

SPÉCIAL CRISE FINANCIÈRE

Pourquoi les obligations convertibles sont une alternative aux hedge funds

Les 1 à 1,3% de surperformance annuelle générée par les fonds alternatifs ne pèsent que peu de poids face aux autres risques qu'ils impliquent.

GIUSEPPE MIRANTE*

Notre article du 28 août 2008 évoquait l'alternative attrayante que constituent les obligations convertibles par rapport aux hedge funds.

Suite à sa parution, de nombreuses réactions nous sont parvenues, afin de nous rendre attentifs au fait que les hedge funds sont une classe d'actif à part, totalement décorrélée par rapport aux instruments plus traditionnels que sont les convertibles, les actions ou les obligations, et que finalement, c'est lors de renversements sévères de marché qu'ils démontrent toute leur utilité. Ainsi, il est intéressant de revenir sur nos propos dans une période où, c'est le moins que l'on puisse dire, les bourses et autres marchés obligataires nous ont bien malmenés.

Le graphique ci-contre reprend nos trois classes d'actifs que sont: les actions, représentées par le MSCI World Index (en CHF), les convertibles via l'indice Global de l'UBS (en CHF), et les hedge funds avec l'indice Credit Suisse/Tremont AllHedge Index (en CHF), qui, à l'inverse de l'indice principal du même fournis-

seur, montre l'évolution de la performance des hedge funds dans lesquels il est possible concrètement d'investir, c'est-à-dire en excluant complètement les fonds fermés.

Un petit sucre qui se paie par une grosse prise de risque

Depuis septembre 2004, donc sur plus de cinq ans, les hedge funds ressortent avec la performance absolue la moins négative de -13.32% (soit -3.37% en moyenne par an), alors que les actions perdent -16.96% (-4.36% l'an). Les obligations convertibles sont les plus négatives avec -18.13% (-4.69% l'an), principalement à cause de l'élargissement massif des credit spreads au niveau des émetteurs obligataires, qu'ils soient sous forme de convertibles ou d'obligations ordinaires, mouvement qui est déjà en train de s'inverser fortement sur la première quinzaine de jours du mois de décembre.

Mais en affinant l'analyse, une première constatation ressort: les hedge funds, qui se sont toujours vendus comme le «smart money» des investisseurs de la haute finance internationale, ne font finalement que bien modestement mieux que les gérants moins

«smarts» des produits traditionnels. Plus grave, la fameuse «décorrélation» de ce type de véhicule semble voler en éclat, alors même que cette situation aurait dû clairement démarquer les hedge funds de toutes les autres classes d'actifs.

Qu'en est-il donc du risque encouru dans chacune de ces classes d'actifs?

Au niveau basique de la volatilité de ces trois types d'investissement, il est évident que les actions

sont l'instrument le plus volatil, donc le plus risqué, avec une volatilité de 17.52% sur cinq ans. Les hedge funds et les convertibles s'en sortent nettement mieux avec respectivement 9.08% et 12.90%. Cependant, ce que les investisseurs commencent enfin à réaliser, c'est que dans bien des cas d'autres risques spécifiques aux hedge funds surgissent. Le premier d'entre eux est principalement la liquidité de ces véhicules. Souvent basés dans des para-

dis fiscaux à la législation et à la surveillance peu rigoureuses, la majorité des fonds ont maintenant décidé de suspendre les remboursements des investisseurs déçus par les performances des «smart investors», et ceci, dans certains cas, pour une durée indéterminée. Alors, sachant que ces fonds sont principalement vendus par le biais de fonds de fonds, on peut aisément imaginer la problématique à laquelle doivent faire face certaines banques et autres conseillers institutionnels qui ont poussé à l'extrême ce genre de produits auprès de leur clientèle, souvent pour des raisons de marges bénéficiaires supérieures aux actifs traditionnels.

