

DOSSIER RÉALISÉ PAR
PASCAL ESTÈVE

Fonds et Sicav

Un bon couple rendement-risque
avec les obligations convertibles

Même si le comportement, depuis le début de l'année, des fonds d'obligations convertibles est décevant, les performances, sur le long terme, restent satisfaisantes au regard des risques pris.

Depuis le début de l'année, les fonds d'obligations convertibles n'ont pas brillé, avec une baisse moyenne de 1 %. Celle-ci s'explique pour trois raisons. Tout d'abord, à l'exception de Wall Street, la plupart des places financières ont subi des reculs plus ou moins marqués. Ensuite, la baisse du cours du baril de pétrole de début d'année a affecté les convertibles émises par certaines pétrolières. Enfin, la faiblesse de la croissance mondiale limite le potentiel de hausse, et il n'y a plus grand-chose à espérer du côté des taux d'intérêt.

Ce comportement décevant ne doit pas occulter les atouts des obligations convertibles. Sur la période 2007-2015, l'Eurostoxx 50 n'a gagné que 5,1 %, contre 30,4 % pour l'indice Exane Euro Convertibles, qui mesure le comportement des convertibles de la zone euro. En outre, ce surcroît de performance a été accompli avec une volatilité annualisée de 9 %, contre 18,7 % pour les actions. En séparant la période globale en trois sous-périodes de trois ans, la résistance des convertibles est manifeste : - 0,6 % entre 2007 et 2009, contre - 20,7 % pour l'Euro Stoxx 50 ; + 9,3 %

entre 2010 et 2012, contre - 1,5 %. C'est uniquement dans des marchés nettement haussiers que les convertibles prennent logiquement du retard : + 20,1 % entre 2013 et 2015, contre + 34,5 % pour les actions.

Une volatilité implicite historiquement faible

Conclusion ? Le couple rendement-risque des convertibles est excellent. Des fonds spécialisés sont à acheter dans la plupart des configurations boursières, sauf quand les places financières sont notablement sous-évaluées, ce qui n'est pas le cas actuellement. Pour les prochains mois, une petite hausse des convertibles peut être espérée, en dépit de taux actuariels particulièrement faibles. En effet, la volatilité implicite, qui représente les attentes en termes de volatilité de l'action sous-jacente, se situe à un

DES PERFORMANCES MEILLEURES AVEC UNE VOLATILITÉ DEUX FOIS MOINS IMPORTANTE

En %	Période 2007-2009	Période 2010-2012	Période 2013-2015	Ensemble de la période 2007-2015
Performance Euro Stoxx 50	-20,7	-1,5	+34,5	+5,1
Performance Exane Euro Convertibles	-0,6	+9,3	+20,1	+30,4
Volatilité Euro Stoxx 50	22,5	18,2	15,4	18,7
Volatilité Exane Euro Convertibles	12,4	8,8	5,6	9

Source : BNP Exane.

niveau historiquement faible : 26,3 % en Europe, selon Lazard Frères Gestion, contre une moyenne sur 10 ans de 32,4 %. Une remontée de 4 points, à 30,3 %, permettrait une appréciation de 1,6 % des obligations convertibles, toutes choses égales par ailleurs.

C'est pourquoi Jean-Marie Mercadal, stratège d'OFI AM, est favorable à cette classe d'actifs. Il y voit un autre avantage : « Dans un contexte où les incertitudes sont omniprésentes, les convertibles offrent la particularité de fournir une exposition aux marchés actions avec un risque contenu. »

NOTRE CONSEIL

Le fonds le plus régulier est Sélection Convertibles, bien classé sur toutes les périodes. Mais un changement de gérant devrait intervenir. Donc, nous conseillons Dynasty Global Convertibles (code Isin : LU1280365393), fonds récent créé par le gérant de Sélection Convertibles. Nos autres fonds préférés sont CS (Lux) Global Convertible Investment Grade Bond, en tête sur 5 ans et 3 ans, mais dans la seconde moitié en 2016, Lazard Convertible Global, respectivement 3^e, 2^e et 3^e, M&G Global Convertibles Euro, 7^e, 8^e et 3^e, ainsi qu'Ecofi Convertibles Euro, 15^e, 14^e et 8^e.

