

# Combiner rendement et faible volatilité grâce aux obligations convertibles

**Classes d'actifs à part entière, les obligations convertibles présentent des avantages à la fois pour les investisseurs et les émetteurs. Leur succès en Europe et aux Etats-Unis confirme d'ailleurs leur attractivité croissante.**

**Fabienne Girard-Tokay**  
Responsable du pôle obligations convertibles  
**Banque d'Orsay**  
**WestAM**



■ Les obligations convertibles (OC) présentent toujours un grand intérêt dans une allocation d'actifs. Ce produit est bien plus qu'un simple mixte entre actions et obligations. Il s'agit bien d'une classe d'actifs à part entière qui, dans tous les cas de figure, offre une meilleure performance que celle d'un fonds diversifié (*tableau 1*). Les OC représentent aujourd'hui un marché important en Europe, avec une capitalisation atteignant environ 150 milliards d'euros. À titre de comparaison, le plus gros marché mondial est le marché américain avec une capitalisation de 200 milliards d'euros.

## Succès chez les émetteurs et les souscripteurs

Pour une société, les OC sont une source de financement très attractive : coupon faible, prime par rapport au cours de l'action, dilution différée. Les obligations échangeables qui se distinguent des OC classiques par le fait que l'émetteur n'est pas la même société que celle dans laquelle les titres seront convertis offrent la possibilité de placer des titres en encaissant immédiatement la prime. Les souscripteurs investissent dans ce produit avec l'objectif de profiter d'une partie de la hausse des marchés d'actions et d'amortir tous mouvements de baisse (*graphique 2*).

Au cours des douze derniers mois, plusieurs facteurs ont contribué à la performance de cet actif. La forte diminution du risque crédit a eu un impact très

positif. Le relais a été pris par l'appréciation des marchés actions favorisant la valorisation de la partie optionnelle des OC. Progressivement la sensibilité action de cet actif s'est renforcée, aidée par un marché primaire dynamique offrant aux investisseurs de nouvelles opportunités. Ces nouvelles émissions ont surtout renforcé les secteurs des valeurs technologiques et des télécoms. Ces secteurs ont également connu une surperformance dans la reprise des marchés. L'effet vertueux de ces émissions n'est plus à démontrer. Pour bon nombre de sociétés, les émissions de convertibles ont permis un refinancement et un ré-échelonnement de la dette existante levant ainsi les éventuelles inquiétudes sur une crise de liquidité. Sur le marché, l'impact positif a été double : diminution du risque de crédit et augmentation du cours de l'action. De fait, certaines de ces émissions se sont très vite retrouvées largement dans la monnaie.

## L'impact sur la gestion d'un fonds d'OC

Les OC présentent de l'intérêt lorsqu'elles se situent dans une zone de convexité élevée. Une discipline de gestion conduit donc à choisir des titres qui offrent une sensibilité action (delta) comprise entre 30 et 65 %. Cette méthode se traduit également par des ventes systématiques d'OC trop obligataires ou trop actions. Cette gestion permet d'éviter deux types de risque : le risque action pour les convertibles à trop

fort delta et le risque de taux et de crédit pour les convertibles trop obligataires.

Cette philosophie, consistant à se concentrer sur des titres mixtes, présente une caractéristique technique importante. En effet, la partie optionnelle de l'OC est très importante dans un titre mixte, celle-ci est très sensible à l'évolu-

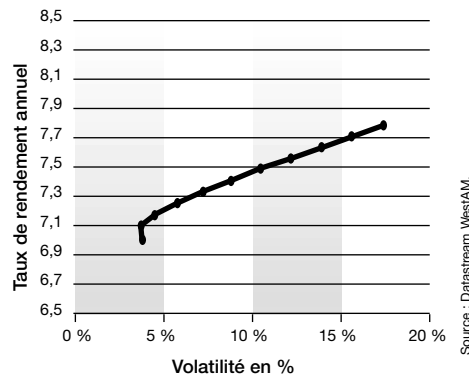
*« Les souscripteurs investissent dans ce produit avec l'objectif de profiter d'une partie de la hausse des marchés d'actions et d'amortir tous mouvements de baisse. »*

tion de la volatilité. La sensibilité à la volatilité est mesurée par le vega. Le temps ayant un fort impact sur l'évolution de la volatilité, la sensibilité sera d'autant plus forte que la convertible sera longue pour un même niveau de convexité. Pendant plusieurs mois, on a assisté à un effritement régulier des volatilités : volatilité historique des actions et des indices, volatilité courte et volatilité longue des options listées et volatilité implicite des obligations convertibles. En ce qui concerne les OC, cette baisse a été fortement corrélée à celle des risques de crédit. La réduction des *spreads* est le résultat d'une amélioration de la situation financière des entreprises : diminution de l'endettement, ventes d'actifs, augmentation des cash flows...

## 1. Le profil rendement/risque des OC, par rapport aux actions et aux obligations d'Etat européennes

En %	Volatilité (ann.)	Rendement (ann.)
<b>Convertibles*</b>	<b>8,95</b>	<b>8,28</b>
<b>Obligations/Actions*</b>		
100/0	3,72	7,02
90/10	3,69	7,09
80/20	4,45	7,17
70/30	5,69	7,25
60/40	7,17	7,32
50/50	8,76	7,40
40/60	10,42	7,48
30/70	12,12	7,55
20/80	13,84	7,63
10/90	15,57	7,71
0/100	17,32	7,78

\* Indice JP Morgan obligations d'Etat européennes, DJ Stoxx, indice UBS Warburg ATM obligations convertibles européennes.



