

# Obligations convertibles : Après le rebond de 2009, quelles perspectives ?

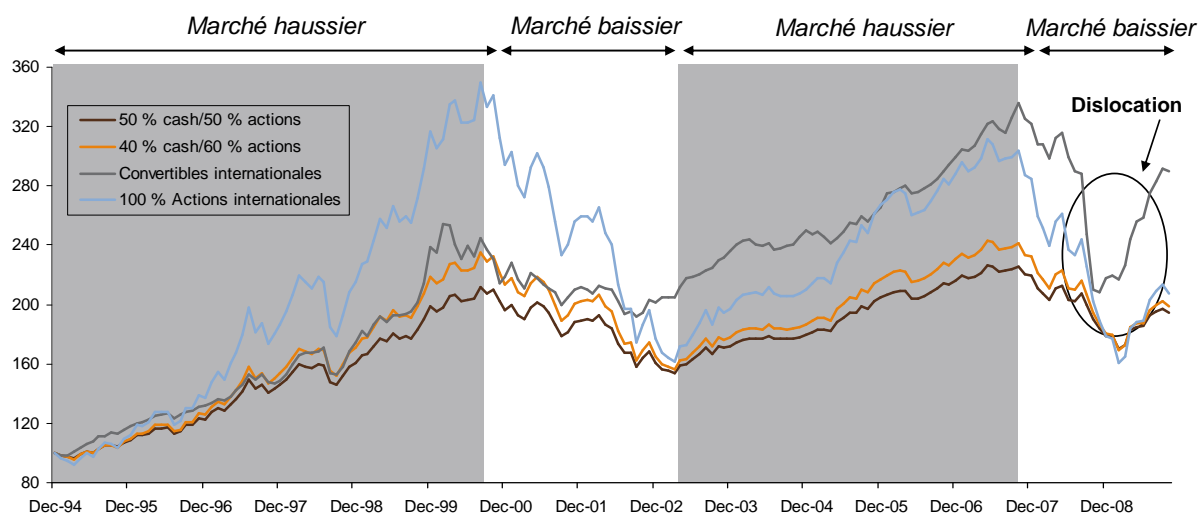
## Introduction

Après une année remarquable pour le marché des obligations convertibles, tant en termes de performance que de volume d'émissions, le moment est venu pour un premier bilan sur cette classe d'actifs et quelques perspectives pour l'avenir. Antony Vallée, gérant du fonds JPMorgan Funds – Global Convertibles Fund (EUR), livre dans ce document son analyse du marché au cours des derniers mois, ses décisions récentes dans la gestion du portefeuille, et enfin ses perspectives pour l'année 2010.

## Bilan de l'année 2009

La crise d'octobre 2008 est clairement illustrée sur le graphique ci-dessous. Sa particularité par rapport à des crises de liquidité antérieures vient du fait que plusieurs facteurs (ventes forcées, faillite d'un des plus grands prime brokers, réduction brutale des effets de levier) se sont cumulés et ont fait s'effondrer les valorisations des obligations convertibles. Ces dernières ont ensuite bénéficié d'un fort rebond, supérieur à celui des marchés actions. L'écart de performance entre les deux classes d'actifs en 2009 s'explique par le fait que les actions ont été fortement pénalisées au premier trimestre 2009 alors que les convertibles se sont stabilisées sur les trois premiers mois de l'année. Ensuite, le mouvement de reprise a été similaire.

### Performances des obligations convertibles dans le cycle de marché



Sources : J.P. Morgan Asset Management, UBS. Données au 31/10/2009.

La performance est fondée sur les indices suivants : Cash – Libor EUR 1 mois, Actions – MSCI Monde (en EUR), Convertibles – Indice UBS Global couvert en EUR.

La situation est positive, car le marché des obligations convertibles qui a rebondi grâce au marché primaire et à un phénomène de rattrapage à partir de valorisations très dépréciées, devrait bénéficier d'un facteur de progression supplémentaire lié au potentiel de hausse des marchés actions. Selon nous, cet aspect sera un moteur important pour la classe d'actifs en 2010 et 2011.

