

## UNE ALLOCATION EN OBLIGATIONS CONVERTIBLES DANS UN MONDE POST-VACCIN



Avec Benoit Le Pape  
Responsable des  
obligations convertibles  
Schelcher Prince Gestion

L'efficacité de la technologie du ARN Messenger, utilisée par Pfizer dans son vaccin, a surpris plus d'un observateur et pourrait marquer l'entrée précoce dans l'année 2021. Avec la baisse significative des primes de risques (telles que mesurées par les VIX ou les Itraxx Xover), l'émergence d'un gouvernement divisé aux Etats-Unis diminuant a priori fortement le risque politique américain et sino-américain, et des perspectives de vaccins multiples, peuvent nous amener à nous poser une question simple : la convexité est-elle devenue ringarde ?

Les obligations convertibles mondiales avaient jusqu'à l'annonce du vaccin de Pfizer la meilleure performance parmi toutes les classes d'actifs cotées globales sur l'année 2020. L'une des raisons à cette surperformance était, entre autres, une forte exposition au style d'Investissement Growth et en particulier au secteur technologique américain. La rotation a été d'une violence extrême, et la sous-performance journalière du style « Momentum » la plus marquée depuis 2009. En d'autres termes, jamais une aussi bonne nouvelle n'avait coûté aussi cher à cet ADN d'investisseur. Autre illustration, si on compare l'indice Eurostoxx 50 qui réalisait une performance autour de 6,4% dans la journée d'annonce des résultats de Pfizer, les convertibles européennes elles s'appréciaient en moyenne d'un petit 50bp, globalement deux fois moins que les indices High Yield. Les porteurs de fonds convertibles pourraient ainsi se poser la question : « mais où diantre est passée ma participation à la hausse ? Les convertibles ont-elles mangé leur pain blanc et sont-elles vouées aux oubliettes ? »

Nous pensons au contraire que les convertibles vont bénéficier de ce contexte pour deux raisons essentielles :

**1** Le vaccin de Pfizer n'a pas rendu ringarde la convexité. Les convertibles demeurent un moyen convexe de s'exposer au marché actions. S'il est vrai que des risques peuvent se réduire (élections US, Covid-19...), d'autres émergent, comme par exemple le risque d'inflation et une pentification des taux. Les obligations convertibles offrent ainsi un hedge embarqué aux porteurs obligataires grâce à leur sensibilité action

qui compense la perte en pouvoir d'achat liée à des hausses de taux.

**2** Par ailleurs, les obligations convertibles sont des instruments hybrides qui ont une forte capacité d'adaptation et de resensibilisation au nouveau paradigme de momentum. Même si la plupart des sociétés technologiques ne sauraient se résumer à être un gagnant du covid et du travail à domicile, à court terme, le changement de leadership dans les secteurs (et parmi les participants à la classe d'actifs ?) apparaît en effet inexorable.

Nous avons souvent souligné le rôle essentiel que joue le primaire pour revitaliser le gisement. Nous pensons que le salut viendra à nouveau de cet élément en 2021 pour réduire le style Growth actuellement prépondérant. Il est en effet essentiel de souligner que les convertibles conservent toute leur modernité en tant qu'instrument de refinancement, et cela malgré la baisse des spreads de crédit. Le vendredi précédant le vaccin, BOFA a en effet écrit dans sa note « The European Credit Strategist, Play it again Sam? » trois éléments qui ont retenu toute notre attention parmi cet environnement si euphorique :

1. EUR 300bn d'injection de fonds propres sont nécessaires pour les émetteurs européens non-financiers BBB afin d'avoir des ratios de dette/equity (gearing) en ligne avec les niveaux pre-Covid.
2. La proportion des émetteurs Euro IG avec des leviers supérieurs à 4x a atteint un record de 21%.
3. 16% des composants de l'Eurostoxx 600 (hors secteur financier) sont des firmes "zombies" (c'est-à-dire offrant une couverture des frais financiers en dessous de 1x).

Alors que les scientifiques nous mettent en garde sur la complexité de distribution de ce nouveau type de vaccin, nous pensons ainsi que les marchés post-vaccins ne seront pas un long fleuve tranquille. Plus que jamais, les entreprises impactées par la covid auront besoin de procéder à des augmentations de capital différées dans le temps, et les obligations convertibles offriront une solution évidente. Ces émissions primaires offriront en retour aux investisseurs une opportunité de repositionner leurs portefeuilles de façon convexe et nous continuerons de privilégier des sociétés de qualité, répondant aux critères ESG et ayant connu un trou d'air temporaire. Lufthansa l'a bien compris puisque la compagnie aérienne a émis 600M Eur d'obligations convertibles le lendemain de l'annonce du vaccin de Pfizer. Post allocation, les convertibles s'envolaient à 107% du pair... Les convertibles ne meurent jamais. Elles s'adaptent.