

INVESTISSEMENT

Obligations convertibles: le meilleur instrument pour traverser les tempêtes

Le risque illustré par la volatilité historique encouru sur une période de six mois par l'indice MSCI est plus de deux fois supérieur à celui des convertibles.

GIUSEPPE MIRANTE*

Dans ces mêmes lignes, il y a un peu moins d'une année (septembre 2007), nous évoquions le fait que les obligations convertibles (OC) sont l'instrument idéal afin de traverser les tempêtes. Ceci était sans compter sur une transformation drastique des intempéries de l'année dernière en véritable «tsunami» financier.

Il suffit d'observer les principaux indices boursiers (calculés en CHF) pour vérifier l'étendue des dégâts depuis le début de l'année (au 30 juin 2008) : actions suisses (SMI) -17.99%, actions européennes (DJ Stoxx50) -23.25%, actions USA (Dow Jones) -22.93% et actions mondiales (MSCI World) -20.51%.

De plus, ces fortes chutes ont systématiquement été accompagnées de fortes hausses des volatilités historiques et implicites, ce qui a pour conséquence directe une prise de risque, pour l'investisseur, des plus élevée. C'est donc réellement dans ces périodes de fortes turbulences

sur les marchés boursiers que la question des convertibles doit se poser, ceci d'autant plus que maintenant de réelles phases de baisses sévères ont pu être traversées, les marchés simplistes où il suffisait de posséder quelques beaux gros titres européens pour générer de la performance ayant été définitivement enterrés.

Un rebond boursier aurait un levier important

Le graphique, ci-contre, montre à plus long terme (ici sur plus de 4 ans et demi), l'évolution des marchés boursiers (MSCI World en francs suisses) et des convertibles (indice UBS Global Convertibles en francs suisses).

Alors, qu'il n'y a qu'une année, la comparaison était difficile à faire, vu l'énorme avance des actions, aujourd'hui la situation s'est dramatiquement inversée, et ceci en l'espace d'un peu plus de six mois.

En effet, les actions mondiales sur cette période sous-performent les OC de 7.5%, alors que leur avance était au plus haut

de plus de 24%... Par ailleurs, et de manière plus importante, le risque (volatilité historique) encouru sur la même période par le MSCI est plus de deux fois supérieur à celui des OC. Par conséquent, on peut affirmer empiriquement, qu'à résultat supérieur, les investissements en convertibles ont été même

deux fois moins risqués que ceux en actions ». Ce rapport risque/rendement est le mieux illustré par le ratio de Sharpe, un investisseur préférant un indice le plus élevé possible. Ainsi, pour une unité de risque encouru, le rendement net annualisé fourni par les OC est de 0.45%, alors que celui des ac-

tions mondiales n'est que de 0.11%.

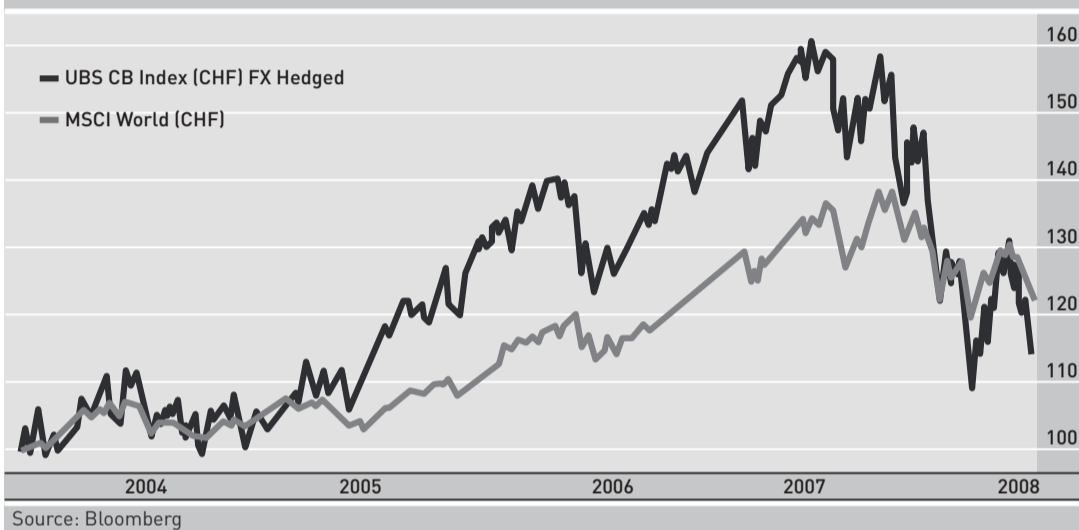
La démonstration de l'excellente tenue des convertibles par rapport aux actions est donc bel et bien probante.

