

OBLIGATIONS

Convertibles: les écarts de crédit s'élargissent à des niveaux inédits

Qu'est-ce qui explique cette exagération? La réponse est simple: la sortie massive des hedge funds de leur stratégie favorite jusqu'ici: l'arbitrage de convertibles.

GIUSEPPE MIRANTE*

La contreperformance des marchés boursiers n'en finit plus de s'aggraver. Les indices boursiers mondiaux sont allés à nouveau tester les points bas enregistrés début octobre 2008. Depuis le mois dernier, la facture s'est à nouveau aggravée, le constat étant des plus catastrophiques depuis le début de la chute entamée le 31 octobre de l'année dernière (en CHF): MSCI World Index -52%, SMI -42%, S & P500 -49%, Nikkei225 -42%. Ceci dans un contexte toujours plus risqué, avec un indice de volatilité implicite, VIX (basé sur les options du S & P500), de plus de 80%, niveau inégalé depuis sa création. En effet, sa bande de fluctuation à long terme a été grossièrement de 10 à 30%. C'est dire à quel point les investisseurs en actions se sentent totalement désorientés et de moins enclins à prendre des risques, vu qu'en somme, les bourses se sont transformées en de réels casinos virtuels, où l'on s'amuse (pour ceux qui en tirent encore du plaisir!) à un réel jeu de roulette en misant sur les chiffres pairs ou impairs, les chances de doubler ou de perdre sa mise étant réellement arrivées à leur paroxysme...

Du côté des obligations simples. Le constat n'est pas plus réjouissant. L'indice iTraxx Europe, qui scrute les variations des écarts de crédit («credit spreads») que des émetteurs de premier ordre doivent payer au-dessus du taux sans risque, s'est encore élargi. Début octobre, cette prime de risque était de 1,25%, ce qui représentait déjà une hausse de plus de 6 fois en un an. Aujourd'hui, ce même indicateur se place à +1,85%, soit encore un élargissement de 60 points de base, une hausse de 48% du coût du capital pour un établisse-

ment à qualité de signature supérieur. Il va sans dire que pour la frange des sociétés nettement moins bien notées, représentées par l'indice iTraxx Crossover, cet écart est monté de +6,15% début octobre 2008 (octobre 2007 à +2,00%) à +9,25% aujourd'hui, soit une hausse de plus de 50% en un mois. C'est dire à quel point il est quasiment impossible aux sociétés les moins bien notées de recourir à l'emprunt public dans le marché obligataire.

Les convertibles ne dérogent pas à la règle, bien au contraire. Le

graphique ci-contre montre l'évolution des credit spreads dans le gisement convertible européen depuis 2001 (source: Nomura/IFP Fund Management S. A.). Le point culminant a été atteint le 5 novembre 2008, avec un écart de près de +11,15%, alors qu'il n'était encore que de +1,50% il y a un an. Il faut en outre savoir que cet indice est uniquement basé sur des convertibles d'émetteurs européens de qualité incontestablement supérieurs au reste des autres zones géographiques. La moyenne de qualité de signature sur ce gise-

ment est de BBB-, ce qui reste encore dans le domaine des émetteurs de type «investment grade». Alors, qu'est-ce qui explique cette exagération dans le domaine des convertibles en particulier?

Les hedge funds ont fait du grand bradage

La réponse est simple: la sortie massive des «hedge funds» de leur stratégie favorite jusqu'ici: l'arbitrage de convertibles. Cette stratégie consiste, vulgairement, à acheter des positions en convertibles sous-évaluées et à vendre à découvert l'action sous-jacente, en misant sur une correction de l'évaluation. Ce genre de stratégie a été stoppée nette, car d'une part les gouvernements mondiaux ont promulgués des interdictions claires de vendre short certaines actions, et d'autre part, les derniers résultats de ces gérants ont été simplement lamentable (selon CSFB Tremont: -41% depuis le début de l'année), provoquant ainsi une sortie massive de leurs investisseurs. Les gérants de hedge funds ont donc été obligés de se débarrasser à n'importe quel prix de leurs positions convertibles. Ceci est totalement paradoxal, car l'opportunité actuelle, et celle qu'ils attendaient depuis

