

## LES OBLIGATIONS CONVERTIBLES :

### UNE CLASSE D'ACTIFS IDÉALE POUR ENTRER DANS LE PROCHAIN CYCLE ÉCONOMIQUE

Commentaire au 31 mars 2020

- ✓ Dans un environnement difficile, les obligations convertibles ont à nouveau démontré leur résilience
- ✓ Elles offrent aujourd'hui des rendements espérés bien supérieurs aux obligations classiques.
- ✓ Une stratégie défensive permet de réduire les risques de manière non-linéaire.
- ✓ Le prochain cycle économique offre un contexte macro-économique prometteur pour les obligations convertibles.
- ✓ Les obligations convertibles augmentent la diversification et les rendements ajustés au risque dans tout type de stratégie d'allocation d'actifs.

#### UNE CRISE D'UNE RAPIDITÉ JAMAIS VUE

La propagation de la pandémie a transformé le quotidien d'une majeure partie de la population de notre planète. Étape par étape, l'Asie, l'Europe et les États-Unis ont élaboré une vaste réponse politique pour contenir cette crise sanitaire. Un confinement plus ou moins fort a été imposé dans toutes les régions afin de protéger au mieux les systèmes de santé. Avec l'arrêt quasi-soudain de l'activité économique dans le monde entier, l'impact sur les marchés financiers ne s'est pas fait attendre. Aux États-Unis, 3,28 millions de personnes ont déposé une demande d'assurance-chômage au cours de la semaine du 21 mars. Ces chiffres confirment les craintes de nombreux économistes prédisant une contraction historique pour l'économie mondiale dépassant en ordre de grandeur toutes les récessions précédentes. Malgré les annonces fortes, des décideurs politiques et des banquiers centraux, les valeurs des actifs financiers ont continué de chuter lourdement dans des marchés animés par la panique et le manque de liquidité. Il semble à présent que la réaction semi-

coordonnée des banquiers centraux a permis de stabiliser le système financier. La rapidité de la baisse du prix des actions et l'augmentation des "spreads\*" de crédits a été sans commune mesure avec les précédentes corrections (\*spread mesure l'écart de taux d'intérêt entre les obligations souveraines et les obligations d'entreprises). La corrélation entre les différentes classes d'actifs a convergé très rapidement, poussée par le besoin de certains investisseurs à générer de la liquidité.

## DÉMONSTRATION DE LA RÉSILIENCE DES STRATÉGIES CONVERTIBLES DÉFENSIVES

Dans cet environnement difficile les obligations convertibles ont une fois de plus démontré leur résilience. En effet, depuis le début de l'année, notre stratégie défensive d'obligations convertibles a baissé de 8.0% (faisant mieux que son indice de référence "Investment Grade"), alors que les marchés boursiers mondiaux (\*MSCI World All Country EUR) ont chuté de 19.6 %, avec une volatilité quasiment 5 fois plus faible. En effet, sur cette période la volatilité (260 jours) est de 5.6 pour la stratégie convertible alors qu'elle s'élève à 25.5 pour les marchés actions.