Parmi les facteurs de soutien pour les marchés actions, le plus important selon nous sera le fait que les taux vont probablement rester très bas sur une longue période. Cela devrait favoriser les investissements en actions et notamment dans les grandes capitalisations, dont les dividendes sont bien plus intéressants que les rendements des obligations gouvernementales ou des obligations classiques. Les obligations convertibles, émises à des prix raisonnables et à des conditions intéressantes, et avec un delta relativement élevé, pourraient donc bénéficier de ce contexte.

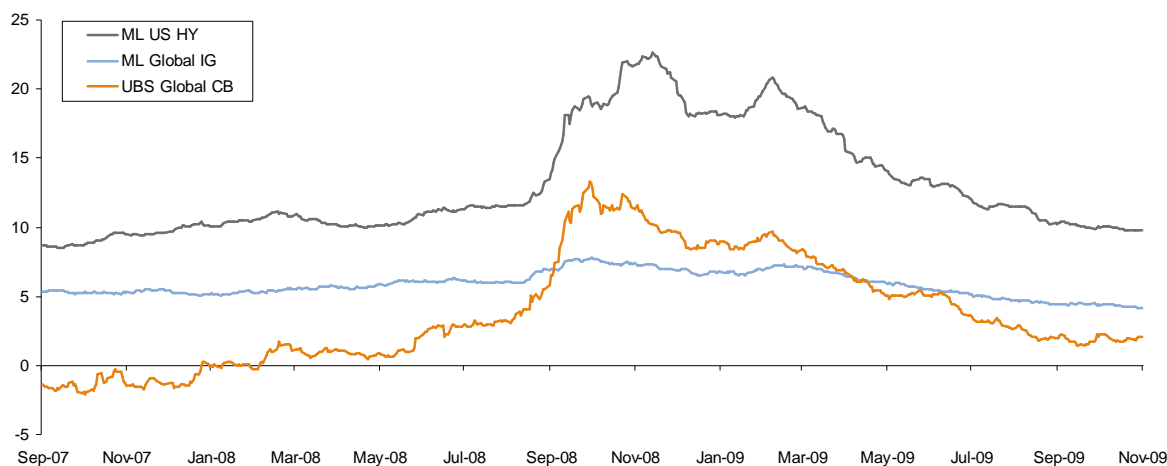
## Après le rebond de 2009, quelles perspectives ?

### Analyse des valorisations

Le graphique ci-dessous présente les rendements nominaux des indices Merrill Lynch US High Yield, Merrill Lynch Global Investment Grade et, pour les obligations convertibles, l'indice mondial d'UBS. Le rendement nominal du high yield est revenu quasiment au niveau précédant la chute de Lehman Brothers, dans un contexte de taux directeurs plus faibles. Selon notre équipe spécialisée sur le haut rendement, le potentiel de détente supplémentaire des rendements est probablement d'environ 100 à 150 points de base. Cependant, une partie du rééquilibrage a déjà eu lieu. Le même constat s'applique aux obligations investment grade : le rendement est revenu en deçà des niveaux de 2007-2008, c'est-à-dire au plus haut des excès sur le crédit ; le potentiel est désormais relativement limité.

Pour les convertibles, enfin, les rendements ont atteint jusqu'à 10-11 % au plus fort de la crise au dernier trimestre 2008. Aujourd'hui, le marché est sur des niveaux de rendement de 3 %, ce qui nous semble nettement supérieur aux niveaux d'équilibre de long terme.

#### Rendements des obligations convertibles, du high yield et des obligations « investment grade »



Sources : UBS, Merrill Lynch. Données au 30 novembre 2009.

