

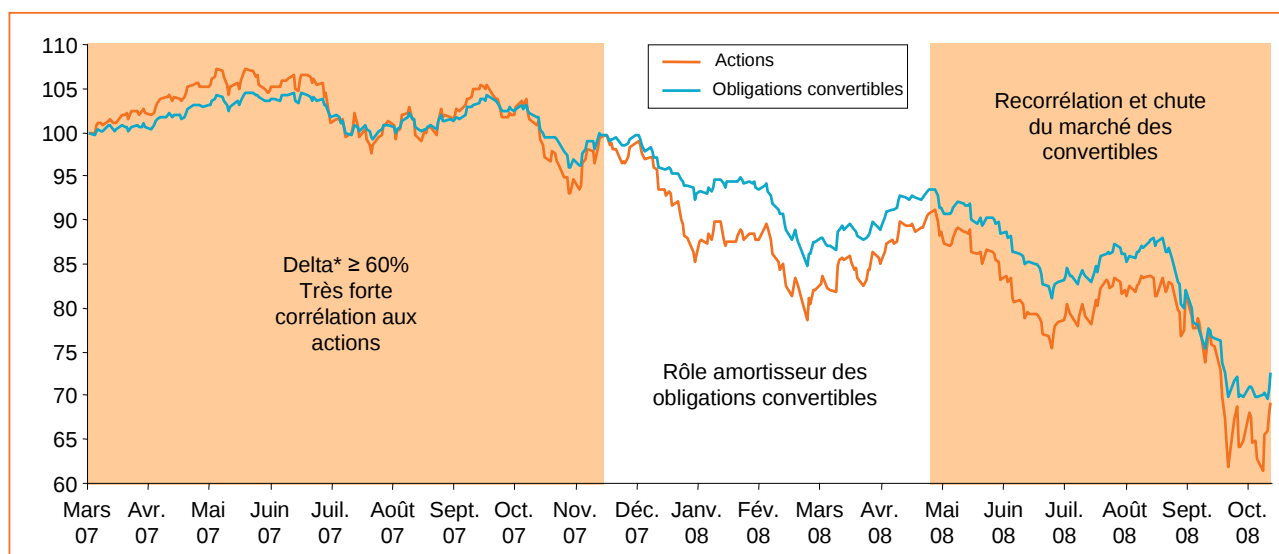
Obligations convertibles internationales : de nouvelles opportunités

Ces derniers mois, les obligations convertibles internationales ont connu des bouleversements qui ont précipité les cours à des valorisations extrêmement faibles. Selon nous, la classe d'actifs présente actuellement des opportunités pour les investisseurs cherchant à :

- construire des expositions directes dans les catégories investissement voire haut-rendement (hors « distressed »)
- bénéficier du supplément de rendement actuellement offert par les obligations convertibles par rapport aux obligations traditionnelles de qualité comparable
- capturer des options d'achat dans des conditions favorables
- diversifier l'exposition dans les marchés américains et asiatiques, pour bénéficier de la profondeur du premier et du potentiel de croissance des entreprises du second

Ce document propose une lecture des événements de ces derniers mois sur la classe d'actifs, le point sur les caractéristiques actuelles du marché, les catalyseurs susceptibles d'entraîner un rebond et les opportunités qui se dessinent selon nous au niveau international.

1 – Comportement des obligations convertibles depuis mars 2007 et causes de la chute du marché



Source : Datastream, MSCI World en Euro, Indice UBS Global Convertible Bond en Euro

Les obligations convertibles ont bien joué leur rôle d'amortisseur face à la chute du marché actions de l'automne 2007 au printemps 2008. Le phénomène de re-corrélation observé depuis le mois de mai et les pressions vendeuses exercées sur le marché mondial des convertibles sont principalement dus à quatre facteurs :

1 - La réduction des effets de levier

Les gérants spécialisés dans l'arbitrage d'obligations convertibles utilisant un effet de levier ont été confrontés à une hausse de leurs coûts de financement. Le maintien des positions est devenu plus onéreux, notamment les opérations dites de « carry trades » réalisés au moyen d'obligations convertibles largement « dans la monnaie » (c'est-à-dire dont le cours de bourse de l'action est supérieur au prix de conversion) et d'obligations remboursables en actions. Cette situation a amené les gérants à vendre ces positions et à réduire l'utilisation de l'effet de levier.