Source : Datastream WestAM.

La baisse de la volatilité des OC est également liée à celle des options longues, qui résulte de facteurs techniques, macroéconomiques et microéconomiques. Un dernier facteur a affecté également la volatilité des convertibles : les évolutions de la volatilité historique des actions sous-jacentes, qui a baissé pour toutes les raisons déjà précédemment citées.

Cette classe d'actifs entrant désormais dans des stratégies d'arbitrages, la volatilité est un facteur déterminant pour la performance d'intervenants spécialisés, ce qui constitue une justification de l'évolution corrélée de la volatilité des OC par rapport à la volatilité des actions.

### Vers une hausse de la volatilité des actions

La volatilité s'est réduite depuis le printemps dernier à la faveur du démarrage du rallye boursier en mars 2003, d'un sentiment de marché plus optimiste et d'anticipations de reprise économique aux Etats-Unis.

Aujourd'hui, on attend plutôt une hausse moyenne de la volatilité des actions. Parmi les facteurs haussiers, on peut citer les suivants qui affecteront directement les actions :

- La tension attendue sur les taux d'intérêt et le niveau très bas des *spreads* actuels induisent une pression haussière sur les *spreads* et donc sur les volatilités. En effet, les investisseurs obligataires pourront obtenir des rendements plus élevés dans l'avenir sur des signatures sans risque et devraient de fait se désengager de signatures d'entreprises plus risquées.

- La spécialisation croissante des entreprises et leur concentration sur un petit nombre de métiers les exposent à de nouveaux risques (géopolitiques, économiques, éthiques, judiciaires...) et à une concurrence accrue, d'où une plus grande incertitude sur l'évolution de leur rentabilité.
- Le comportement des investisseurs est de plus en plus homogène et renforce les tendances, d'où une augmentation de la volatilité. La régulation et le contrôle des risques tendent à accentuer les mouvements.
- Les entreprises engagées dans les nouvelles technologies dont la part va croissant sont à la recherche de financement et sont soumises à de forts risques d'obsolescence, d'où une plus grande volatilité dans le comportement boursier de ces titres.
- Malgré les efforts des autorités de tutelle, la qualité des informations fournies par les entreprises aux investisseurs reste toujours médiocre avec une grande opacité sur les financements, les engage-

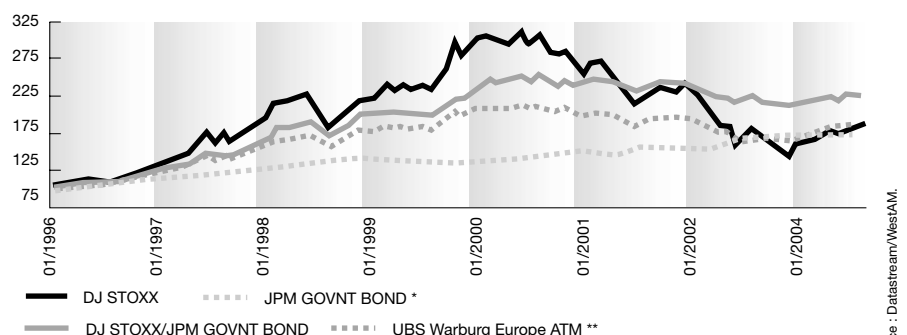
ments hors bilan, les provisions et les placements de trésorerie.

Au cours des dernières années, on constate également que la fréquence des chocs de marché s'est accentuée (crises géopolitiques, crises financières, bulles sectorielles...) et ce phénomène devrait perdurer voire s'accroître encore (multiplication des risques). Ce sont ces chocs répétés qui justifient une prime de volatilité et expliquent la dynamique asymétrique de la volatilité implicite : montée rapide et baisse lente. Ces chocs sont aujourd'hui intégrés dans la prime de risque élevée du marché action qui s'est en partie décorrélée des *spreads* et de la volatilité. Cette situation ne peut pas durer très longtemps.

La conséquence d'une augmentation de la volatilité des actions pour les obligations convertibles sera une revalorisation de la partie optionnelle. Dans le passé, la hausse de la volatilité n'a pas toujours été synonyme de baisse des marchés, mais doit-on nécessairement considérer que cette hausse de volatilité s'accompagnera d'une baisse du marché action ? Après une période de stagnation sur un niveau bas de 1993 à 1996, expliquée par un contexte macroéconomique et microéconomique bien différent de celui d'aujourd'hui, la volatilité a fortement remonté jusqu'en 1998 alors que le marché actions connaissait dans un même temps une forte accélération.

Aujourd'hui les OC sont l'unique classe d'actif qui a la capacité d'absorber les chocs de marchés, de les amortir et cet élément n'est pas valorisé dans le marché. Ceci explique pourquoi dans le passé (et dans l'avenir également) les obligations convertibles ont toujours affiché une meilleure performance comparée à celle des fonds diversifiés. ●

## 2. Performance des obligations convertibles



\* Indice JP Morgan obligations d'Etat européennes. \*\* Indice UBS Warburg ATM Obligations convertibles européennes.

Source : Datastream WestAM.