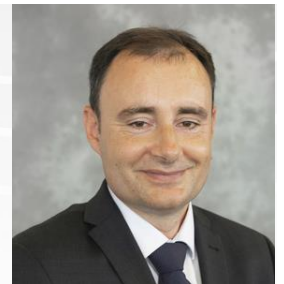


FLASH

Les obligations convertibles européennes : une année décevante, mais un attrait retrouvé



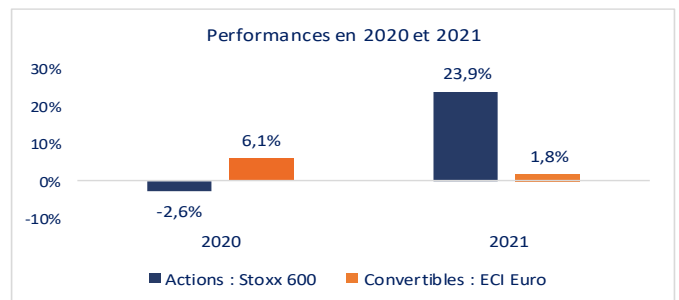
Thomas Raffy
Directeur Gestion Convertibles

Rédigé le 18.11.2021

La performance en 2021 des obligations convertibles européennes est pour l'instant décevante, surtout en comparaison de celle des marchés actions : au 16 novembre, l'indice Exane ECI Euro a ainsi progressé de 1,80%, contre 26,89% pour l'Eurostoxx 50 Total Return*

Il faut néanmoins se souvenir, qu'à l'inverse, 2020 avait été une très bonne année pour cette classe d'actifs, avec une performance de 6,06 % pour l'ECI Euro, contre -2,59 % pour l'Eurostoxx, et une très bonne résistance dans l'épisode de panique.

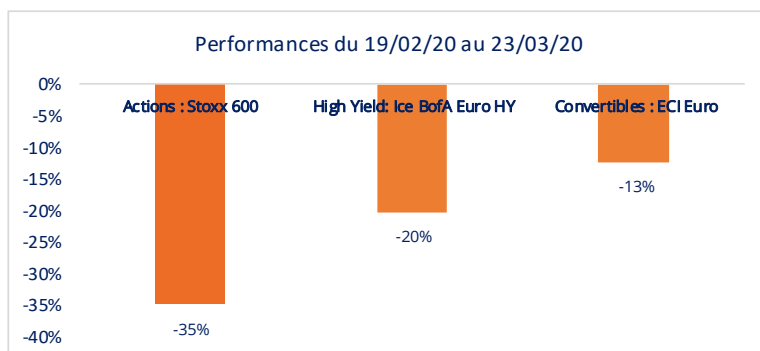
Faire un point rapide sur les grandes caractéristiques de ce marché, très différentes de celles qu'on a pu connaître jusqu'à un passé proche, permet de pouvoir en analyser le comportement récent et surtout d'en apprécier le potentiel actuel.



L'évolution du gisement des convertibles et ses conséquences

Très restreint par rapport à celui du marché du crédit en général, le marché des obligations convertibles européennes (moins de 100 milliards d'euros) était traditionnellement un moyen privilégié pour des émetteurs de taille modeste de financer leur croissance.

Mais depuis 3 ans, le gisement a fortement évolué, pour être aujourd'hui en majorité l'apanage d'émetteurs de taille bien plus importante, avec généralement un profil de risque bien moins risqué. Avec les avantages et inconvénients liés : cette forte proportion d'émetteurs Investment Grade est l'une des raisons principales de la très belle résistance de cette classe d'actifs lors de la panique baissière de février-mars 2020.



Ainsi, entre le 19 février et le 23 mars 2020, pendant que le Stoxx600 baissait de 35,13%, le High Yield européen de 20,4% (Ice BofA Euro High Yield), l'ECI Euro ne baissait que de 12,53%. A l'inverse, en 2021, le gisement a été logiquement plus impacté par la hausse des taux et a moins bénéficié du resserrement de ces mêmes primes de risque ; la performance négative des indices Investment Grade en 2021 se reflète ainsi en partie dans la composante obligataire des obligations convertibles en 2021.



