

La chronique des convertibles

Les convertibles ont su faire taire leurs détracteurs

Investissement Avec un plancher obligataire proche et une sensibilité à l'évolution des actions relativement élevée, la configuration est idéale



Giuseppe Mirante*

Pour les spécialistes du marché des obligations convertibles, il n'a pas été rare d'entendre les maxims suivantes: «le marché des convertibles est bientôt mort!», «il n'y aura plus de nouvelles émissions pour alimenter le marché!», «les produits structurés sont de meilleures alternatives!».

Ces affirmations proviennent souvent de profanes sans connaissances profondes de cet animal à part qu'est le convertible. En réalité, ce dernier évolue en cycles pratiquement sinusoïdaux en fonction des aléas des marchés. En effet, cet instrument est un caméléon qui change de couleur en fonction de la situation sur les actions, les obligations ou les options. Cette mutation peut être observée de plus près grâce à plusieurs mesures, appliquées en l'occurrence au marché européen.

La première de ces mesures est la prime de risque. Elle mesure la distance entre le prix de marché de l'obligation convertible et son plancher obligataire (valeur du titre sans facteur de conversion).

Elle indique l'influence qu'aura une chute des cours des actions sur les convertibles, toutes choses étant égales par ailleurs.

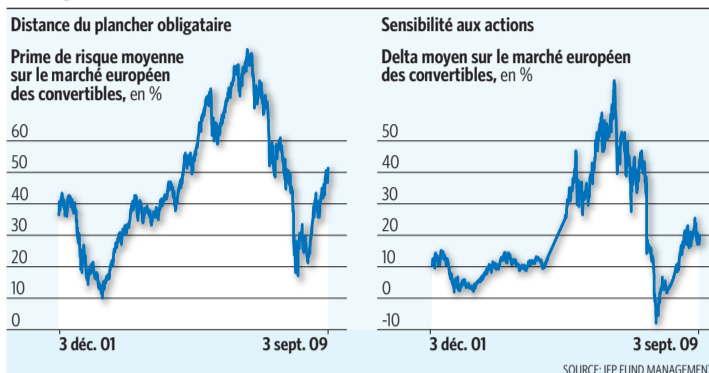
Cet indicateur sera donc proche de 0% lors de la fin de marchés baissiers. Cela avait été le cas en février 2003, quand cette prime était descendue à 2,5%. Les convertibles étaient donc presque (et seulement presque!) assimilables à des obligations ordinaires. Ainsi, même si les marchés boursiers avaient poursuivi leur baisse, le risque pris par les investisseurs via les convertibles aurait été moindre.

A contrario, au plus haut d'une phase haussière, le risque de chute des convertibles est plus élevé, comme ce fut le cas en juillet 2007, où cet indicateur était voisin de 70%. Eloignés des planchers obligataires, les prix de convertibles présentaient donc une sensibilité accrue à la chute potentielle des actions.

En octobre 2008, l'observation de cette mesure était fondamentale, car elle était descendue en dessous de 0%. Ceci signifiait que les convertibles avaient cassé leurs planchers obligataires et étaient dès lors moins chers en moyenne que de simples obligations ordinaires équivalentes, tout en incluant une option gratuite sur le titre sous-jacent.

Cette situation était due à la déroute des hedge funds à cette pé-

Des paramètres de valorisation en zone idéale



riode, qui avaient été forcés de vendre à n'importe quel prix leurs portefeuilles d'arbitrage d'obligations convertibles. Les gestionnaires les plus rusés ont vite réalisé que cette anomalie était une opportunité.

Et ils l'ont exploitée. La «décote de risque» s'est donc transformée en «prime», qui se monte aujourd'hui à 19%. Ce niveau est rassurant: les convertibles ne sont, somme toute, pas si éloignées de leur plancher de protection.

D'autre part, en parlant de sensibilité aux actions, l'indicateur le plus juste est le «delta», soit la proportion dont variera notre obligation convertible pour un mouvement (unitaire) de l'action sous-jacente. En mars 2003, la sensibilité des convertibles était à son minimum, seulement 8%, ce

qui faisait dire (aux fameux profanes...) que l'encéphalogramme de ce marché était plat et que celui-ci était dénué d'intérêt.

C'était sans compter sur le dynamisme et malléabilité de cet instrument. Le delta a fini par rejoindre, au fil de la remontée des cours en bourse jusqu'en 2007, un niveau maximal de 70%.

Avec la chute de la fin de l'année 2008, le delta devait à nouveau se contracter à 14%. Cependant, et toujours avec une puissante réactivité, le marché est remonté aujourd'hui en termes de delta à un niveau idéal de 40%.