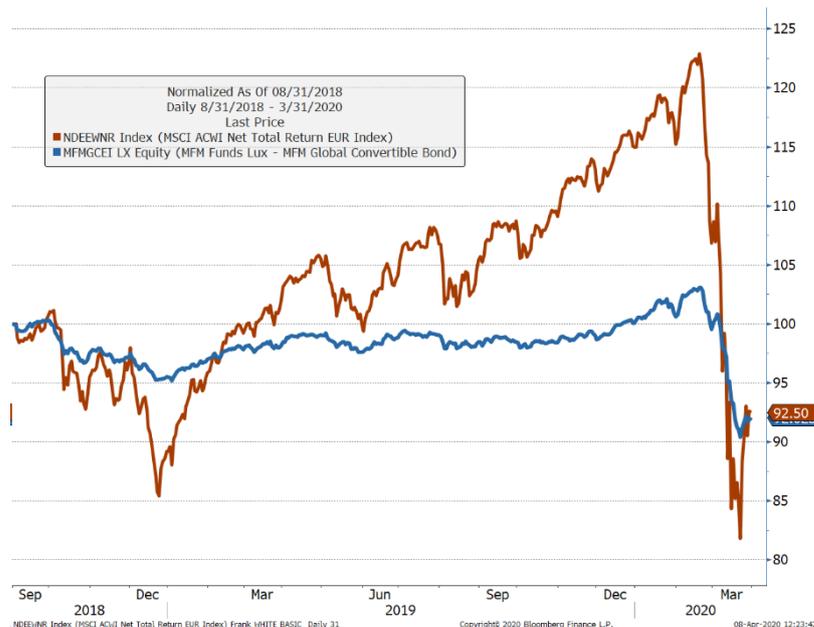


Figure 1 – Performance MSCI World All Country & MFM Global Convertible Bond depuis le 1er septembre 2018

Si l'on analyse encore plus finement la performance de nos fonds convertibles, soit en étirant la période au 31 août 2018, soit juste avant la chute des bourses du 4ème trimestre 2018 à aujourd'hui (voir graphique ci-dessus), nos deux stratégies convertibles font toujours mieux que les actions. Cette bonne tenue de nos fonds confirme l'utilité de tels placements en mesure de mieux absorber les chocs de marché, lorsque ceux-ci demeurent incertains.

Une fois de plus, les obligations convertibles démontrent leur capacité à réduire les risques de manière non-linéaire malgré une exposition effective aux actions. Cette caractéristique est générée par le caractère convexe de ces instruments, en particulier lorsque le "plancher obligataire" tient bon, la perte sur la composante action de l'instrument s'en trouvant fortement atténuée. De ce fait, les obligations convertibles demeurent une classe d'actif idéale pendant et en sortie de crise car elles permettent de participer au rebond anticipé des actions en minimisant fortement la volatilité et donc les baisses (« maximum drawdowns ») inhérentes à ces périodes nerveuses.

Sur l'année en cours, un des indices de référence des obligations convertible (Global Focus Refinitiv index, ex UBS Thomson Reuters) a fourni une performance de -9.02%. Les deux principaux facteurs des performances négatives depuis le début de la crise ont été la composante "actions\*" (\*la valeur de l'option de conversion), et principalement la composante "cheapness\*" (\*différence entre le prix

du marché et le prix théorique de l'obligation convertible). Durant cette crise, l'impact sur la "cheapness" provient principalement des obligations convertibles les plus robustes au niveau crédit. Il s'agit d'une bonne nouvelle pour les investisseurs. En effet, l'univers des obligations convertibles est donc désormais très attrayant en termes de valorisation pour profiter de rendements plus élevés et bénéficier d'un éventuel rebond du marché des actions. Les obligations convertibles offrent désormais de meilleurs rendements et la situation peut être comparée à celle de 2008. Plus précisément, certaines obligations convertibles de haute qualité de crédit, avec une sensibilité aux actions quasi-nulle et des échéances à court terme ont été récemment négociées en dessous de leur niveau plancher (l'équivalent de la valeur d'une obligation ordinaire du même émetteur avec une échéance et un coupon identique), offrant des rendements bien supérieurs aux obligations classiques.

Toutes ces constatations plaident clairement pour une surpondération des obligations convertibles dans toute allocation d'actifs, surtout pendant la période d'instabilité économique que nous allons vivre une fois sortis de la crise sanitaire.

## NOS STRATÉGIES CONVERTIBLES

MFM Mirante Fund Management est un spécialiste des obligations convertibles ayant reçu plusieurs prix pour la qualité de sa gestion depuis 2003. A ce jour, la société propose deux approches d'investissement dans cette classe d'actifs :

### — MFM Global Convertible Bonds :

Une stratégie défensive se focalisant sur la qualité de crédit afin d'assurer la robustesse du plancher obligataire lorsque cela est nécessaire. Cette stratégie se focalise sur la qualité de crédit des émetteurs.

Cette qualité génère, notamment en cas d'élargissement fort des spreads de crédit, des planchers obligataires résistants tout en diminuant fortement la sensibilité aux actions.

A titre d'illustrations, au cœur de la crise, mécaniquement l'exposition action de cette stratégie était proche de zéro.