* Le delta est la sensibilité de l'obligation à l'évolution du cours de l'action, (c'est-à-dire la relation entre le pourcentage d'évolution du cours de l'action et le pourcentage d'évolution du cours de l'obligation convertible).

Obligations convertibles internationales : de nouvelles opportunités

2 – Les ventes forcées

Le débouclage de positions suite aux faillites bancaires a conduit à des ventes massives d'obligations convertibles, des blocs de titres étant vendus sans distinction, accroissant la pression sur les valorisations.

3 – Les rachats

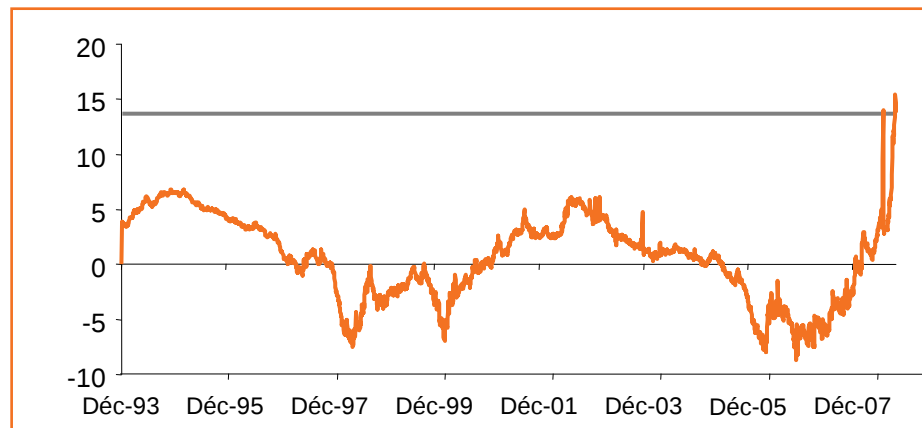
Les rachats subis par les fonds d'investissement (notamment les fonds d'arbitrage de convertibles ayant réalisé de mauvaises performances cette année) ont forcé ces derniers à vendre des titres déjà dépréciés et à alimenter la spirale baissière.

4 – L'évolution de la réglementation

Enfin, les mesures prises par les autorités de régulation visant à réduire les possibilités de ventes à découvert ont empêché certains investisseurs d'augmenter ou d'initier des positions d'arbitrage qui auraient permis de limiter la baisse des cours des obligations convertibles dépréciées. En effet, ces opérateurs tendent à couvrir leurs investissements en obligations convertibles en vendant à découvert des actions pour un montant correspondant au delta, opération devenue soit impossible, soit trop coûteuse.

En conséquence de cette pression vendeuse, les rendements des obligations convertibles se sont largement accrus au cours des 12 derniers mois par rapport à ceux des obligations classiques, qu'elles soient de catégorie investment grade ou spéculative. Le graphique ci-dessous illustre la très forte augmentation du rendement à maturité des obligations convertibles européennes :