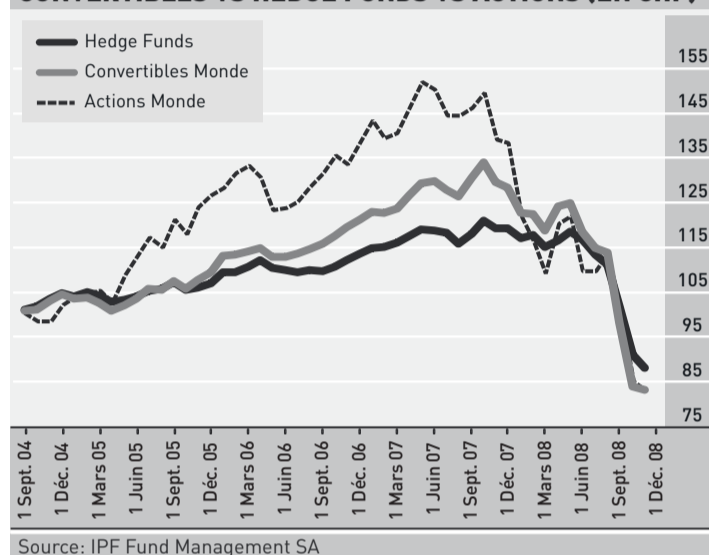
L'actualité récente confirme en plus un autre type de risque: celui de la vraie boîte noire que sont les hedge funds, avec les dérives du genre «Madoff», où bien des fonds de fonds, et pas des moins sérieux, n'ont finalement vu que du feu à l'immense arnaque montée par l'ancien président du NASDAQ. Il est donc légitime de se poser non seulement la question du sérieux des processus de «due diligence» des banques ou des conseillers institutionnels investis dans ces fonds, mais aussi de

savoir quel est le prochain hedge fund «smart» et prestigieux (voire «in») à nous annoncer que finalement les performances mirobolantes des années passées ne sont en fait basées que sur une immense arnaque.

A la lumière des derniers événements de l'actualité financière, les 1 à 1.3% annuels de surperformance des hedge funds par rapport aux actions ou aux convertibles ne pèsent que peu de poids face aux autres risques qu'ils impliquent. Ainsi, les stratégies les plus simples (ou les moins «smarts» diront certains...) sont celles qui finissent un jour par payer, pour autant que les critères de choix ne soient pas basés sur la soi-disant popularité du gérant, mais au contraire sur son sérieux, son professionnalisme et surtout sur sa volonté de rendre ses stratégies transparentes et compréhensibles. Voilà comment devenir rapidement «smart», même avec des actifs qui sont sensés l'être moins.

* Responsable de l'équipe de gestion des fonds IFP Fund Global Convertible Bonds. IFP Fund Management SA, Pully, mirante@ifpfund.ch

CONVERTIBLES VS HEDGE FUNDS VS ACTIONS (EN CHF)



L'ANALYSE TECHNIQUE

D'habitude les actions remontent en début de récession. Des preuves svp!

En 2009 la récession va toucher sévèrement les pays industrialisés (-1.5% à -2% de croissance). La bourse l'escompte, mais espère que 2010 sera décente...

SERGE LAEDERMANN*

Les 50 milliards de Madoff partis en fumée sont une nouvelle fois la démonstration que les Etats-Unis sont en pleine déliquescence, tant au niveau de l'éthique qu'en matière de contrôle et de régulation. Comment expliquer que, dans un business où les actions (on ne parle pas d'actifs opaques) sont évaluées tous les jours, il soit possible de creuser un abîme pareil! J'avais personnellement subi une déconfiture avec un fond américain de rating AAA (bien sûr) au nom prédestiné (Oracle), qui s'est avéré une vaste escroquerie où les grands perdants se sont trouvés comme par hasard être des européens. Car il y a une caractéristique avec ces truanderies, ce sont les gérants de fortunes du Vieux Continent, et suisses en particulier, qui en prennent toujours plein la figure, surtout leurs clients en vérité.

Troquons Jean-Claude Trichet pour Carla Bruni

Les Etats-Unis sont pourris de A à Z, il faut les fuir comme la peste, ils ne maîtrisent plus rien, c'est la débâcle à tous les niveaux. Il n'y a guère que Woody Allen qui me fait rire, et encore il mollit. Et ne vous y trompez pas, avec leur absence totale de respect au niveau social, éthique, budgétaire etc. ils s'en tirent beaucoup mieux que l'Europe pénalisée de surcroît par la

Banque Centrale la plus bête du Monde. Il est probable que Carla Bruni ferait une bien meilleure argenteuse à ce poste, il faut que j'en parle.

Après le coup de gueule habituel (rassurez-vous, il y aura d'autres exemples similaires d'arnaques ces prochains mois), regardons où nous en sommes du point de vue technique.

Il est plus ou moins admis parmi la communauté financière que les actions ont touché un fond et que même si la volatilité va rester élevée, prévision très originale de 99% des analystes, le pire semble derrière nous.