### — MFM Convertible Bonds Opportunities:

Une stratégie plus dynamique cherchant à bénéficier de toutes les subtilités de l'univers convertible afin d'en optimiser sa convexité. La stratégie est une approche dynamique coeur-satellites. Le coeur applique une stratégie « buy and hold ». Elle se concentre sur la liquidité et la diversification régionale

et les sectoriel. L'objectif principal du coeur est d'atténuer les risques idiosyncrasiques. Les performances sont augmentées grâce à des satellites de croissance, tandis que les satellites défensifs ont pour objectif principal de minimiser les mouvements baissiers (drawdowns). Globalement, l'objectif des satellites est de générer de l'alpha en exploitant, de manière tactique et opportuniste, les situations spécifiques aux obligations convertibles.

## PERFORMANCE DE NOS STRATÉGIES.

*La performance du fonds MFM Global Convertible Bond (Class EUR, I) pour l'année en cours est de -7.82% comparé à -8.01% pour son indice de référence de qualité de crédit "Investment grade".*

En termes relatifs, notre sous-pondération sur les titres européens industriels nous a aidés positivement, tout comme notre sous-pondération sur les noms d'Asia-Ex dans le secteur Communication Services. En termes absolus, l'Europe fut la région la plus faible, suivie des États-Unis. L'immobilier a été le secteur le plus faible, suivi des secteurs de l'Industrie et des Technologies. Cependant, le secteur de la Technologie dans la région Asia-Ex a bénéficié d'un fort rebond à la fin du mois de mars. Dans cette stratégie défensive, nous nous sommes préparés en gérant prudemment notre exposition au risque et en augmentant notre niveau de trésorerie de manière opportuniste afin de bénéficier des opportunités offertes dans cet environnement difficile.

*La performance du fonds MFM Convertible Bonds Opportunities (Class EUR, I) est de -8.14% comparé à -9.02% pour son indice de référence.*

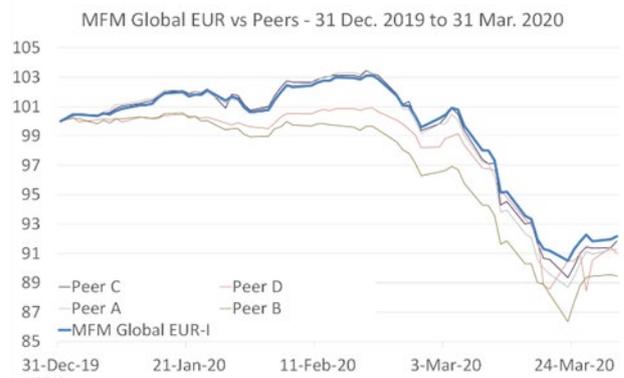
En termes relatifs, nous avons profité de notre sous-pondération aux obligations européennes dans les secteurs de la Consommation et de l'Industrie. De plus, nos sous-pondérations dans les secteurs de l'Énergie, la Santé et les Services de Communication aux États-Unis ont été des contributeurs relatifs positifs. En termes absolus, les secteurs américains de la Technologie et des Services de Communication ont été les principaux détracteurs, alors que le secteur de la consommation discrétionnaire a été le principal contributeur positif. En termes de stratégie, le cœur de portefeuilles a joué son rôle d'amortisseur alors que nos stratégies satellites nous ont permis en début de crise de prendre de quelques bénéfices tout en réduisant nos budgets risques.