Rendement à maturité des obligations convertibles européennes



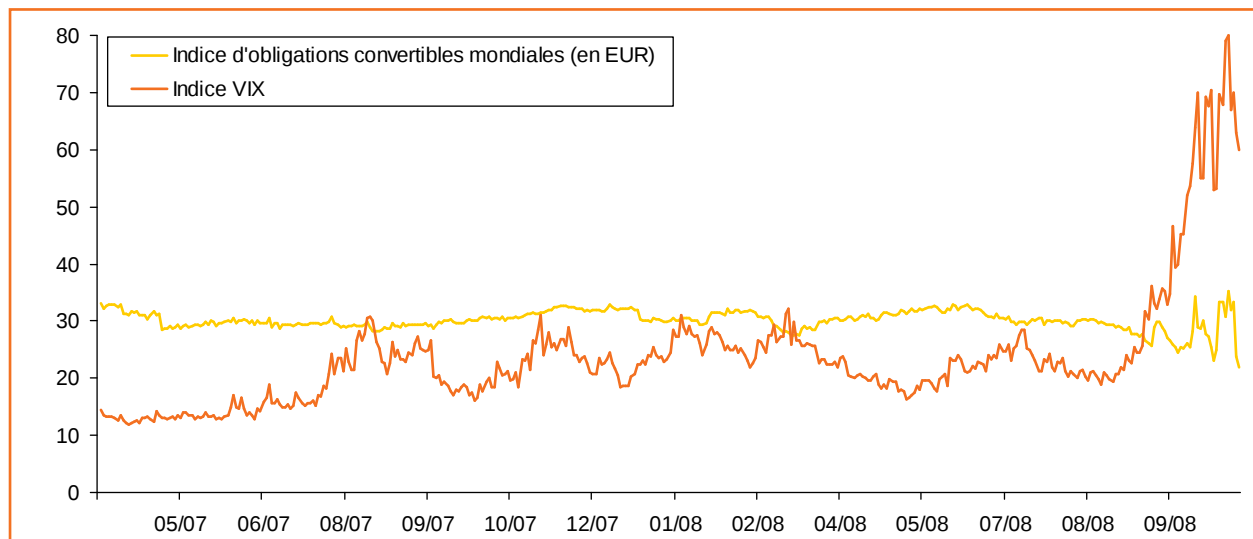
Indice UBS Convertible Bond - Europe (EUR). Source : UBS – Données au 31 octobre 2008.

Nous nous attendons à voir de nouveaux acheteurs sur le marché des obligations convertibles, étant donné leurs valorisations historiquement attractives, selon toutes les mesures généralement utilisées (qu'il s'agisse du « spread » de crédit implicite moyen par rapport aux indices « investment grade », de la volatilité implicite des obligations convertibles par rapport à la volatilité des options, ou encore du taux de rendement à maturité comme illustré dans le graphique ci-dessus).

Obligations convertibles internationales : de nouvelles opportunités

Le graphique ci-dessous illustre la déconnexion entre la volatilité implicite des obligations convertibles et celle des options sur indices actions. La volatilité implicite des obligations convertibles n'a pas suivi la tendance haussière des options sur indices, plus liquides, et de maturité plus courte. On peut ainsi espérer qu'un retour à la normale de la volatilité des options aurait un impact modéré sur la valeur des obligations convertibles.

Évolution de la volatilité implicite des obligations convertibles et des options sur indices actions



Source : Bloomberg, UBS. L'indice VIX représente la volatilité implicite des options sur l'indice S&P 500.

2 - Quels opportunités pour ce marché et quels catalyseurs ?

Les niveaux actuels de valorisation signalent selon nous une opportunité historique. Tous les actifs ont été pénalisés ces derniers mois et nous estimons que certains, tels que les obligations convertibles de qualité (hors distressed »), pourraient offrir un potentiel d'appréciation particulièrement attractif du fait de leur valorisation relative.

Selon nous, les meilleures opportunités se situent dans les segments de marché les plus défensifs, les plus liquides et affichant le degré de qualité le plus élevé, tandis que la diversification internationale permettra à la fois de bénéficier de la profondeur du marché américain, en termes de liquidité et de choix sectoriels, ainsi que du potentiel de croissance d'entreprises asiatiques hors Japon.