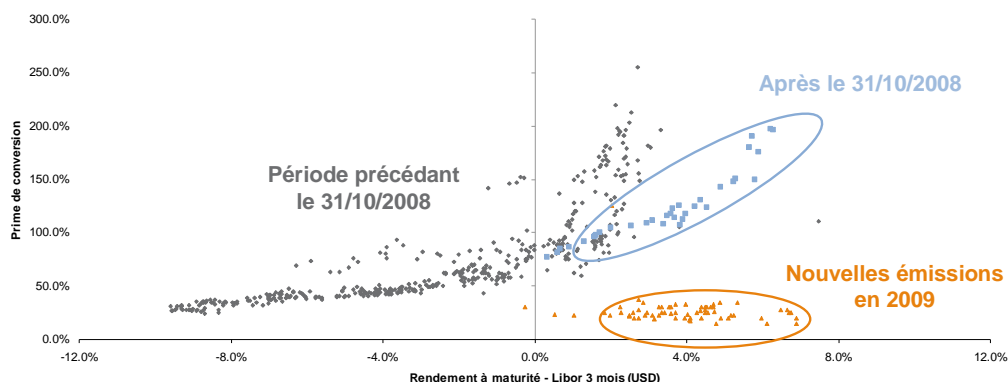
Actuellement, lorsque l'on compare le marché primaire et les obligations déjà émises, on constate une très grande dispersion entre les titres investment grade et non-investment grade. Les premiers sont très demandés par les investisseurs, en raison de la solidité des entreprises, qui induit un faible risque sur la valeur de remboursement. Sur le marché, ces obligations présentent des coupons moyens de l'ordre de 1,5 %<sup>1</sup> (moyenne pondérée au 4ème trimestre 2009) selon les zones géographiques. Sur la partie non investment grade, la situation est très différente, puisque ces entreprises n'ont pas généralement accès à d'autres sources de financement et qu'elles doivent payer un coupon beaucoup plus élevé. Ces émissions offrent donc des rendements de l'ordre de 5 % à 8 %<sup>1</sup>. Etant donné la situation actuelle du marché, il nous paraît intéressant d'intégrer ces deux types d'investissement dans un portefeuille, les rendements sur le marché monétaire étant proches de zéro, ceux des obligations d'Etat extrêmement bas et ceux des obligations classiques investment grade de l'ordre de 4,5 %<sup>1</sup> pour une durée autour de 5 ans.

En 2009, les commentaires sur le marché des obligations convertibles ont été principalement centrés sur la sous-valorisation, le fait que beaucoup d'obligations se négociaient sous leur valeur plancher obligataire, etc... Ce qui a été moins évoqué, c'est la question du manque de capital et du fait que les entreprises devaient se refinancer et donc donner aux investisseurs des termes assez attractifs. Le graphique en page suivante présente les niveaux de prime de conversion (en ordonnée) et de rendement supplémentaire moyen (en abscisse) des obligations convertibles depuis l'année 2000 (à partir d'une base de données hebdomadaire couvrant 300 titres environ). Le rendement moyen est analysé par rapport au monétaire, pour tenir compte du coût d'opportunité lié à l'optionnalité de l'obligation convertible. Avec la faillite de Lehman Brothers en octobre 2008, le marché des obligations convertibles s'est déplacé : à prime constante, les rendements ont très fortement augmenté, ce qui est logique étant donné la crise du crédit et de liquidité. En 2009, avec la fermeture du refinancement bancaire, les entreprises ont dû faire appel au marché. Selon nous, les besoins de refinancement devraient d'ailleurs rester importants d'ici à 2012, et le marché des obligations convertibles sera ainsi largement sollicité.

<sup>1</sup> Source J.P. Morgan Asset Management.

## Après le rebond de 2009, quelles perspectives ?

### Evolution récente du marché des obligations convertibles



Source : J.P.Morgan AM. Fondé sur des données hebdomadaires, au 30/09/2009.