NOS FONDS D'OBLIGATIONS CONVERTIBLES PRÉFÉRÉS

NOM (ORGANISME PROMOTEUR)	CODE ISIN	PERFORMANCES (EN %) (1)		
		SUR 5 ANS	SUR 3 ANS	EN 2016
CS (LUX) GLOBAL CONVERT. IVT GRADE BOND (CREDIT SUISSE)	LU0324196665	+ 71,7	+ 38,4	- 1,8
LAZARD CONVERTIBLE GLOBAL (LAZARD FRÈRES GESTION)	FR0000098683	+ 70	+ 32,1	+ 0,4
M&G GLOBAL CONVERTIBLES EURO (M&G GROUP)	GB00B1Z68494	+ 58,9	+ 28,5	+ 0,2
SÉLECTION CONVERTIBLES (SKYLAR FRANCE)	FR0007057641	+ 48,4	+ 25,9	+ 3,4
ECOFI CONVERTIBLES EURO (ECOFI INVESTISSEMENTS)	FR0010191908	+ 43,4	+ 24,8	+ 3,2

(1) : AU 18-8-2016. SOURCE : MORNINGSTAR

« La sélection de titres fait la différence »

Vous gérez Sélection Convertibles, classé parmi les meilleurs fonds d'obligations convertibles sur toutes les périodes, et vous êtes noté par Citywire « AA » comme gérant. Comment vos surperformances s'expliquent-elles ?

Nous investissons dans des sociétés essentiellement non notées ou à haut rendement. Ces dernières représentent les trois quarts du marché européen des obligations convertibles, alors que les gérants à la tête des plus grosses Sicav privilégient les emprunts bien notés, très peu rémunérateurs.

Avec des taux de rendement actuariels proches de 0, la sélection de titres fait la différence. Même avec des indices stables, il est possible de générer de la performance. Nous faisons aussi preuve de réactivité, à l'instar de ce que nous avons fait avec l'immobilière

British Land, récemment. Nous l'avons vendue par précaution avant le Brexit, ce qui nous a permis de la racheter ensuite avec un cours en baisse, établi de surcroît avec une livre sterling qui avait perdu 12 % !

Quelles sont vos valeurs favorites ?

Dans le fonds Dynasty Global Convertibles, que je gère par ailleurs, **Fuseng 3 % 2018** est un titre émis par une société chinoise d'agroalimentaire qui offre un taux de

rendement actuariel de 5,2 % pour une sensibilité à l'action de 29 %. En Afrique du Sud le gestionnaire de cliniques **Remgro 2,625 % 2021** offre un rendement très faible (0,1 %), mais une sensibilité de 85 %. Parmi les mines d'or qui font un peu office d'assurance de portefeuille, **Newmont Mining 1,625 % 2017** propose une sensibilité de 60 %. En France, **Nexity 0,125 % 2023** en a une de 45 %. Si le rendement est nul, le fait que le PDG s'endette pour acheter des actions sur le marché constitue un signal très positif. Enfin, en Allemagne, **Deutsche Wohnen 0,875 % 2021** suit

le comportement de l'action avec une sensibilité de 90 %. Cette immobilière profite de la faiblesse des taux d'intérêt et d'une excellente visibilité avec une hausse régulière des loyers.

Que pensez-vous de la valorisation des obligations convertibles ?

Elles ne sont pas spécialement sous-valorisées, comme on l'avait vu en 2008 ou en 2011. En effet, les taux de rendement actuariels sont historiquement faibles, et la sensibilité moyenne de 30 % aux actions se situe plutôt à un bas niveau, la moyenne étant proche de 40 %.

LES TAUX DE RENDEMENT ACTUARIELS SONT HISTORIQUEMENT FAIBLES