De nombreuses émissions ont été largement survendues et devraient rebondir nettement lorsque les pressions vendeuses, provenant en particulier des hedge funds, prendront fin. Une allocation privilégiant les titres les plus liquides devrait permettre aux investisseurs de tirer parti des opportunités créées. Les obligations convertibles ont été fortement dépréciées dans un contexte d'illiquidité et de crise sur les marchés de crédit. De nombreux acteurs ont réalisé des ventes forcées de titres liquides et de bonne qualité, et les investisseurs disposant d'un horizon de placement raisonnable devraient pouvoir tirer parti des dislocations actuelles dans les valorisations.

A court terme, le risque pour ce marché est celui de nouvelles liquidations de positions de la part des hedge funds, tirant de nouveaux les cours vers le bas quels que soient les fondamentaux des titres. Cependant, il est probable que les investisseurs actions s'intéressent aux obligations convertibles en relatif par rapport aux actions. En effet, leurs valorisations et leurs caractéristiques de dette seront particulièrement intéressantes lorsque les marchés se stabiliseront et que l'amorce d'une reprise sera proche. Les implications de la crise sont profondes pour les hedge funds, avec un accès plus difficile et plus

Obligations convertibles internationales : de nouvelles opportunités

coûteux à l'effet de levier et au prêt de titres. En conséquence, les investisseurs qui recourent uniquement aux positions acheteuses pourraient en être les principaux bénéficiaires, étant donné leur capacité à générer des rendements sans recourir à l'effet de levier et aux arbitrages via des positions vendeuses.

Dans l'environnement actuel où l'accès au crédit est plus difficile, les entreprises vont devoir repenser leurs méthodes de gestion de leur bilan et trouveront ainsi plus intéressant de procéder à des rachats sur leurs émissions obligataires plutôt que des rachats d'actions. Nous avons récemment observé des rachats obligataires par des entreprises asiatiques alors même que le cours de leur action avait subi une baisse supérieure à celui de l'obligation convertible.

Les catalyseurs de performance des obligations convertibles :

Facteur impactant la performance des convertibles	Evolution du facteur (théorique)	Effet (théorique) sur les convertibles	Niveau actuel du facteur	Prévision de changement	Impact prévu sur les obligations convertibles
Spread de crédit	↑	↓	Elevé	↓	↑
Taux d'intérêt	↑	↓	Elevé	↓	↑
Coûts de financement	↑	↓	Elevé	↓	↑
Cours de l'action	↑	↑	Faible	↑	↑
Volatilité	↑	↑	Elevé	↓	↓
Dividendes	↑	↓	Elevé	↓	↑
Maturité de l'option	↑	↑	—	↔	↔
Risque de rachat anticipé	↑	↓	Faible	↓	↑

Source : JPMAM, Merrill Lynch.

3 – Perspectives du marché international

A de tels niveaux, le marché est particulièrement attractif et pourrait inciter de nombreux investisseurs à réduire leur effet de levier. Les opportunités de rendement pour les investisseurs s'intéressant aux profils « obligataires » ou « mixtes » sont évidents, étant donné la crise de confiance enregistrée cette année. La période actuelle est également intéressante pour les investisseurs actions, même si le delta du marché des obligations convertibles est plus faible en raison de la baisse des cours de Bourse.

Dans un contexte plus qu'incertain pour les marchés actions, où les perspectives économiques sont incertaines et les bénéfices des entreprises susceptibles de baisser de manière significative, il est rationnel d'envisager une baisse à venir des dividendes ainsi que la réduction de nombreux programmes de rachats d'actions. Les obligations convertibles peuvent ainsi être intéressantes en tant qu'alternative aux actions.