Ainsi, grâce au profil asymétrique des convertibles et à la prime de risque toujours modérée (plancher obligataire peu éloigné), un tel niveau de delta moyen signifie que, en cas d'une chute de par

exemple 30% des marchés, il est fort probable que les convertibles ne baissent que de 10 à 15%. Dans le sens inverse une appréciation de 30% des cours en bourse devrait être suivie dans une proportion de 60 à 65%.

Une analyse plus fine de ces deux indicateurs, la prime de risque et le delta, débouche sur les principes fondamentaux de l'intérêt d'un tel investissement. On peut dire que, grâce aux convertibles, l'investisseur bénéficie du meilleur des deux mondes (obligations et actions).

Grâce au plancher obligataire, une chute des marchés boursiers va être très nettement amortie, les convertibles se désolidarisant progressivement des actions pour atterrir sur ce plancher et le delta s'amenuisant au fur et à mesure de ce mouvement. Donc plus les actions baissent, plus l'investisseur se retrouve automatiquement sur un support de type obligataire: «plus les actions baissent, moins l'on perd!».

A contrario, en cas de hausse, la sensibilité aux actions va à nouveau augmenter, et ceci dynamiquement, automatiquement et avec le meilleur timing: «plus les actions montent, plus on gagne!».

De quoi faire réellement taire les détracteurs de ce produit. Ceci d'autant plus que ces derniers viennent souvent du monde des produits structurés, qui essaie

souvent de reproduire avec plus ou moins de succès un tel profil de risque/rendement. Néanmoins, la reconstruction de ce profil n'est possible qu'à des coûts (de structuration) souvent décuplés par rapport aux convertibles, qui eux ne sont en réalité que de simples obligations cotées sur l'Euromarché, où les frais de transaction restent des plus bas.

«Plus les actions baissent, moins l'on perd! Et plus elles montent, plus on gagne!»

Ainsi, dans la phase actuelle, où les marchés boursiers semblent toujours incertains et en manque de direction, quoi de mieux qu'un instrument au risque actuellement limité, mais qui sera sensible aux hausses éventuelles des cours. Le timing est donc en faveur des convertibles, au détriment des actions, des obligations et autres produits structurés, qui sont encore dans une phase critique de marché ou hors de prix.

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

PUBLICITÉ

CREDIT SUISSE



1 vainqueur du Fixed Income Award

3 alternatives aux liquidités

Une banque

qui offre des fonds solides même en période de taux d'intérêt bas



Credit Suisse Bond Funds

Les obligations sont considérées comme des sources de revenu sûres dans un portefeuille équilibré. A l'heure actuelle, les taux d'intérêt sont toutefois bas et les rendements par conséquent faibles. A plus long terme, l'inflation et les taux d'intérêt pourraient bien remonter. Que faire? Misez sur la qualité et l'expérience du team Fixed Income de Credit Suisse. Au moyen de stratégies novatrices et de processus de placement ciblés, nos experts créent continuellement de la plus-value pour vous. Ce n'est pas par hasard que Credit Suisse s'est vu attribuer cette année la Morningstar Award en tant que «Best Large Fixed-Interest Fund House Switzerland». Rendez-nous visite à l'adresse credit-suisse.com/focusfunds

Sélection de produits Fixed Income assortis de perspectives de rendement dans un environnement de taux d'intérêt bas:

TOPS	Rendement excédentaire attirant sur des obligations investment grade – risque de taux réduit grâce à une couverture.	Credit Suisse Bond Fund (Lux) TOPS
Convertible Bonds	Participation au mouvement haussier des actions – stabilité comparable aux obligations.	Credit Suisse SICAV One (Lux) Global Convertibles
Inflation linked Bonds	Limitation du risque de taux – protection des placements contre l'inflation. Idéal comme placement de base pour les investisseurs en obligations.	Credit Suisse Bond Fund (Lux) Inflation Linked



Les fonds d'investissement mentionnés dans la présente publication sont domiciliés au Luxembourg. Credit Suisse Asset Management Funds AG, Zurich, est le représentant en Suisse. Credit Suisse SA, Zurich, est l'agent payeur en Suisse. Les souscriptions ne sont valables que sur la base du prospectus en vigueur et du dernier rapport annuel (et, le cas échéant, semestriel si celui-ci est plus récent). Le prospectus, le prospectus simplifié, le règlement de gestion ainsi que les rapports annuels et semestriels sont disponibles gratuitement auprès de Credit Suisse Asset Management Fund Service (Luxembourg) S.A., Luxembourg, de Credit Suisse Asset Management Funds AG, Zurich, et de toutes les banques de la Credit Suisse SA.