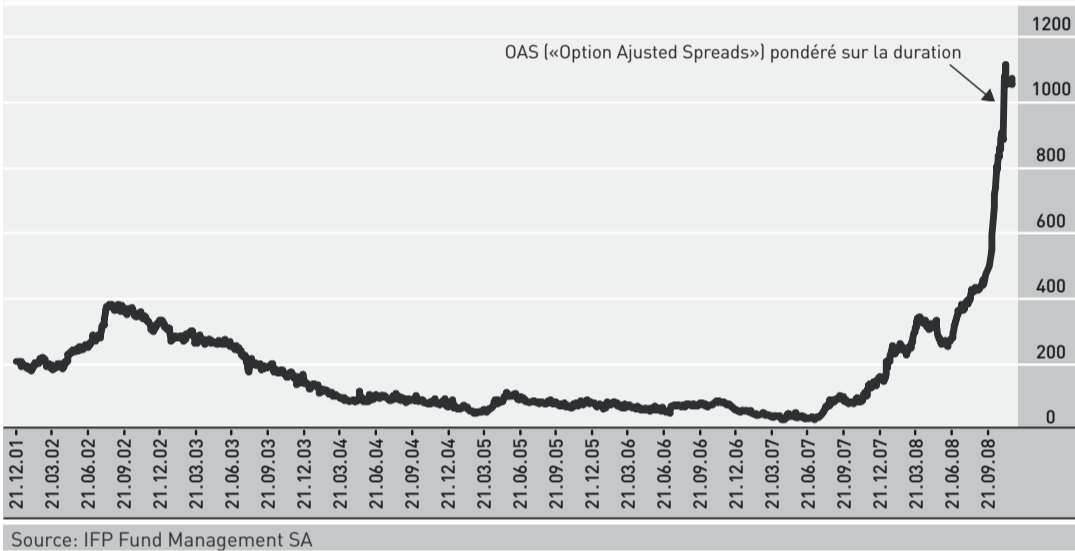
des décennies: un marché totalement sous évalué où les options imbriquées dans ces convertibles sont pratiquement gratuites, et où les rendements à l'échéance de la partie obligataire dépassent les rendements des obligations ordinaires (non-convertibles!) des mêmes émetteurs. Tout simplement: le meilleur des mondes!

Il est, cependant, toujours possible de tirer partie de cette situation extraordinaire dans laquelle se trouvent les convertibles. Il suffit d'appliquer la bonne vieille méthode d'investissement (et non de simple spéculation à la «hedge funds»!) consistant à acheter des obligations convertibles tout simplement pour leurs caractéristiques de base: à savoir leur profil asymétrique, permettant de participer à un rebond de marché tout en étant mieux protégés à la baisse, et, cerise sur le gâteau, en étant mieux rémunérés que sur de simples obligations ordinaires. Que demander de plus!

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

[mirante@ifpfund.ch]

LES CONVERTIBLES EUROPÉENS VOIENT LEURS PRIMES DE RISQUE MONTER EN FLÈCHE



L'OBSERVATOIRE OBLIGATAIRE

Le prix des «govies» atteint des sommets «himalayesques» en cette période phobique

Les risques des crédits et des monnaies priment toujours sur celui de la durée. Les obligations d'entreprises de bonne qualité ont nos faveurs.

DR. ROY DAMARY*

John Maynard Keynes serait fier de voir tous les gouvernements adhérer à son principe qui veut qu'en cas de récession il faille relancer la dépense et réduire les impôts, au risque de creuser le déficit. Le problème est que ces mêmes gouvernements versaient déjà dans des déficits vertigineux quand la conjoncture était autrement plus riante. C'est dire l'étroitesse dont disposent ces Etats développés dans leur marge de manœuvre pour financer cette masse de déficit supplémentaire; masse qui n'est autre qu'une «politique de Greenspan» poussée à l'extrême. Certes ces efforts sont louables pour extirper le système de l'actuel boursier dans lequel il se vautre, mais nous ne pouvons nous empêcher de penser que, même si ces mesures atteignent leur objectif, l'emboîtement des dépenses à leurs revenus respectifs, des ménages comme des nations, demeure essentiel et inévitable. Pourtant cet équilibre pourrait être atteint malgré les remèdes de grand-mère que tentent d'appliquer les gouvernements aux pires maux rencontrés depuis les années 30. Les ménages mettent de l'argent de côté. A un niveau microéconomique, foyer par foyer, les décisions se prennent de dépenser moins, de réduire son train de vie et d'épargner. Tels des chats échaudés, les ménages ne

sont pas près de rejouer avec l'eau bouillante du surendettement. Le professeur Roubini, dont les vues ont toujours prêté à nos pronostics les plus sombres des airs enchanteurs, vient de publier une liste des 20 raisons «pour lesquelles les consommateurs américains capitulent, déclenchant ainsi la pire récession depuis des décennies». La plus significative à notre sens (maintes fois évoquée dans ce Commentaire) est le retour à un taux d'épargne positif (p. ex. de 3 à 7%). Ce qui est épargné n'est pas dépensé, et ce qui n'est pas dépensé ramène le PIB à environ 75% du montant non vdépensé. Si l'ajustement du taux d'épargne se fait rapidement, la récession sera profonde mais brève; s'il est lent, elle sera

moins sévère mais durera plus longtemps. Deux options peu attrayantes, quoique la seconde, si elle s'étalait sur quatre ans par exemple, soit peut-être moins préjudiciable.