## PERFORMANCE COMPARÉE À NOS CONCURRENTS.

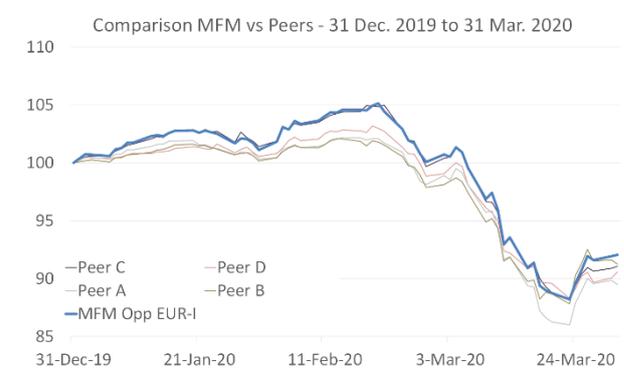
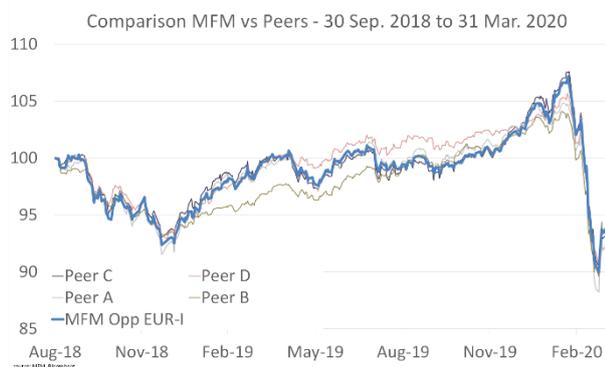
En tant que spécialiste de l'investissement en obligations convertibles, nous nous devons de démontrer la robustesse de nos stratégies d'investissements dans cet environnement particulièrement difficile. Voici une illustration du comportement de nos stratégies comparées à celle de nos principaux compétiteurs internationaux. Les deux stratégies se placent parmi les meilleures de leurs groupes de pairs respectifs.

Nous présentons la performance sur deux périodes : (i) du 31 décembre 2019 au 31 mars 2020 et (ii) du 31 août 2018 au 31 mars 2020.

### Performance du fonds MFM Global Convertibles Bonds



### Performance du fonds MFM Convertible Bonds Opportunities



## ENTRÉE DANS UN NOUVEAU TYPE DE CYCLE ÉCONOMIQUE

**Première phase** : Les perspectives à court terme sont naturellement liées à la résolution de la crise sanitaire. Le pic de l'épidémie n'a pas encore été atteint dans la plupart des régions de la planète. La situation reste critique aux Etats-Unis avec un nombre de nouveaux cas spectaculaire. Le plafonnement du nombre de nouveaux cas en Chine démontre que les mesures d'endiguement drastiques peuvent fonctionner. Cela suggère que la situation devrait être maîtrisée à un moment donné soit par l'amélioration significative des traitements ou par l'efficacité des mesures de confinement. Au niveau de l'investissement, la progression du virus va rester dans une première phase le principal moteur de la tension des marchés financiers. Tant que le pic de l'épidémie ne sera pas atteint, en particulier aux Etats-Unis. La volatilité devrait rester très élevée. Le rebond de la performance relative des actions chinoises s'est amorcé lorsque l'épidémie a commencé à être contenue en Chine il y a quelques semaines. On peut espérer que le ralentissement économique induit ne durera pas au-delà des deux premiers trimestres de cette année Il s'agit d'un scénario optimiste qui suppose une réponse sanitaire efficace afin de maîtriser le coronavirus. La situation sera extrêmement différente si le blocage social et économique se prolonge en faisant craindre la génération d'une dépression aiguë. Il ne s'agit pas de notre scénario privilégié. De plus, de nombreux analystes et investisseurs se réjouissent des signes de reprise économique dans l'épicentre initial du virus - en Chine - et prédisent une réaction similaire au second semestre aux États-Unis et en Europe. Outre sa durée, l'autre jauge de la profondeur de la crise économique induite sera l'ampleur du chômage. Au niveau des marchés financiers, la fin de cette phase devrait coïncider avec une normalisation des corrélations et une chute de la volatilité.

- ✓ Les obligations convertibles participent à la hausse lorsque les marchés rebondissent, mais elles permettent de préserver le capital lorsque les marchés sont à la baisse. Cet effet s'amplifie encore lorsque les sous-jacents affichent une importante volatilité.
- ✓ Dans le cadre du re-balancement des stratégies d'allocation consistant à vendre les actifs défensifs comme les obligations souveraines afin de profiter de prix d'entrée intéressants sur les actions. Les obligations convertibles offrent une alternative intéressante. En effet, si l'on ne veut pas augmenter de manière significative le risque des portefeuilles en passant directement des obligations souveraines à des actions, la réallocation d'une partie de vos obligations dans une stratégie convertible est à considérer. En effet, elles offrent une volatilité similaire aux obligations mais avec une participation tangible à la hausse des actions.