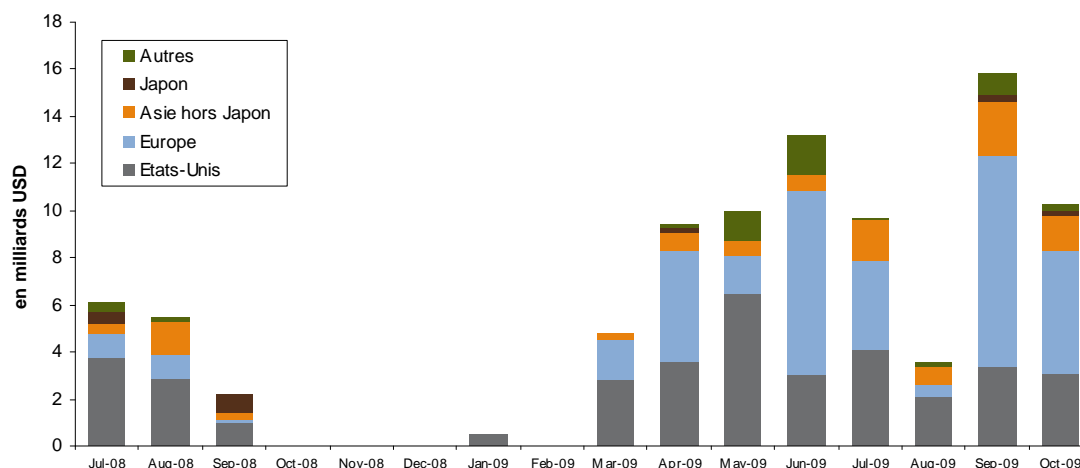
En 2009, les premières émissions ont été réalisées avec un rendement très élevé par rapport au monétaire, et une prime moyenne de 30 %. Les rendements se sont réduits progressivement dans le courant de l'année, tandis que la prime est restée constante autour de 30 %. Par rapport aux années précédentes, à prime égale, les rendements sont beaucoup plus intéressants aujourd'hui. Certains gérants peuvent émettre l'opinion que le gisement devient plus cher. Certaines obligations se négocient effectivement avec une forte surcote en terme de volatilité implicite.

Nous analysons la situation différemment. Aujourd'hui, prendre un risque actions à un horizon de moyen terme (3 à 5 ans) avec un rendement courant de 3 % offre un potentiel de gain en capital en conservant l'intérêt de l'obligation en cas de scénario en W sur l'évolution de l'économie mondiale.

### Activité sur le marché primaire des obligations convertibles

Le marché primaire a été complètement fermé entre octobre 2008 et février 2009. Depuis mars, le marché a été relativement actif, notamment en Europe. Cependant, une très bonne année en Europe correspond au volume d'une « mauvaise » année pour le marché américain. Selon nous, les émissions devraient reprendre de manière plus soutenue aux Etats-Unis en 2010. En Asie, on observe déjà un nombre croissant d'émissions, notamment au Japon, alors que ce marché s'est avéré assez déprimé.

#### Nouvelles émissions



Source : UBS. Données au 30 octobre 2009.

Nous avons été très actifs sur le marché primaire en 2009, en ayant anticipé fin 2008 les opportunités d'investissement. Pour 2010, nous nous intéressons à des émissions avec des structures différentes, tournées vers des sociétés investment grade. Le marché permet d'accéder à des entreprises dont le cours de Bourse se situe de 30 % à 40 %<sup>1</sup> en-deçà des plus hauts de 2007, et offrant des rendements positifs. Nous nous intéressons particulièrement aux grandes capitalisations dont les activités sont matures et qui versent des dividendes élevés (de 5 à 7 %).

<sup>1</sup> Source J.P. Morgan Asset Management.

## Après le rebond de 2009, quelles perspectives ?

### Stratégie du fonds JPMorgan Funds – Global Convertibles Fund (EUR)

Notre stratégie consiste à détenir une poche « Cœur » et une poche « Satellite ». La partie cœur est composée d'obligations émises par de grandes capitalisations bénéficiant de notations crédit de très bonne qualité. L'objectif est qu'elle soit assez stable, afin de construire l'exposition géographique et l'exposition en termes de delta. En principe, aucune ligne ne dépasse 3 % du portefeuille, à l'exception de KFW qui est garantie par le gouvernement allemand. Par ailleurs, cette émission bénéficie d'une grande liquidité, d'une taille exceptionnelle et d'un sous-jacent de qualité. L'action verse un dividende très élevé, ce qui sera bénéfique dans les deux années à venir. Enfin, elle offre une protection très forte en cas de déflation. Ce type d'émission constitue la base de la partie cœur du portefeuille.