Entre-temps, quels sont les indices d'une détérioration de la conjoncture américaine?

- L'industrie automobile réclame sa part du programme de sauvetage et peut aisément faire chanter l'Administration avec sa menace de supprimer 2,5 millions d'emplois.

- Les assureurs achètent des banques pour accéder aux crédits accordés par la Fed.

- Les obligations adossées à des cartes de crédit s'avèrent très vulnérables, comme en témoigne l'écart de 540 points de base par

rapport aux swaps sur une émission par Amex en dollar à 2012.

- Les CDOs (passés sous silence ces derniers temps) explorent de nouvelles profondeurs lorsque leur évaluation est possible. Et ainsi de suite (mais arrêtons-nous là!).

L'industrie financière corrige rapidement le tir

La réunion du G20, qui n'a produit que des platitudes, a cependant fait naître l'espoir que le système financier international peut s'adapter à un monde bien différent des années Bretton Woods, tout en s'en inspirant. L'harmonisation des normes de comptabilité, une régulation mieux coordonnée des marchés et l'établissement d'un «collège»

de superviseurs devraient figurer parmi les thèmes qui seront abordés lors de la prochaine session en avril 2009.

Indépendamment du G20, l'industrie financière redresse rapidement le tir, mettant fin aux véhicules hors bilan, à l'emploi incontrôlé de l'effet de levier et à l'opacité entre prêteur et débiteur grâce à la titrisation. Il nous tient particulièrement à cœur que ceux qui récrivent actuellement les règles n'autorisent quiconque à prêter sans retenir une part, aussi modeste soit-elle, du risque – tant pour éviter l'octroi irresponsable de prêts que pour rétablir un lien entre le prêteur/l'investisseur et l'emprunteur.

La semaine passée, en supprimant notre tableau de maturi-

tés recommandées, nous avons voulu souligner qu'actuellement les risques des crédits et des monnaies priment sur celui de la durée. Ce message semblait bien reçu, nous le réintroduisons, mais il concerne en tout premier lieu les obligations gouvernementales. Notre recommandation en faveur des obligations d'entreprises de bonne qualité reste valable. Prudence cependant: le prix des «govies» atteint des sommets «himalayesques» en cette période phobique. Pour les marchés émergents, les écarts qui s'étaient réduits se creusent de nouveau.

bridport Investor Services
www.bridport.ch

TABEAU DES ÉCHÉANCES RECOMMANDÉES

MONNAIE	USD	GBP	EUR	CHF
Dès le 21.11.08	2015	2015	2015	2015
Dès le 16.07.08	2015	2010	2015	2015

Source: Bridport

Focus

(-) Citigroup: tremble et va licencier un septième de son personnel (10'000 emplois le weekend passé, 50'000 hier, et maintenant 52'000).

(-) Automobile: la seule faillite de GM compromettrait directement et indirectement 2,5 millions d'emplois.

(+) Bank of America: a annoncé son intention d'augmenter de USD 7 milliards sa participation dans China Construction Bank.

(+) Grande-Bretagne: ralentissement de l'inflation avec 4,5% sur un an en octobre contre 5,2% en septembre.

Les investisseurs séduits par l'obligataire

Les taux longs européens ont évolué en ordre dispersé vendredi, les investisseurs restant toutefois tentés par le marché obligataire du fait du recul des places boursières et des risques de déflation.

A 17H00 GMT, le rendement du Bund allemand à 10 ans se détendait à 3,335% contre 3,471% jeudi, tandis que celui de l'OAT française s'est légèrement tendu à 3,703% contre 3,670% jeudi. De manière générale, «le marché

obligataire bénéficie non seulement d'un recul de l'inflation mais également de son statut de valeur refuge», explique les analystes de BNP Paribas dans une note. Les investisseurs, ayant perdu leur repères et essayant de mesurer l'ampleur de la récession, sont en effet enclins à privilégier davantage les dettes d'Etats, jugés moins risqués. En outre, le marché obligataire peut profiter de «la baisse des marchés boursiers», selon Valé-

rie Plagnol, directrice de la stratégie chez CM-CIC. Les places boursières restent sur trois séances de nette baisse, peinant à amorcer un rebond. Vendredi Paris a perdu 3,33%, Francfort 2,20% et Londres 2,43%. Le principal indicateur du jour a confirmé la dégradation rapide des perspectives de croissance en zone euro, puisque l'indice composite des directeurs d'achat a atteint un nouveau plancher historique. – (afp)