2021 : une année décevante...jusqu'à fin septembre

Hormis les changements dans le type d'émetteurs, la raison principale de la performance décevante en 2021 est également celle qui a permis une surperformance en 2020 : la très forte surpondération du style Growth dans le gisement, et plus particulièrement des thématiques « Covid ». Ainsi, les secteurs du E-commerce (food delivery via Just Eat, Delivery Hero, Hellofresh et mode via Zalando et Global Fashion Group) et des paiements (via Worldline, Nexi ou encore Edenred) représentaient près de 20% de l'indice en début d'année. Or, la plupart de ces actions, après avoir fortement progressées en 2020, ont subi une correction cette année, soit après des résultats décevants, soit simplement parce que ces thématiques sont moins porteuses dans un contexte de réouverture des économies.

Les obligations convertibles liées ont d'autant plus souffert qu'elles ont commencé 2021 avec une forte sensibilité action suite au rallye précédent.

Avec une performance au 16 novembre de l'indice des actions sous-jacentes de l'ECI Euro de seulement 5,60% contre +26,89% pour l'Eurostoxx 50, il apparaît clairement que la sous-performance des sous-jacents est la raison principale de la sous-performance de 2021.

Une gestion active pour atténuer ces biais

Même s'il est impossible d'annuler complètement les biais du marché sur lequel on investit, une attention soutenue a été consacrée cette année à en atténuer les effets les plus négatifs :

- Afin de bénéficier du potentiel de resserrement des primes de risque sur les émetteurs High Yield, ce type d'émetteur, relativement rare aujourd'hui dans le gisement, a été surpondéré. Ainsi, nous retrouvons dans le Fonds, les convertibles Duerr 2026 (équipementier automobile), Do&CO 2026 (Restauration), Fnac Darty 2027 ou encore Outokumpu 2025 (Matières premières). Ces émetteurs, de taille relativement restreinte, ont bénéficié à la fois sur le plan obligataire, d'une visibilité retrouvée sur leur activité, et sur le plan action, d'un fort rebond du sous-jacent. Ils ont par ailleurs permis de renforcer la diversification sectorielle
- Nous avons également surpondéré par rapport à l'indice les valeurs cycliques (Pirelli 25 cv, Kloeckner 23) et les semi-conducteurs (Besi 2027, Soitec 25)
- Enfin, nous nous sommes régulièrement couverts, via des Futures, contre les tensions obligataires
- Par ailleurs, les valeurs à fort pricing power (Kering 23, Cointreau 24), bénéficiant d'une forte visibilité long terme (Schneider 2026, Veolia 2025, Puma 2025) continuent, elles, d'être le cœur de portefeuille

Cette gestion active a en partie porté ses fruits, avec au 16/11 une surperformance de MAM Obli Convertibles ESG C de + 0,56%.

Les raisons d'être optimiste

Mieux comprendre les raisons de la performance décevante des obligations convertibles européennes en 2021 est une chose, mais les perspectives sont-elles pour autant positives ?

Avant de détailler les raisons d'être optimiste aujourd'hui, nous pouvons voir via la bonne performance relative des convertibles depuis fin septembre que leur comportement boursier s'est déjà bien amélioré. Entre fin septembre et le 16 novembre, MAM Obli Convertibles ESG a ainsi progressé de 3,47% contre +8,97% pour l'Eurostoxx50, dans une phase par ailleurs peu favorable aux fonds de crédit.

Si le gisement des obligations convertibles garde des biais, ceux-ci sont désormais bien plus limités que fin 2020. Ainsi, le flux d'émission en 2021 (plus de 15 milliards d'euros), a permis d'offrir une meilleure diversification, tant en termes de tailles d'émetteurs, de secteurs ou de maturité. La performance présente et future est, de fait, moins liée à la sur ou sous-performance du style Value ou Growth ou d'un secteur spécifique.

Les obligations convertibles d'émetteurs cycliques, grâce à la hausse de leur action sous-jacente en 2021, ont désormais une sensibilité action accrue par rapport au début d'année, et profitent donc aujourd'hui bien plus largement du mouvement haussier.



