

PLACEMENTS

Quelles obligations convertibles choisir?

L'année 2008 a remis tous les modèles théoriques en question et le choix de la stratégie d'investissement est, plus que jamais, déterminant.

MATTHIAS NEUBRAND*

Au cours de ces derniers mois, de nombreux articles ont été publiés sur les obligations convertibles, notamment parce que ces dernières n'ont pas offert le niveau de protection attendu aux investisseurs au cours de cette année turbulente. Les convertibles sont certes des instruments hybrides, mais les investisseurs qui pensaient avoir un produit similaire aux actions dans des années de hausse, et dans les phases de corrections semblables aux obligations ont été surpris. Les obligations convertibles ont excessivement souffert et présentent aujourd'hui, entre autres à cause d'évaluations sous-estimées, des opportunités très intéressantes.

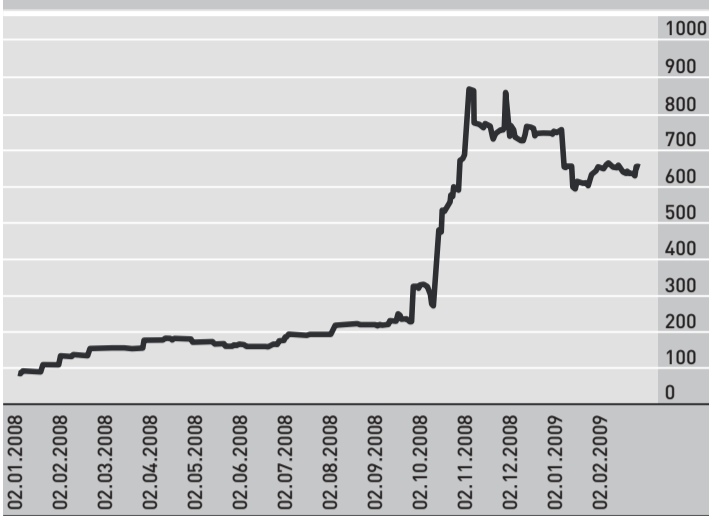
Cependant, que faut-il observer et où se cachent les meilleures opportunités pour les investisseurs? La diversité du produit a conduit à de nombreuses stratégies avec différents profils de risque-rendement. C'est aux investisseurs de déterminer quelle stratégie correspond le mieux à leur profil de placement. Ici, la transparence du côté des gestionnaires de portefeuilles en obligations convertibles est essentielle.

L'année 2008 a remis tous les modèles théoriques en question. Dans une année aussi dramatique (MSCI World Index -42% en USD ou -45,5% en CHF), la protection du capital des obligations convertibles a été particulièrement malmenée. Étonnés, les investisseurs ont dû constater que le *bond floor* (plancher obligataire de l'obligation convertible) n'a pas répondu aux attentes. La raison était avant tout l'énorme pression de vente du côté des « hedge funds », qui ont été forcés de se débarrasser des produits les plus liquides, comme les convertibles à ce moment. En conséquence, les évaluations ont été extrêmes et affichent aujourd'hui les opportunités les plus belles.

• Obligations convertibles: obligations avec potentiel «turbo» incorporé

En 2008, le delta moyen (sensibilité aux actions) du marché européen des convertibles a baissé de 53% à 18% (source: Exane). Le marché des obligations convertibles se trouve ainsi aujourd'hui globalement *out of the money*, son comportement étant proche des obligations ordinaires, ce qui a été rarement le cas dans le passé. La pression de vente des hedge

VARIATIONS DES ÉCARTS DE CRÉDIT



Source: Exane

funds a même engendré une anomalie de marché importante: certains convertibles offrent aujourd'hui un rendement encore plus élevé que les obligations ordinaires. Le delta ayant chuté, la prime de conversion ayant rapidement augmenté, à cause de la correction massive des marchés actions, l'option call imbriquée est aujourd'hui pratiquement gratuite pour la plupart des obligations convertibles. Dans un scénario de reprise des marchés, les convertibles ont, grâce à cette option

«gratuite», un potentiel fabuleux de participation à ce rebond.