Allocation cible : 70 % cœur – 30 % satellite

(au 30/09/2009 : 74 % cœur - 26 % satellite)

Emission	Poids	Note
KFW into Deutsche Telecom 3.25 CB 27 Jun 13	6,0 %	AAA
KFW into Deutsche Post 1.5 CB 30 Jul 14	2,3 %	AAA
Netapp 1.75 CB 1 Jun 13	1,9 %	BBB-
Arcelormittal 7.25 CB 1 April 14	1,7 %	BBB-
Anglo American 4 CB 7 May 14	1,6 %	BBB
Bredesco 1.25 CB 26 Feb 11	1,5 %	A
Symantec 1 CB 15 Jun 13	1,5 %	BB+
Artemis into PPR 2 CB 1 Jul 11	1,4 %	BB
Amgen 0.375 CB 1 Feb 13	1,3 %	A-
Unibail-Rodamco 3.5 CB 1 Jan 15	1,3 %	A

Allocation du portefeuille au 30/11/2009

	Poids (%)	Delta (%)
Portefeuille total, dont :	100.0	34.9
Amérique du Nord	27.9	12.4
Europe	42.6	18.0
Pacifique hors Japon	10.3	2.9
Japon	3.6	0.9
Autres	2.2	0.7
Cash *	13.5	
Notation moyenne	BBB+	
Investment Grade	56.2%	
Non-investment Grade	30.3%	
Yield-to-best	2.6	
Duration	3.2	
Nombre de titres	170	

Source : JPMAM. Les 10 principales positions sont celles en date du 31 octobre 2009. La répartition par crédit comprend les titres auxquels une notation interne a été assignée. \* Cash : comprend les positions de court terme en contrats à terme et actions.

La partie satellite est la plus risquée du portefeuille. Elle représente actuellement 26 % du fonds, et est constituée de choix à horizon de 2-3 ans. Nous bénéficions des idées d'investissement des équipes de gestion actions, notamment dans le secteur des ressources naturelles qui génère de nombreuses émissions de convertibles. Nous faisons donc appel au gérant spécialisé sur ce secteur pour choisir certaines entreprises en Europe, en Asie ou aux Etats-Unis.

Concernant la répartition géographique du portefeuille :

- Nous avons récemment augmenté la part des Etats-Unis à 32 % contre 28 % fin novembre.
- L'Europe représente désormais un peu plus de 45 % de l'encours, en conséquence d'un très fort volume d'émissions.
- La partie Asie hors Japon, à 11,5 %, est relativement faible et nous souhaiterions la porter autour de 15 %. Cette année, les émissions sur le marché primaire ont été concentrées sur le secteur de l'immobilier, et assez peu attractives comparées au reste du monde. La performance moyenne des convertibles asiatiques a été de l'ordre de 8 % en 2009, contre environ 20-25 % pour le marché mondial.
- La partie allouée au Japon est aujourd'hui autour de 5,5 %, et nous visons une pondération de 10 à 15 % avant la fin du premier trimestre 2010.
- Fait notable, l'allocation au Royaume-Uni représente actuellement 10 % du fonds, contre zéro en 2008. Cette évolution vient du fait que de nombreuses sociétés d'exploitation minière sont cotées au Royaume-Uni, et qu'elles ont réalisé d'importantes émissions en 2009.

Le portefeuille est très diversifié avec 170 titres au total, pour un rendement moyen de près de 3 % et un delta légèrement plus élevé qu'à fin novembre. Pour le trimestre à venir, la stratégie consistera à réduire la partie non-investment grade, pour la ramener à 20-25 % avant la fin du mois de mars 2010. Nous privilégions les grandes capitalisations qui versent des dividendes élevés.

## Après le rebond de 2009, quelles perspectives ?

En termes sectoriels, nous avons une forte surpondération sur les matériaux de base à près de 17 %, qui a été réduite à 12 % et qui devrait revenir à 10 % environ. Nous allons augmenter l'exposition au Japon et aux Etats-Unis, et procéder à des prises de bénéfices en Europe sur la partie non investment grade.

Du point de vue des valorisations, les hedge funds commencent à revenir sur le marché, ce qui devrait soutenir les valorisations au cours de l'année 2010. Nous sommes relativement positifs sur le premier trimestre. En effet, les investisseurs ont manifesté beaucoup d'intérêt pour la classe d'actif au cours du dernier trimestre 2009, notamment en vue de réallocations de la poche actions des portefeuilles vers les obligations convertibles. Nous ne voyons pas de ralentissement de cet engouement pour l'instant, ce qui constitue un message plutôt positif pour le premier trimestre 2010.