**La seconde phase** sera celle de sortie de la crise économique ainsi que la digestion des plans de relance de la part des investisseurs. Il est délicat de prédire avec certitude si les montants annoncés par les banquiers centraux et les colossaux plans de relance des gouvernements seront suffisants. Cependant avec des gouvernements et des banquiers centraux prêt à "faire tout ce qu'il faut" si les

annonces récentes sont insuffisantes, le risque d'une dépression a diminué. Néanmoins, l'ampleur des dommages économiques est encore inconnue, un rebond en V des actions vers les sommets semble peu probable. Toutefois, les mesures de relance devraient faciliter un rebond de l'économie réelle et par conséquent induire une hausse des marchés boursiers.

- ✓ En période d'incertitude, les obligations convertibles apparaissent comme une classe d'actifs idéale. Elles proposent une alternative qui élimine la nécessité d'allouer de manière binaire soit aux obligations, soit aux actions. De plus, le niveau élevé de la volatilité, dans cette phase, a un impact mécanique positif pour les obligations convertibles, car l'option incluse offre plus de valeur lorsque l'éventail des résultats possibles augmente.
- ✓ Les obligations convertibles offrent un moyen efficace d'acheter une exposition à la volatilité avec un potentiel de rendement attendu élevé et cela sans prendre de levier.

**La troisième phase** sera celle qui annoncera l'entrée dans un nouveau cycle économique. Il est bien sûr tôt pour l'anticiper, mais on peut tenter d'en esquisser les grandes lignes. Si le cycle précédent était monétaire, avec un interventionnisme global de la part des banques centrales, le prochain devrait être fiscal. En effet, le futur cycle économique sera soutenu par les gouvernements. Les réductions d'impôts et l'augmentation des dépenses publiques, annoncées et à venir, rythmeront l'économie réelle. Les marchés financiers bénéficieront du renforcement de cette croissance économique, en particulier les actifs exposés à cette dernière. Parallèlement, le risque majeur du prochain cycle sera certainement lié à une hausse, maîtrisée ou pas, de l'inflation qui pousserait les taux d'intérêts en impactant les actifs exposés à la "duration". Un autre risque, plus politique, sera lié au fait que les stimuli fiscaux expansionnistes ont été historiquement difficiles à inverser sans générer de véritables chocs.

- ✓ Dans un environnement de taux bas, les obligations classiques présentent un risque asymétrique négatif avec des rendements insuffisants et un risque de duration élevé. En revanche, les obligations convertibles offrent un risque de duration faible avec une participation active à la croissance en cas de remontée de taux modérée. En effet, en scénario de remontée de taux modérée, les actions ont historiquement produit des performances positives comme les obligations convertibles.
- ✓ Les obligations convertibles vont ajouter de la diversification, nécessaire dans un cycle économique fiscal, et des rendements ajustés au risque attractifs dans tout type de stratégie d'allocation d'actifs.

## CONCLUSION

Nous sommes ravis que les obligations convertibles aient pu offrir aux investisseurs un produit solide pour naviguer le premier trimestre 2020, qui s'est avéré difficile pour tous les types d'investisseurs. Nous sommes, de plus, convaincus que le prochain cycle économique devrait profiter aux obligations convertibles. Historiquement, les obligations convertibles ont produit leurs meilleurs rendements après des périodes de dévaluation, comme celle que nous sommes en train de vivre. En effet, les écarts de valorisation sont en général transitoires, la "cheapness" des obligations convertibles convergeant nécessairement vers sa valeur réelle.

*En combinant une classe d'actifs offrant des valorisations attrayantes avec un contexte macro-économique prometteur pour les obligations convertibles, le moment est favorable pour inclure cette classe d'actif dans toute stratégie d'allocation diversifiée.*

### ENVIE D'EN APPRENDRE PLUS ?

Nous sommes disponibles pendant cette période de confinement, contactez-nous sans plus attendre !