• Les écarts de crédit à des niveaux inédits

Actuellement, les *credit spreads* sont le facteur de performance le plus important pour les obligations convertibles. Ces derniers se sont accrus drastiquement dans le courant des douze derniers mois (voir graphique) et offrent dans une phase de stabilisation des marchés un potentiel important. En 2003, nous avons vécu une situation

similaire, bien que nettement moins accentuée. Aujourd'hui, une stabilisation des marchés actions suffirait pour influencer à la baisse les écarts de crédit, ces derniers réagissant plus rapidement que les bourses, spécialement dans la situation actuelle.

Depuis novembre 2008, de nombreux investisseurs ont déjà identifié cette opportunité et décidé d'investir tout d'abord dans les obligations convertibles de première qualité. Cependant, le «sell-off» ayant touché plus fortement les émetteurs de moindre qualité, ces derniers offrent aujourd'hui un potentiel de rendement nettement plus élevé. Des analyses de crédit approfondies des entreprises, ainsi qu'une large diversification sectorielle et régionale est cependant indispensable.

La problématique des obligations convertibles avec émetteurs de moindre qualité est leur manque de liquidité. Ainsi, il s'agit pour les gestionnaires de trouver le juste milieu entre la recherche de performance de leur fonds, et la liquidité ou l'évaluation de la leur valeur nette d'inventaire.

• Quelle stratégie?

Il est indéniable que les obligations convertibles ont démesurément souffert de la dévalorisation et offrent aujourd'hui des potentiels de rendement ajustés au risque intéressants. Les convertibles à émetteurs de moindre qualité ont certainement été plus brutalisés à la baisse que ce que laissait présager les différents modèles théoriques. Les obligations convertibles n'ont pas été en 2008 « le meilleur des deux mondes » (slogan quelque peu agressif...), mais donneront incontestablement d'importantes satisfactions dans des périodes de marchés incertaines comme aujourd'hui, grâce à leur optimisation ajustée du risque dans un portefeuille.

Des analyses de crédits approfondies et des stratégies claires et conséquentes sont importantes pour être en mesure de placer les obligations convertibles de manière adéquate dans le portefeuille. Une sélection pertinente du gestionnaire de fonds en obligations convertibles est ainsi primordiale afin d'aider l'investisseur à réaliser la plus-value espérée dans son portefeuille.

* IFP Fund Management SA, info@ifpfund.ch

CRISE FINANCIÈRE

Une récession typique du XIX^e siècle

L'ampleur des déséquilibres actuels devrait déboucher, en Occident, sur une croissance molle pendant une longue période comme ce fut le cas entre 1873 et 1896.

JEAN-PIERRE PETIT*

La récession que nous vivons aujourd'hui ressemble très fortement à celles que nous connaissons avant 1945. Si l'on se base sur l'exemple des Etats-Unis, pays dans lequel nous avons le plus de séries disponibles, les récessions avant 1945 étaient plus fréquentes (une tous les 4 ans sur 1854-1945, contre une tous les 6 ans après-guerre), mais aussi et surtout plus amples (record en 1929-1933 avec un recul cumulé du PIB réel de 27%) et plus longues (plus de 21 mois) qu'après-guerre (10,3 mois). Au total, compte tenu du nombre effectif des récessions, on vivait 41,6 % du temps en récession avant-guerre, contre 13,8 % durant l'après-guerre. La crise que nous traversons aujourd'hui ressemble aussi beaucoup à celles d'avant 1945 dans

la mesure où ces dernières étaient le plus souvent (hors-guerre) générées par des crises immobilières, bancaires et financières; ainsi fut-ce le cas en 1857, 1866, 1873, 1882, 1890, 1900, 1907, 1913, 1929, 1938. Les seules crises financières au cours des «30 glorieuses» et des années 70 furent essentiellement des crises de change (ébranlement du système de Bretton Woods dès les années 60, flottement généralisé des monnaies en 1971-73) et ne débouchèrent pas en elles-mêmes sur des récessions. La plupart des récessions jusqu'au début des années 80 résultaient en fait de l'inflation. Quant aux crises financières qui se sont succédé depuis plus de 20 ans avec la financiarisation des économies, elles n'avaient jusqu'ici débouché que sur des récessions molles et courtes, notamment en