Les opportunités proviendront essentiellement de deux domaines :

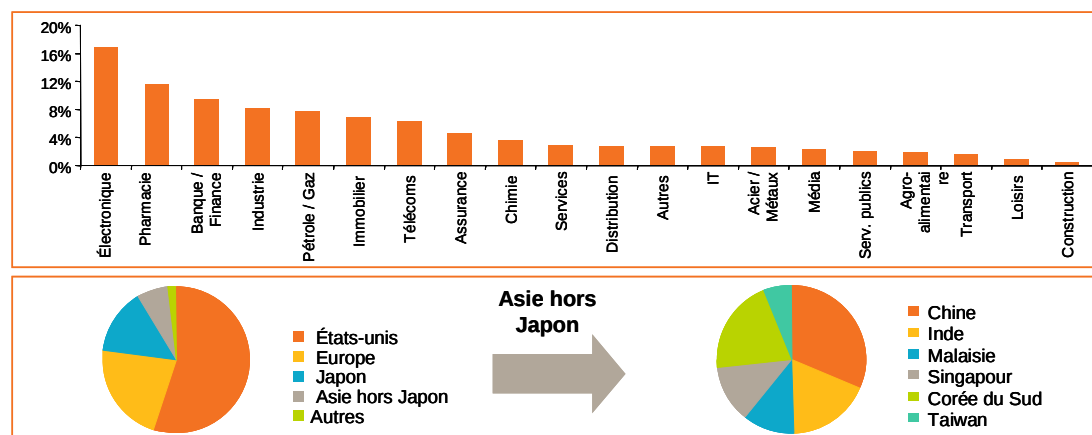
- Tout d'abord, au niveau macro économique, un investissement à l'international offre davantage de perspectives qu'un placement uniquement régional, par nature plus concentré et plus dépendant de l'univers disponible, en termes de secteurs et de caractéristiques techniques.
- En second lieu, au niveau micro économique, l'analyse des émissions sera déterminante. La rigueur de l'analyse des bilans des entreprises et du potentiel haussier lié à l'exposition actions sera la principale source de valeur ajoutée. Une recherche locale rigoureuse fera la différence entre les gagnants et les perdants de cette crise.

Obligations convertibles internationales : de nouvelles opportunités

Au niveau géographique, les opportunités actuelles se situent à selon nous essentiellement aux Etats-Unis et en Asie (hors Japon). Le marché américain offre de par sa taille la liquidité la plus grande, facteur à ne pas négliger dans la configuration actuelle des marchés. De plus, il offre une diversification sectorielle attractive, permettant le cas échéant de construire des allocations aux segments de l'immobilier, des ressources naturelles et de la technologie. L'Asie offre quand à elle des entreprises dont certaines seront capables de bénéficier de la croissance économique régionale, en particulier dans l'hypothèse où la consommation domestique prendrait progressivement le relais sur les exportations.

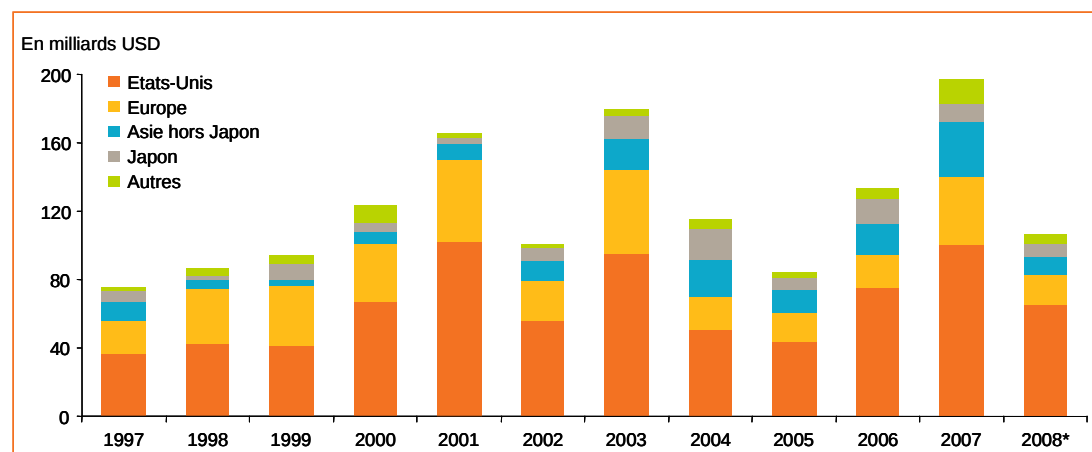
Les graphiques ci-dessous illustrent la structure géographique et sectorielle d'un des principaux indices d'obligations convertibles internationales, ainsi que la décomposition géographique du marché primaire des dix dernières années.

