

## OBLIGATIONS CONVERTIBLES

# Ode à l'asymétrie

Les obligations convertibles permettent de faire 60% de la hausse et un maximum de 40% de la baisse des marchés actions. Pour les investisseurs échaudés, c'est l'instrument idéal pour se hasarder à nouveau sur les Bourses, d'autant plus que les convertibles présentent des valorisations attrayantes. Telle est l'analyse d'une passionaria du secteur, Natalia Barazal de Lombard Odier.

**Q**uel rendement attendre des convertibles pour 2010? Tout dépend du scénario économique envisagé. Dans le cadre d'un fonds convertible global relativement conservateur tel que celui géré par Lombard Odier, Natalia Barazal estime qu'en cas de hausse de 10% des marchés actions, sa performance avoisinerait les 4-5%. En cas de stagnation, elle serait de 2 à 3% et, en cas de baisse, le résultat serait nul à baissier de 3% (dans l'hypothèse d'une chute brutale, le fonds ferait un maximum de 30% de la baisse). Cette confiance en l'avenir n'est pas étrangère au fait que l'équipe de gestion du fonds a traversé avec succès les tourmentes de ces dernières années. Sur cinq, comme sur trois ans, le LOF Convertible Bond Fund devance nettement l'indice global des convertibles et ce, avec une volatilité légèrement inférieure. Ces écarts à l'indice s'expliquent par une gestion axée sur des convictions. Ainsi, la surpondération actuelle du fonds en titres de la zone Asie-Pacifique repose sur la conviction du potentiel économique de la région à moyen et long terme.

### L'afflux de capitaux: un risque?

Quelle est la situation actuelle sur le marché mondial des convertibles? Les nouvelles émissions, qui constituent toujours «*le point d'interrogation de cette classe d'actifs*», sont nombreuses, à plus de 20 milliards depuis le début de l'année (100 milliards en 2009). Sur le plan de la qualité, les émetteurs notés «investissables», soit BBB ou supérieurs, représentent 60,4% de l'univers, suivis des émetteurs «haut rendement», notés BB ou B (34,6%). Pour deux tiers, les émissions en dollars US sont le fait de grandes capitalisations. Le gisement de papier est donc important, mais les fonds en convertibles connaissent des afflux importants de capitaux, aussi



«Le grand jeu consiste à rechercher les titres les plus asymétriques possibles»

NATALIA BARAZAL - LOMBARD ODIER

pourrait-on craindre un renchérissement de ces titres. S'appuyant sur une étude réalisée par Merrill Lynch, Natalia Barazal montre qu'il n'en est rien et l'explique, en partie, par l'hécatombe qu'ont subie les arbitrageurs. A leur heure de gloire, ils ont représenté jusqu'à 90% des volumes échangés sur ce marché, mais ils sont aujourd'hui repassés nettement au-dessous de 50%. En conséquence, les «bonnes occasions» sont plus nombreuses et persistent plus longtemps.

### Rester dans le filet

Cela n'exclut pas le besoin de sélectivité, surtout dans le cadre d'une gestion prudente telle qu'elle est pratiquée dans le fonds de Lombard Odier. «*Le grand jeu consiste à rechercher les titres les plus asymétriques possibles*», affirme Natalia Barazal. La gérante se concentre donc sur les convertibles dites

«mixtes» c'est-à-dire celles qui offrent une bonne protection à la baisse et permettent néanmoins de tirer parti de la hausse des actions sous-jacentes. Elle insiste également sur la nécessité de pratiquer une gestion «proactive»: ne pas laisser son portefeuille évoluer au gré du marché – et donc de vendre lorsque la convertible s'approche trop d'un risque action du fait de la hausse du sous-jacent, mais le maintenir «*dans le filet technique protecteur*» déterminé par la stratégie du fonds. Avec une durée de 1,8 an contre 6,6 pour l'indice et un delta de 32% contre 44% pour l'indice, le fonds reflète le souci de prudence de la gérante (au plus haut depuis juin 2005, le delta se situait à plus de 55%), laquelle est toutefois revenue à un niveau de cash minimal, un signal d'autant plus fort qu'elle confesse: «*La crise nous a appris l'importance du cash...*» ■

Véronique BÜHLMANN

NB: Données à fin mars 2010

### L'Asie: un eldorado pour les convertibles

L'examen des expositions à la zone Asie-Pacifique (hors Japon) de différents fonds globaux de convertibles montre que cette zone ne fait pas l'unanimité, certains continuant à surpondérer l'Europe (essentiellement France et Allemagne). Pourtant, les fondamentaux paraissent très favorables à cette région: un marché liquide de plus de 50 milliards de dollars, des émetteurs de qualité, des rendements attrayants, des durations courtes et une assez bonne diversification géographique et par secteur. Depuis son lancement, en décembre 2008, le LOF Convertible Bond Asia a réalisé une performance de 30% (en USD). Aussi, comme l'écrit l'analyste de Morningstar en mars 2010, il représente «*une option sérieuse pour investir dans les convertibles*». ■