### Performances du fonds JPM Global Convertibles Fund (EUR)

En 2006, qui était une bonne année pour les marchés actions, le fonds a connu une performance élevée, de même qu'en 2007. 2008 a été une année très difficile pour la classe d'actifs dans son ensemble, et donc également pour le fonds qui vise à être totalement investi en permanence, avec un delta compris entre 40 et 60. 2009 aura été une très bonne année pour le fonds, qui a bénéficié de la reprise des valorisations et de celle du marché actions.

Au 30 novembre 2009	1 mois	3 mois	YTD	1 an	2 ans	3 ans	5 ans
JPM Global Convertibles Fund (EUR)	1,0	4,1	26,3	32,3	-6,3	-1,2	2,8
Indice de référence*	1,2	3,1	20,3	26,2	-7,0	-1,3	2,6

	YTD 2009*	2008	2007	2006	2005	2004	2003
JPM Global Convertibles Fund (EUR)	26,3	-30,0	6,9	9,7	9,8	4,7	6,8
Benchmark	20,3	-26,8	7,2	12,9	4,7	8,1	3,6
Moyenne Micropal du secteur	23,3	-23,0	1,4	3,4	14,7	1,2	2,9
Classement par quartile	2	4	1	1	3	1	2
Indice MSCI Monde couvert en EUR	17,8	-40,7	2,3	12,2	12,9	9,6	23,5
Indice BarCap Global Agg Corp Bd couvert en EUR	17,1	-5,3	1,8	1,4	2,3	6,1	7,3
50% indice MSCI Monde couvert en EUR + 50% indice JPMorgan GBI couvert en EUR	9,9	-15,2	3,5	6,6	8,4	7,5	13,2

Source : J.P. Morgan Asset Management, Micropal, Bloomberg. Performance du fonds : part A, nette de frais. La performance des périodes supérieures à 12 mois est annualisée. Univers Micropal : fonds offshore et internationaux, Convertibles internationales, nets de frais.

\* Indice de référence : Indice UBS Global Convertible index de mai 2001 à août 2004, indice UBS Global Convertible couvert en EUR de septembre 2004 à août 2005 puis indice UBS Global Focus couvert en EUR depuis cette date.

L'encours du fonds témoigne du regain d'intérêt pour la classe d'actifs depuis décembre 2008. Après avoir atteint un niveau de 1,3 milliard d'euros en janvier 2009, le fonds a connu courant 2009 un flux régulier d'investissements de la part de clients internationaux souhaitant une exposition diversifiée et pure à la classe d'actifs. L'encours du fonds atteignait ainsi 3,3 milliards d'euros au 28 décembre 2009, notre champ d'investissement mondial nous permettant d'accompagner cette demande dans des conditions de diversification optimale.

**Le fonds n'est pas garanti en capital.** Les informations contenues dans ce document ont été puisées à des sources considérées comme fiables. J.P. Morgan Asset Management ne peut cependant en garantir l'exactitude ni l'exhaustivité. Toutes prévisions ou opinions exprimées sont propres à J.P. Morgan Asset Management à la date d'édition de ce document et sont susceptibles de changer à tout moment sans préavis. Ceci ne constitue pas une offre ou une recommandation à l'achat ou à la vente d'investissements. Les opérations de souscription, rachat et conversion ne peuvent être effectuées que sur la base du dernier prospectus ou notice d'information en vigueur soumis à l'AMF. Les performances passées ne sont pas une garantie des résultats futurs. Les performances doivent être appréciées au regard des risques auquel est soumis le fonds tel que décrit dans le prospectus et/ou la notice d'information du fonds. Les marchés dits « émergents » présentent un degré de volatilité et donc de risque plus élevé que celui des autres marchés. La documentation légale des OPCVM (prospectus et/ou notices d'information) et rapports financiers sont disponibles gratuitement et sur simple demande auprès de JPMorgan Asset Management (Europe) S.à.r.l.- Succursale de Paris - 14 place Vendôme, 75001 Paris - Capital social : 10000 000 euros - Inscrite au RCS de Paris, N°492956693. J.P. Morgan Asset Management est une marque de distribution d'OPCVM agréés ou autorisés à la commercialisation en France par l'AMF 01/10