De plus, les marchés actions, depuis quelques semaines, discriminent moins en fonction du style (Value, Growth) mais plus, au cas par cas, en fonction des résultats et des perspectives. Or, à l'instar du marché en général, la très grande majorité des émetteurs ont publié récemment de très bons résultats et ont souvent revu en hausse leur prévision.

Au niveau des valorisations intrinsèques, le point bas semble avoir là aussi été franchi, et on assiste depuis plusieurs semaines à un rebond. Celles-ci restent néanmoins attractives – près de 60% des obligations convertibles mixtes sont sous-cotées - et seront un facteur de soutien au marché des convertibles

D'un point de vue plus général, le gisement présente une sensibilité action attractive, autour de 40%, et surtout bien mieux répartie.

Notre scénario positif sur les marchés actions pour les prochains trimestres, dans un contexte de croissance soutenue et de progression forte des bénéfices des entreprises, devrait ainsi être logiquement bénéfique aux obligations convertibles ; néanmoins, même en cas de replis des marchés actions, elles devraient bien résister grâce notamment à la bonne qualité des émetteurs et leur forte convexité (ie une plus forte participation à la hausse de l'action qu'à une baisse analogue).

En se projetant à plus long terme, là encore le marché des convertibles semble bien placé pour bénéficier des thématiques porteuses à long terme, grâce notamment à la visibilité apportée par le plan de relance européen. Ainsi, le thème de la Green Economy est largement représenté (via notamment Veolia et Iberdrola pour les énergies renouvelables, ou encore Umicore et Schneider pour l'efficacité énergétique), de même que celui de la digitalisation.

Ainsi, si le comportement des obligations convertibles à court terme a pu sembler peu compréhensible, voire décevant, il est nécessaire d'avoir une approche de long terme, et de garder en mémoire l'apport positif en termes de rendement/risque d'une poche d'obligations convertibles dans un portefeuille diversifié.

* : dans la suite du texte, l'Eurostoxx 50 Totale Return sera nommé « Eurostoxx »

Performances calendaires

	2021*	2020	2019	2018	2017	2016	2015
MAM Obli Convertibles ESG C FR0012830933	+2,38%	+5,01%	+6,74%	-9,29%	+4,53%	+0,43%	+7,27%
MAM Obli Convertibles ESG I FR0011414358	+3,21%	+5,98%	+7,72%	-8,45%	+5,49%	+1,35%	+8,25%
100% Exane Convertible Index-Euro	+1,73%	+6,06%	+7,57%	-5,18%	+6,99%	-0,21%	+6,08%

*Données arrêtées au 19/11/2021

Meeschaert Amilton AM • SGP Agrément AMF N° GP 04000025 • Tour Maine Montparnasse, 33 avenue du Maine 75015 Paris

Ce document est établi par Meeschaert Amilton AM. Il a été réalisé dans un but d'information uniquement et ne constitue ni une offre ni une recommandation personnalisée ou une sollicitation en vue de la souscription d'un produit ou d'un service. Meeschaert Amilton AM attire l'attention des investisseurs sur le fait que tout investissement comporte des risques, notamment des risques de perte en capital. Meeschaert Amilton AM rappelle que préalablement à tout investissement, il est nécessaire de se rapprocher de son conseil pour évaluer et s'assurer de l'adéquation du produit ou du service en fonction de sa situation, de son profil et de ses objectifs. Les simulations et opinions présentées sur ce document sont le résultat d'analyses de Meeschaert Amilton AM à un moment donné et ne préjugent en rien de résultats futurs. **Les performances passées ne constituent pas un indicateur fiable des performances futures** et ne sont pas constantes dans le temps. Le fonds présenté est exposé à différents risques et notamment à un risque de perte en capital. Les informations légales concernant les OPC, notamment les prospectus complets sont disponibles sur demande auprès de la société ou sur le site Internet www.meeschaert-amilton.com. Les informations contenues dans ce support sont issues de sources considérées comme fiables, à sa date d'édition. Source : Meeschaert Amilton AM, Thomson Reuters, Bloomberg.