

Les composantes d'une allocation d'actifs intelligente

Comprendre le fonctionnement des obligations convertibles permet de mesurer leur importance en tant qu'instruments de market timing.



BEAT THOMA
CIO, Fisch Asset Management

Le timing automatique des obligations convertibles en fait un instrument intéressant pour mettre en œuvre une allocation d'actifs. Il est donc surprenant que les investisseurs ne les utilisent pas plus fréquemment. Il est vrai qu'il faut bien comprendre le fonctionnement des obligations convertibles pour prendre la mesure de leur importance en tant qu'instruments de market timing.

Une obligation convertible peut être échangée contre un nombre défini d'actions. L'échange n'est pas obligatoire, et le risque est limité: dans le pire des cas, le titre est remboursé à sa valeur nominale. Si le cours des actions monte, celui de l'obligation convertible monte également du fait du droit de conversion. Ces titres présentent donc un profil risque/rendement asymétrique (convexe) (voir le graphique ci-dessous).

La participation convexe (courbe) est une caractéristique importante qui fournit un «market timing automatique». Du fait de la convexité, la pente de la courbe

des obligations convertibles s'accroît en fonction de la hausse du cours des actions; la participation à cette hausse augmente donc rapidement. L'inverse est vrai en cas de baisse: la participation diminue alors rapidement, de même que le risque. Assez vite, l'obligation convertible stagne et ne présente plus de sensibilité aux actions. Cette évolution du cours correspond à une stratégie de trading qui procède à une res-

Le timing automatique apporte une contribution essentielle à la gestion du risque et à la compensation de la volatilité.

structuration rapide des obligations (ou des liquidités) en actions en cas de tendance haussière et à une vente des actions en cas de recul du marché (stop loss partiel). Si les marchés continuent de baisser, l'obligation convertible, désormais similaire à une obligation classique, peut alors être remplacée par un titre plus agressif.

L'utilisation d'obligations convertibles a donc une influence dynamique et fortement disciplinante sur la réalisation d'une allocation d'actifs: rares sont les investisseurs à réduire le risque de manière aussi systématique en cas de recul du marché ou à tirer systématiquement profit des tendances haussières pour consolider leurs positions. Outre ce mécanisme, intéressant sur un plan purement technique, un élément psychologique entre également en

jeu et relève largement de la finance comportementale.

Gestion. Les obligations convertibles doivent donc faire partie intégrante de toute allocation d'actifs. Le timing automatique apporte une contribution essentielle à la gestion du risque et à la compensation de la volatilité.

Les obligations convertibles amortissent ainsi naturellement les risques et les chocs au sein d'une allocation d'actifs: si les marchés cèdent à la panique, l'investisseur en obligations convertibles reste maître de la situation tout en conservant son potentiel haussier si les marchés se redressent. Des analyses rétrospectives montrent qu'à long terme, les obligations convertibles peuvent rivaliser avec les actions tout en présentant des risques similaires à ceux des obligations.

Mais ce n'est pas là la seule caractéristique notable des obligations convertibles. D'un côté, l'univers des émetteurs d'obligations convertibles est extrêmement dynamique.

Croissance. De nombreuses obligations convertibles sont émises pour financer une forte croissance, des projets ou un redressement. Les émissions sont donc corrélées, sur le plan du temps comme sur celui du contenu, à une dynamique haussière potentiellement forte. En un mot: «là où il y a des obligations convertibles, il y a de l'action», partout dans le monde. Elles constituent donc une présélection efficace dans un univers d'actions mondial globalement inerte. De nombreux débiteurs intéressants actifs sur le marché des obligations convertibles apportent également une exposition supplémentaire au crédit.

D'un autre côté, acheter une obligation convertible revient également à acquérir, outre une exposition aux actions et au crédit, un «certificat sur la volatilité du marché des actions». Le droit de conversion inclut une option call et réagit ainsi



aux fluctuations de la volatilité du marché. Sur le plan historique, on a souvent observé une corrélation négative entre la volatilité et le prix des actions. Les risques d'un portefeuille en obligations convertibles bénéficiaient alors d'un effet de lissage supplémentaire.

Enfin, l'évolution des obligations convertibles est avantageuse par rapport aux obligations classiques dans un environ-

Acheter une obligation convertible revient à acquérir une exposition aux actions et au crédit et aussi un «certificat sur la volatilité du marché des actions».

nement de hausse des taux ou de l'inflation, en raison de facteurs d'évaluation théoriques. S'il est vrai que l'inflation et la hausse des taux ne semblent pas d'actualité, cette caractéristique n'en redeviendra pas moins probablement intéressante à l'avenir. Il convient donc de la considérer comme un «bonus».

Asymétrie. Des stratégies de répliation adaptées pourraient également apporter le timing automatique et l'ajout d'une exposition au crédit et à la volatilité caractéristiques du comportement asymétrique/convexe sans utiliser d'obligations convertibles. C'est notamment le cas des principes d'assurance de portefeuille dynamique ou de Constant Proportion Portfolio Insurance (CPPI), ou encore de combinaisons entre options call et obligations d'entreprises, sans parler d'autres approches plus exotiques.

Pourtant, les coûts et les risques de répliation que cela engendre sont nettement supérieurs à ceux des obligations convertibles, révélant ainsi leurs avantages: seules les obligations convertibles apportent une asymétrie abordable, grâce à une prime de liquidité qui se révèle régulièrement élevée. ///