1990-91 et 2001 (8 mois chacune). Du même coup, à l'été 2007, on pouvait affirmer que depuis la dernière grande récession de 1981-82, on n'avait vécu qu'environ 5% du temps en récession.

La crise de 1929 reste inégalée

La récession actuelle a démarré officiellement en décembre 2007 (selon le National Bureau of Economic Research). Elle sera quasi-certainement la plus la plus longue et la plus sévère d'après-guerre. La plus longue dans la mesure où elle durera plus de 16 mois qui constituait jusqu'ici le «record» d'après-guerre (1973-75 et 1981-82). Il est en effet hors de question d'envisager une sortie de récession au moins avant l'été 2009. Quant à son ampleur, la baisse réelle cumulée du PIB au cours de ce cycle a déjà été de 1,7%, c'est-à-dire

à un niveau proche de la dernière «grande» récession de 1982 (-2,2 % de contraction réelle du PIB). Sachant que le PIB baissera encore au 1er trimestre 2009, on dépassera très certainement le précédent record d'après-guerre.

D'où une question qui vient rapidement à l'esprit. Depuis le krach boursier de 1987, on gère chaque crise financière en créant les conditions d'une nouvelle bulle qui finit par se dégonfler et ainsi de suite. A chaque crise, on pratique des politiques économiques expansives, on injecte des liquidités et on augmente le niveau de dette domestique. Au final, celui-ci se situe à plus de 350% aux Etats-Unis contre 150% au début des années 80. En fait, on a depuis 20 ans repoussé les ajustements et «gagné du temps» à chaque crise.

Avant 1945, chaque grande crise était plus violente car il y avait peu d'interventionnisme public et l'étalon-or empêchait toute régulation laxiste de la politique monétaire. La plus violente fut évidemment celle de 1929-33 avec à la fois une crise financière (-89% pour le Dow Jones en 34 mois), bancaire (presque un tiers des banques firent faillite et 15 à 20% des dépôts bancaires furent volatilisés aux USA), défauts multiples d'entreprises et d'Etats, crises de change... Ce fut la récession la plus violente (-46% pour le PIB nominal et -27% pour le PIB réel entre 1929 et 1933 aux Etats-Unis) avec une hausse du taux de chômage qui est monté à 26%. La récession fut mondiale et longue car la mondialisation initiale, la guerre des changes, le protectionnisme et des erreurs majeures de politique publique entraînent le monde en

dépression prolongée. C'est la raison pour laquelle 1929 peut encore être considérée comme la «mère» de toutes les crises. Avec un niveau de dette aujourd'hui supérieur à celui du début des années 30 (300%), on pourrait estimer que la crise de 2007-2009 a vocation à se substituer à 1929. Nous ne le pensons pas dans la mesure où l'utilisation massive des instruments de politique économique, les plans de soutien au système financier plus le maintien d'un bon niveau de coopération internationale devraient nous éviter le scénario de dépression brutale. En revanche, l'ampleur des déséquilibres aboutira vraisemblablement à une croissance molle pendant une longue période en Occident comme ce fut le cas entre 1873 et 1896.

* Stratégiste de marché

www.agefi.com

SUR LE SITE WEB DE **L'AGEFI**
EN SAVOIR PLUS SUR LA BOURSE LA FINANCE ET L'ÉCONOMIE!

Pour vous inscrire gratuitement à notre newsletter quotidienne, du lundi au vendredi, envoyez votre email à newsletter@agefi.com