Répartition de l'indice UBS Global Convertible (367 émissions, 211 milliards \$)



Source: UBS. Répartition de l'indice UBS Global Convertible Index. Données au 10 Novembre 2008

Émissions mondiales d'obligations convertibles depuis 1995



Source : UBS - 2008* : Données à fin octobre

Toutes prévisions ou opinions exprimées sont propres à JPMorgan Asset Management à la date d'édition de ce document et sont susceptibles de changer à tout moment sans préavis. Ce document ne constitue pas une recommandation à l'achat ou à la vente d'investissements. Les informations contenues dans ce document ont été puisées à des sources considérées comme fiables. JPMorgan Asset Management ne peut cependant en garantir l'exactitude ou l'exhaustivité. Il est rappelé aux investisseurs que la performance passée ne préjuge pas des résultats futurs et que la valeur d'un investissement en valeurs mobilières peut varier à la hausse comme à la baisse en fonction de l'évolution des marchés financiers et des cours de change. Ceci est d'autant plus vrai concernant les marchés dits "émergents" qui présentent un degré de volatilité et donc de risque plus élevé que celui des autres marchés.

JPMorgan Asset Management (Europe) S.à.r.l. – Succursale de Paris - 14 place Vendôme, 75001 Paris - Capital social : 10 000 000 euros - Inscrite au RCS de Paris, N° 492 956 693. JPMorgan Asset Management est une marque de distribution d'OPCVM agréés ou autorisés à la commercialisation en France par l'AMF.

ANNEXES

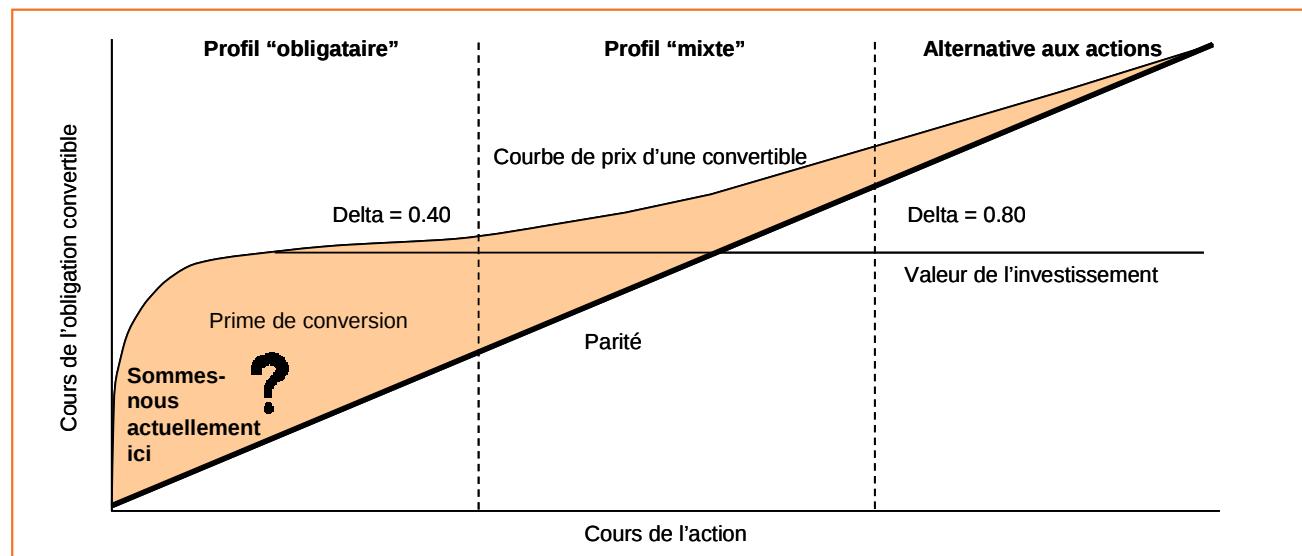
1- Introduction aux obligations convertibles

Une obligation convertible combine un instrument de dette à une option d'achat sur une action, à un prix déterminé à l'avance (prix de conversion).