L'idée que la récession de 2009 est dans les prix fait son chemin, même si celui-ci demeure très broussaillieux. L'année prochaine sera difficile dans tous les

secteurs d'activités et quand on sait que la bourse précède de 6 mois l'économie réelle, cela vous donne une petite idée sur ce qui va se passer ce printemps. Est-il pour autant normal que de plus en plus de sociétés se traitent sur les marchés à une valeur inférieure à leurs liquidités nettes? Si les taux d'intérêts des banques centrales fondent sur le zéro absolu, il faut bien constater que le marché du crédit réel n'est pas guéri. Il est quasiment impossible aujourd'hui pour une société en bonne santé (ne parlons pas des autres) d'emprunter sur le marché des capitaux et tant que cette situation perdure elles ne rachèteront ni leurs propres actions, ni les sociétés concurrentes, 2 facteurs majeurs qui ont toujours contribué à stabiliser

les cours. Ces mécanismes n'existant plus à l'heure actuelle, chacun se regarde en chiens de faïence.

La main de Dieu soutient régulièrement le S&P 500

Les indices boursiers remontent en formant des triangles ou des rising wedges, ces tranches de gâteaux pointées vers le haut. Il s'agit soit d'une pause avant une continuation de la baisse (dans 70% des cas), soit le début de construction d'une base qui prendra encore plusieurs semaines. Mais d'un œil théorique, l'objectif minimum de 680 points sur le S&P 500 est toujours activé, mais l'expérience montre que si le marché avait encore ce potentiel de baisse il ne végèterait probablement pas sur

les niveaux actuels. La théorie de «la main de Dieu» que j'ai évoquée à une ou deux reprises n'est pas si farfelue que ça. A chaque fois que le S & P 500 menaçait de s'effondrer sérieusement, une main invisible s'est mise à retourner complètement la tendance dans la dernière heure en achetant à tour de bras, ce qui a eu pour effet de dégoûter les «shorts» (obligés de couvrir) et d'entraîner les autres. Mythe ou réalité? Un trader évoquant la probable intervention du Gouvernement US dans ces achats s'est fait pratiquement jeter du plateau de CNBC. Assurément on touche à un sujet très sensible...

Il faut savoir que les autorités américaines ont le droit d'acheter n'importe quel «papier»

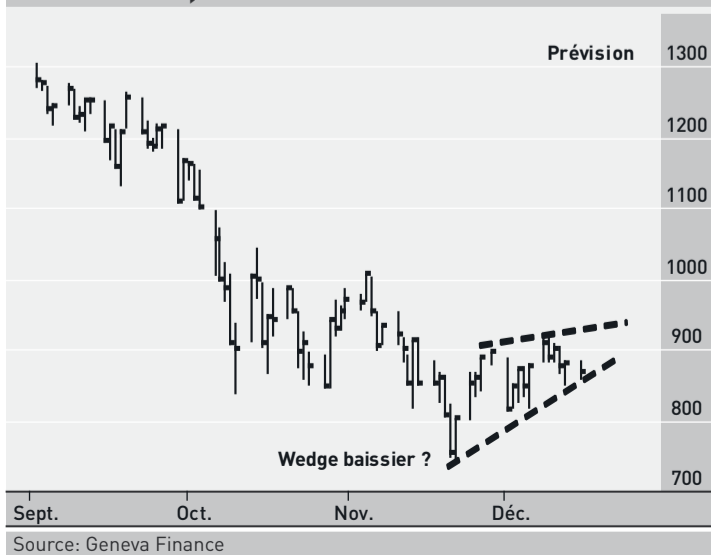
pour créer de la liquidité, et nous apprendrons un jour qu'ils ont agi en bourse. Pas plus mal. Mais symptomatique de la panique qui gagne les hautes sphères ne sachant plus à quel Saint se vouer. Il est donc possible que le S & P 500 reteste les 800 points et navigue ensuite dans une zone 800-900 pour plusieurs semaines dans une volatilité plus réduite. Dans un scénario idéal le marché devrait évoluer «de côté» et construire une base solide capable de provoquer une hausse marquée ensuite. Nous n'en sommes pas encore là!

Sur le front des devises le dollar a repris sa tendance baissière, et même s'il devrait être le grand gagnant de la récession il ne faut pas perdre de vue que les autorités américaines vont par derrière (comme d'habitude) tout faire pour l'affaiblir et stimuler ainsi Wall Street et les emplois au détriment de l'Europe et du reste.

Les vieilles recettes sont encore les meilleures! La parité qui demeure une énigme est celle de l'euro face au franc suisse qui reste la seule devise valable à nos yeux face au marasme ambiant, spécialement quand on examine les dettes des états européens au bord de l'asphyxie. Sur ces bonnes nouvelles, toute l'équipe de GF GENEVA FINANCE vous souhaite le meilleur pour l'an nouveau!

* Geneva Finance

S&P 500 À 868,57



DJ EURO STOXX 600 À 198,88

