

## OBLIGATIONS CONVERTIBLES

## Un contexte plus difficile pour les convertibles en 2013

» Si les obligations convertibles ont fait partie des classes d'actifs gagnantes en 2012, la conjoncture devient aujourd'hui moins favorable

» Le faible potentiel de leur composante crédit les rend plus sensibles à l'évolution des marchés d'actions qu'elle ne pouvaient l'être l'année dernière

**Cela ne fait aucun doute** : en 2012, une poche d'obligations convertibles dans une allocation globale a fortement contribué à faire baisser la volatilité des portefeuilles. Cette classe d'actifs, qui a en effet performé aussi bien que les actions au premier trimestre de l'année dernière, a considérablement amorti le repli qui a suivi et a convenablement profité du rebond des marchés au second semestre (voir le graphique).

Depuis le début de l'année, la tendance est toujours à une légère hausse sur les convertibles, en ligne avec les actions. Cependant, pour les mois qui viennent, même si de nombreux investisseurs se positionnent encore sur la classe d'actifs, le caractère asymétrique des obligations convertibles - protégeant contre une baisse des actions et profitant des hausses - ne sera peut-être pas aussi marqué que l'année dernière.

**Rebond naturel.** Il est vrai que 2012 a été une année particulièrement favorable aux obligations convertibles (*L'Agefi Actifs* n°527, p. 12), avec une progression de l'indice Exane ECI Europe de 18,3 %. « Dans la première partie de l'année, elles ont surtout profité de la performance du marché du crédit », explique Cyril Legoeuil, gérant chez **CCR AM**. Et ce, après une année 2011 où les craintes systémiques, à leur paroxysme, avaient fortement pénalisé cette classe d'actifs. Pour mémoire, en 2011, l'indice ECI Europe perdait 9,58 %, contre une baisse de 13,15 % pour l'EuroStoxx 50 Dividendes Réinvestis. Ensuite, au second semestre de l'année dernière, non seulement la performance des marchés d'actions a porté les convertibles mais Cyril Legoeuil a aussi identifié « une certaine inertie dans le comportement des investisseurs sur ces actifs. Le rebond a amorcé la collecte et cette dernière a entraîné un renchérissement du marché ».

**Une qualité qui se paye...** Depuis le début de l'année, le comportement de la classe d'actifs reste, a priori, conforme aux attentes des investisseurs puisque les convertibles progressent très légèrement, tirées par les marchés. Cependant, aujourd'hui, « le marché des convertibles a changé par rapport à l'année dernière », constate un professionnel, certains titres de bonne qualité apparaissant clairement surévalués. Face à ce mouvement, Emmanuel Martin, responsable de la gestion des obligations convertibles à la **Financière de l'Echiquier**, applique aujourd'hui une double stratégie dans ses

portefeuilles : « Nous privilégions d'un côté les obligations convertibles d'entreprises de moyenne capitalisation, peu suivies et généralement absentes des indices de référence, ce qui nous procure du rendement. Parallèlement, pour assurer notre exposition au marché d'actions, nous préférons intervenir, pour les titres de grande capitalisation bien notés, sur le marché des options. Ces dernières présentent en effet une valorisation bien plus intéressante que les convertibles sur ce type d'émetteurs. »

## orientations

**La performance** historique des convertibles en 2012 a incité beaucoup de commercialisateurs à mettre en avant ces produits.

**Même si elles restent** parfois intéressantes au regard d'autres classes d'actifs, leur plus grande sensibilité aux actions que l'année dernière rend aujourd'hui la sélectivité sur les titres indispensable.

**... mais des opportunités à saisir.** Un marché qui se tend donc, même s'il n'y a pas encore de bulle sur les convertibles. « Si certains titres investment grade [dont les notes sont les plus élevées] apparaissent survalorisés, nous estimons que sur le marché

des convertibles européennes, 60 % d'entre elles sont encore décotées ou à leur juste valeur », estime pour sa part Stéphane Renaud, responsable de la recherche sur les convertibles chez **Exane**. D'autant que, toujours selon l'analyste, « il existe aujourd'hui de nombreuses clauses contractuelles qui augmentent la valeur des obligations convertibles, et principalement lorsqu'elles entrent en zone mixte ou actions. C'est notamment le cas de la clause d'ajustement des dividendes qui prévoit, dans la quasi-intégralité des cas, un ajustement (total ou partiel) à la hausse du ratio de conversion de la convertible dès lors qu'un dividende est versé à l'actionnaire ».

De la même manière, Nils Lesser, CIO et gérant de **Convertinvest**, estime que « malgré quelques excès, le marché des convertibles européennes n'est aujourd'hui pas surévalué dans son ensemble. D'ailleurs, pour un même émetteur, le rendement de la convertible se révèle parfois supérieur à celui de l'obligation classique. Ceci est la preuve qu'il reste encore quelques bonnes opportunités sur cette classe d'actifs ».