Giuseppe (Joe) Mirante  
CEO/Founder - Head Convertible Bonds  
+41 21 808 00 91  
[joe@mirante.ch](mailto:joe@mirante.ch)

Markus Haefliger  
Global Head of Sales  
+41 44 251 20 42  
[markus.haefliger@mirante.ch](mailto:markus.haefliger@mirante.ch)

## A PROPOS DE MFM MIRANTE FUND MANAGEMENT ET DU GROUPE MFM

MFM Mirante Fund Management est un spécialiste reconnu de la gestion d'actifs depuis 2003. La société a été récompensée plusieurs fois pour la qualité de sa gestion. Elle a notamment reçu un prix Lipper en 2009 et en 2013 au niveau de la classe d'actifs « obligations convertibles » :

- Le prix Lipper 2009 a été attribué sur la base de la performance combinée de 2006 à 2008, une des pires périodes pour les marchés financiers. Notre fonds s'est avéré être le fonds de convertibles le plus défensif dans cet environnement difficile.
- Le prix Lipper 2013 a été accordé à MFM sur la base de sa capacité à générer une performance constante dans des environnements de marché variables.

MFM Mirante Fund Management gère activement douze stratégies d'investissement, couvrant les principales classes d'actifs (obligations convertibles, investissements alternatifs crédit et action, investissements durables crédit, allocation d'actifs diversifiée, stratégies globales crédit, action, immobilier et alternatives).

Nous sommes idéalement basés au cœur de Lausanne et Zürich. A ce jour, le groupe MFM compte plus de 25 collaborateurs qui s'efforcent de faire valoir avec rigueur l'ADN et les valeurs d'une société établie il y a plus de 16 ans.

Notre offre de services complète s'adresse aussi bien à la clientèle institutionnelle que privée.

## DISCLAIMER

*Les performances passées ne sont pas une indication ni une garantie des performances actuelles ou futures, et les destinataires du présent document sont entièrement responsables de leurs investissements. Aucune garantie expresse ou implicite n'est donnée quant aux résultats futurs.*

*Le fonds n'est pas destiné à être distribué à ou utilisé par des personnes physiques ou des entités qui seraient citoyennes d'un Etat ou auraient leur domicile dans un lieu, Etat, pays ou juridiction dans lesquels sa distribution, publication, mise à disposition ou utilisation seraient contraires aux lois ou règlements en vigueur. Les dernières versions du prospectus, des statuts, des rapports annuels et semestriels doivent être consultées avant toute décision d'investissement. Ces documents sont disponibles sur le site [www.fundsquare.net](http://www.fundsquare.net), chez FundPartner Solutions (Europe) S.A., 15 Avenue J.F. Kennedy, L-1855 Luxembourg ou auprès du représentant local. Les informations ou données contenues dans le présent document ne constituent ni une offre ni une sollicitation à acheter, à vendre ou à souscrire à des titres ou à d'autres instruments financiers. Les informations, avis et évaluations qu'il contient reflètent un jugement au moment de sa publication et sont susceptibles d'être modifiés sans notification préalable. Aucune mesure n'a été prise pour s'assurer que les fonds auxquels faisait référence le présent document étaient adaptés à chaque investisseur en particulier, et ce document ne saurait remplacer un jugement indépendant. Le traitement fiscal dépend de la situation personnelle de chaque investisseur et peut faire l'objet de modifications. Avant de prendre une décision d'investissement, il est recommandé à tout investisseur de vérifier si cet investissement est approprié compte tenu, notamment, de ses connaissances et de son expérience en matière financière, de ses objectifs d'investissement et de sa situation financière, ou de recourir aux conseils spécifiques d'un professionnel de la branche. La valeur et les revenus tirés des titres ou des instruments financiers mentionnés dans le présent document sont basés sur des taux issus des sources habituelles d'information financière et peuvent varier. La valeur de marché peut varier en raison de changements économiques, financiers ou politiques, de la durée de vie résiduelle, des conditions du marché, de la volatilité et de la solvabilité de l'émetteur ou de l'émetteur de référence. En outre, les taux de change peuvent avoir un impact positif ou négatif sur la valeur, le prix ou les revenus des titres ou des investissements liés et mentionnés dans le présent document.*