Mais qu'en est-il d'un éventuel rebond des marchés boursiers ? Dans ce cas de figure, il est fort à parier que trois facteurs vont

aller de paire. Le premier étant bien entendu la montée des actions, le deuxième un niveau de volatilité toujours très élevé, et enfin un resserrement inévitable des écarts de crédit (credit spreads), ce dernier facteur ayant atteint des sommets historiques difficilement maintenables à plus long terme. Dans ce contexte et compte tenu des composantes fondamentales des obligations convertibles, une éventuelle reprise des marchés, passant par ces trois facteurs, agirait comme un réel « triple turbo » sur la performance des convertibles, qui pourraient à plus long terme maintenir cette avance de performance sur les actions, et en même temps faire profiter les investisseurs en convertibles d'un risque divisé par deux, que demander de plus...

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

CONVERTIBLES MONDE (UBS CB INDEX) VS ACTIONS MONDE (MSCI WORLD)



GESTION D'ACTIFS

L'arbitrage de convertibles permet de mieux exploiter la volatilité

Très prisés il y a un an, ces titres offrent désormais des valorisations attrayantes, notamment grâce au volume record d'émissions.

CHRISTIAN AFFOLTER
À LAUSANNE

Sur le marché des obligations convertibles, plus rien ne ressemble à la situation d'il y a un an. L'offre est surabondante, tandis que la demande des investisseurs reste faible. Avec 28 milliards de dollars de nouvelles émissions au seul mois de mai, le volume de l'offre a atteint une dimension rare. Les émissions sont déjà en nette reprise depuis le deuxième semestre 2007. C'est dire si les convertibles ont regagné leur place parmi les entreprises à la recherche de financements. «Les canaux traditionnels d'émission de titres de dette ont été fermés», observe Emmanuel Martin, directeur des gestions chez Acropole AM, qui se consacre exclusivement aux obligations convertibles. La politique d'attribution de crédits des banques toujours très restrictive a pour conséquence que les taux des obligations d'entreprise se maintiennent à un niveau élevé. L'avantage des taux plus favorables des titres de dette pouvant être transformés en actions est devenu trop important pour que les entreprises se soucient encore de la dilution de capital liée à l'exercice de l'option du convertible.

Pendant le même laps de temps, les afflux énormes dans les obligations convertibles d'avant la crise de crédit se sont effondrés, notamment en raison des hedge funds, qui détiennent plus de 80% du marché américain de convertibles, qui représente 51% de la capitalisation mondiale. La réduction du levier suite au ren-

chérissement de la dette a provoqué des ventes forcées. Les retraits en nombre des fonds de hedge funds leur ont donné encore plus d'ampleur. Les banques - acteurs historiques - se sont retirées elles aussi, leur gestion des risques désormais très prudente ne leur permettant plus d'effectuer des opérations en compte propre.

L'Europe et l'Asie ont plus d'intérêt que les Etats-Unis

Pour atténuer les effets de cette suite d'exagérations, Acropole AM a fortement sous-pondéré les Etats-Unis, au profit de l'Europe et de l'Asie (un fonds exclusivement consacré à cette région sera bientôt lancé), dont les émissions étaient en forte croissance en 2007. Ces deux derniers marchés sont «plus intéressants en termes de sous-jacents», estime le directeur des gestions. Autre élément important, le recours à la construction synthétique d'obligations convertibles en assortissant au titre de dette une option call sur l'action de l'entreprise concernée. «Avant la crise, l'engouement était tel que ceci nous a coûté moins cher que l'achat direct», souligne Emmanuel Martin. Par contre, «aujourd'hui, nous ne sommes pas dans la sinistrose ambiante», revendiquant ainsi sa parenté avec les gérants allant à l'encontre de la tendance générale («contrarians»). Cette attitude se traduit par une diminution de la part optionnelle en faveur du marché standard. Car celui-ci offre en ce moment «la plus belle des convexités», permettant de participer à 80% d'une hausse des marchés actions, tout en limi-

tant une perte à 20% de son équivalent en actions. En plus d'offrir un plancher, la partie obligataire génère du rendement grâce au coupon, un élément non négligeable lors de phases d'immobilité ou même de baisse des marchés. Et après que les actions, les obligations et les convertibles aient dévisé tous ensemble lors de la dernière crise - pour la première fois de l'histoire - leurs décotes actuelles sont d'autant plus prometteuses. Toutefois, la situation peu favorable à une conversion en actions impose aux indices de convertibles un comportement quasi identique aux obligations. Dès lors, la tâche d'un gérant actif, d'après le directeur des gestions d'Acropole AM, c'est de «garder une exposition en actions» afin de profiter au maximum de la convexité favorable. Quant aux options, elles doivent notamment protéger

contre des baisses de cours des obligations dans le cas d'une nouvelle hausse des taux d'intérêt.