**Le haut rendement plus risqué.** Cependant, certains investisseurs spécialisés recherchent aujourd'hui davantage de sécurité que cela n'était le cas il y a encore quelques mois. « Nous constatons aujourd'hui que certaines entreprises commencent à voir leurs bilans se dégrader », met en garde Cyril Legoeuil. Les gérants de convertibles doivent donc faire un

choix difficile entre des titres qui offrent encore du rendement, mais dont le risque augmente, et ceux de meilleure qualité, mais dont la valorisation devient moins attrayante. « Nous avons réduit notre exposition sur les convertibles de haut rendement que nous jugeons plus risquées que l'année dernière pour nous positionner sur des titres mixtes - c'est-à-dire avec une sensibilité aux actions - de meilleure qualité », explique Renaud Martin, responsable de la gestion de convertibles chez **Mirabaud**.

« Nous devons, cette année, veiller à être très sélectifs sur les titres que nous intégrons en portefeuille », continue le gérant.

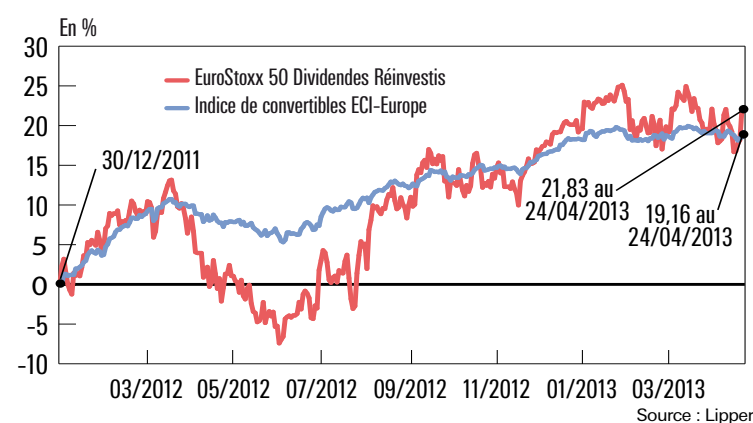
Et cette sélectivité vaut même sur les nouvelles émissions. « Les sociétés qui ont des bilans de bonne qualité ont finalement assez peu intérêt à recourir au marché des convertibles », constate Cyril Legoeuil. Il existe donc un risque - qui ne s'est toutefois pas encore matérialisé - pour que la qualité de crédit du gisement des convertibles, dans son ensemble, se dégrade.

## Changement de moteur de performance.

Une réorientation de certains gérants vers des titres plus sensibles à l'évolution des actions se comprend aisément car, dans ce contexte de taux bas, il y a peu à attendre de la composante crédit des convertibles alors même que c'est la baisse des taux qui a aidé la classe d'actifs à performer pendant de nombreuses années. Aujourd'hui, « le moteur de performance lié à l'évolution des marchés d'actions est clairement celui qui présente le meilleur potentiel », assure Renaud Martin. « Le meilleur moyen de jouer une hausse des actions européennes dans un univers

encore incertain est de le faire avec des obligations convertibles en sécurisant le risque de crédit, note Hubert Lemoine, responsable de la gestion des convertibles chez **Schelcher Prince Gestion**. Dans cette optique, nous avons, par exemple, allégé nos positions sur le haut rendement pour nous positionner sur des titres plus convexes, c'est-à-dire plus sensibles à l'évolution des actions sous-jacentes. » Mais, dans ces conditions, les gérants de convertibles devront piloter leur exposition

## UNE ANNÉE 2012 MÉMORABLE POUR LES CONVERTIBLES



Source : Lipper

aux actions de manière très fine puisque une prise de position dans un sens ou un autre trop marquée par rapport aux indices de convertibles peut les pénaliser fortement s'ils se trompent dans leurs anticipations.

**Risque déceptif.** Les risques de déception pour les investisseurs sont donc bien réels. En effet, si les marchés d'actions rebondissent, mais si ce mouvement est accompagné d'une hausse des taux, les détenteurs de convertibles peuvent perdre sur la partie taux ce qu'ils gagneront sur les actions. En 2008, et dans une moindre mesure en 2011, les convertibles avaient déjà déçu nombre d'investisseurs en accusant des baisses comparables à celles des marchés d'actions. Aujourd'hui, la situation est très différente, avec des risques beaucoup moins marqués qu'à ces époques, mais « l'asymétrie des risques ne joue pas en faveur de l'investisseur », note un professionnel.

Renaud Martin tempère cependant cette analyse en soulignant que « les années combinant à la fois une hausse des actions et une augmentation de l'écart des spreads de crédit restent extrêmement rares ». Certes, mais « si les investisseurs ont bien identifié que les convertibles regroupaient une composante taux, une composante actions et une composante optionnelle, ils ne réalisent pas toujours que l'évolution de la corrélation entre ces trois facteurs peut engendrer un comportement de l'ensemble parfois très inattendu », remarque Cyril Legoeuil.

En clair, le potentiel de hausse pourrait cette année ne pas être aussi élevé qu'espéré dans le cas où le rebond attendu des actions n'aurait pas lieu même si, à long terme, Hubert Lemoine est persuadé que « les obligations convertibles resteront incontournables : nous sommes dans un mouvement de fond de désintermédiation bancaire, ce qui obligera inévitablement les sociétés, y compris celles présentant de bons bilans, à émettre des titres sur le marché ». **e**

FRANCK JOSELIN