.
- ◆ Malgré le contexte économique globalement sain, le scénario d'une correction ne devrait pas être complètement écarté. Le fort rebond déjà réalisé par les marchés d'actions à ce jour, conjugué à des risques géopolitiques croissants et à des préoccupations politiques, pourrait se traduire par un renversement du régime actuel de volatilité ultra-faible.
- ◆ Dans un tel scénario, les avantages des obligations convertibles sont, à notre avis, doubles. Tout d'abord, leur nature convexe leur assure à la fois une exposition au potentiel haussier des actions et une protection efficace contre les baisses, grâce au plancher obligataire. Par ailleurs, une hausse de la volatilité déclenche généralement une revalorisation positive des options. Les investisseurs peuvent donc s'attendre à ce que l'option d'achat intégrée aux obligations convertibles bénéficie dans une certaine mesure d'une inversion de tendance des niveaux de volatilité, compensant ainsi partiellement l'effet négatif induit sur leur composante action sous-jacente.
- ◆ Sur le front des taux, la BCE devant adopter progressivement une politique monétaire plus neutre, nous restons défensifs sur la durée. A cet égard, les obligations convertibles offrent un avantage important par rapport aux instruments obligataires classiques en ce qu'elles intègrent une sensibilité nettement inférieure aux mouvements des taux d'intérêt avec une durée similaire. En effet, une hausse des taux d'intérêt est positive pour l'option intégrée à la convertible et compense donc partiellement la perte sur la composante obligataire.

## Informations importantes

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. 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 traitement fiscal de tout investissement dans le Fonds dépend de votre situation individuelle et peut, à l'avenir, être sujet à des modifications.

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 souscriptions non fondées sur les derniers documents juridiques des fonds (prospectus, KIID, rapports annuels ou semestriels ou autres documents juridiques pertinents) ne seront pas acceptables.

Le prospectus, les statuts, le KIID et les rapports annuels et semestriels les plus récents des fonds présentés ici (les «Documents juridiques des fonds») peuvent être obtenus gratuitement auprès d'Union Bancaire Gestion Institutionnelle (France) SAS, 116, avenue des Champs-Élysées, 75008 Paris, France.

Les appels émis vers UBP Asset Management (France) peuvent être enregistrés. UBP Asset Management (France) considère que toute personne qui l'appelle 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.