L'arbitrageur couvre tous les risques indésirables

Pour Acropole AM, l'arbitrage de convertibles, parsemé de mesures de risque exprimées en lettres grecques (d'où le nom de la société), reste d'actualité. Ses gérants doivent maîtriser la gestion traditionnelle tout comme la stratégie alternative d'arbitrage, soit l'achat du convertible tout en vendant à découvert l'action sous-jacente. D'ailleurs, même pour les portefeuilles long-only, la pondération entre la part en convertibles «normaux» et celle en synthétisés est déterminée selon des principes dérivés de l'alternatif. L'objectif principal de l'arbitrage, c'est de miser sur les différences de volatilité entre l'obligation

convertible et l'action, afin de profiter d'une hausse de fluctuations sur le sous-jacent. Tous les autres risques (actions (μ), taux (ρ), crédit (ξ), changes) sont couverts, par le biais de ventes à découvert, de swaps sur taux d'intérêt, des CDS ou encore des overlays en fonction des risques de change. Le but, c'est d'isoler le seul risque qui intéresse l'arbitrageur.

Dans l'utilisation du levier, la prudence est de mise

Dans la gestion au quotidien, il s'agit de trouver la bonne balance entre le «gamma trading» et la «sensibilité véga». La première stratégie vise à juguler l'exposition au marché, en achetant des parts du sous-jacent lorsqu'il baisse, et vice versa. Elle est toujours gagnante - sauf si, comme en 2005 avec General Motors, une baisse de notation arrive en même temps qu'une offre de reprise, allant ainsi à l'encontre des positions d'un arbitrageur. La difficulté réside dans l'optimisation de la fréquence des réajustements. Quant au véga (v), il exprime le changement de valeur de l'option par rapport à l'évolution de la volatilité du sous-jacent. Si le gérant s'attend à une augmentation de la volatilité, il augmente ainsi la sensibilité véga du portefeuille. Cette approche demande relativement peu de levier. Ainsi, si d'autres gérants ont utilisé des leviers nettement supérieurs à 5, dans l'«approche prudente» d'Acropole AM, un investissement à hauteur de 200% est déjà considéré comme «élevé».

[c.affolter@agefi.com]

OBLIGATAIRE

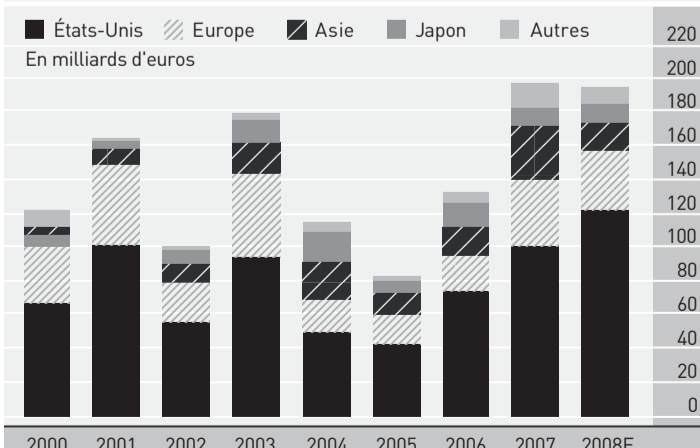
Les taux longs européens se tendent

Les taux longs européens se sont tendus mercredi, dans un marché préoccupé par l'augmentation plus nette que prévu des prix à la production en zone euro, qui a occulté une étude inquiétante sur l'emploi américain. A 18h00 (16h00 GMT), le taux du Bund allemand à 10 ans se tendait à 4,640% contre 4,607% mardi, tandis que celui de l'OAT française remontait à 4,827% contre 4,796% mardi. «Les investisseurs restent obnubilés par le problème de l'inflation et par la manière dont se comportera la Banque centrale européenne», a expliqué à l'AFP René Defossez, stratège obligataire chez Natixis, à la veille de la décision de politique monétaire de l'institut de Francfort.

Les entreprises répercutent la flambée des matières

Dans ce contexte, le marché des emprunts d'Etat a mal réagi à la hausse de 1,2% en mai des prix à la production industrielle en zone euro, alors que les analystes interrogés par Dow Jones Newswires ne tablaient que sur une progression de 0,8% sur un mois. «C'est un peu lourd à digérer pour une banque centrale, surtout quand l'inflation est déjà deux fois supérieure à l'objectif de la BCE», a commenté M. Defossez. Les opérateurs s'inquiètent d'autant plus de cette hausse des coûts de production que les entreprises «semblent avoir un comportement moins vertueux» sur les prix et s'efforcent désormais de répercuter la flambée des matières premières, selon le stratège. Sur le marché britannique, le taux du Gilt à 10 ans s'est détendu à 5,103% contre 5,133% mardi. Aux Etats-Unis, le rendement du bon du Trésor à 10 ans était en baisse à 3,954% contre 3,992% mardi soir, et celui à 30 ans également à 4,511%, contre 4,544% mardi. - (afp)

ÉMISSIONS MONDIALES D'OBLIGATIONS CONVERTIBLES



Après la forte reprise au deuxième semestre 2007, le marché devrait maintenir un volume d'émissions important cette année.

Source: UBS