- Pour l'investisseur, la différence avec une obligation classique est la possibilité de bénéficier en partie du potentiel de hausse de l'action de l'entreprise, souvent au détriment d'un coupon obligataire minoré.
- Du point de vue d'un investisseur actions, on peut considérer que la composante « dette » de l'obligation convertible offre un certain degré de protection à la baisse par rapport à un investissement en actions.

Les investisseurs en obligations convertibles peuvent donc les considérer soit comme un instrument de dette/versant un intérêt, soit comme une alternative aux actions, en fonction du type de convertible choisi et de leur profil de delta (de type obligation, mixte ou action, comme indiqué dans l'illustration ci-dessous). Le delta est la sensibilité de l'obligation à l'évolution du cours de l'action, c'est-à-dire la relation entre le pourcentage d'évolution du cours de l'action et le pourcentage d'évolution du cours de l'obligation convertible.

Profils des obligations convertibles



Source : Merrill Lynch Convertibles Research

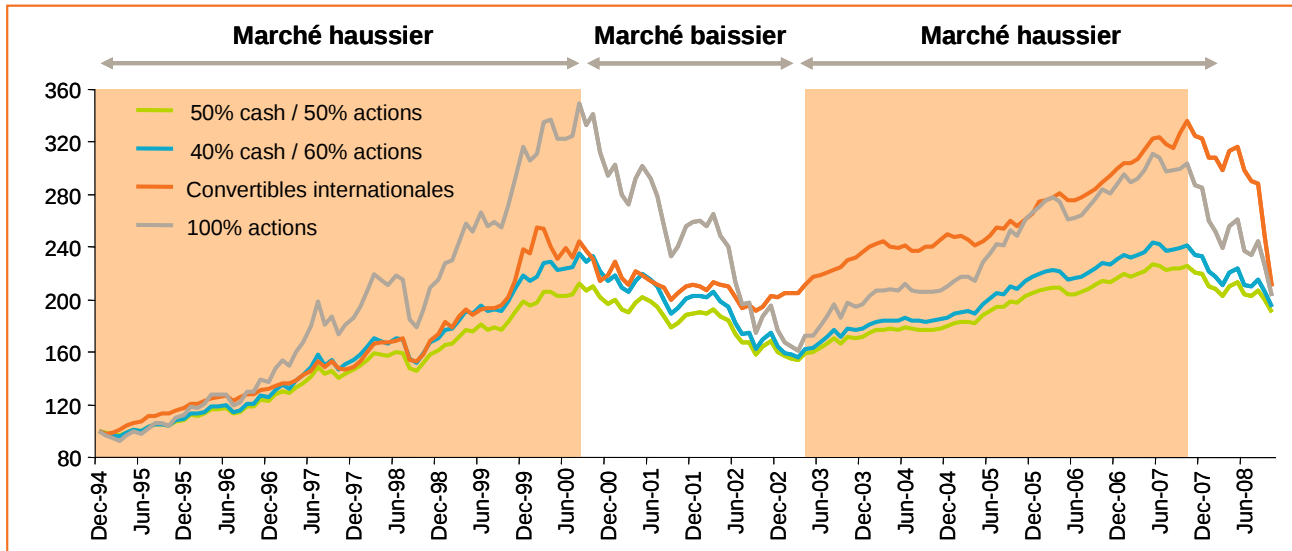
- Emises lorsque les entreprises ont besoin de capitaux, les obligations convertibles sont généralement proposées à des prix ou conditions attractifs.
- Les obligations convertibles présentent généralement une faible corrélation avec les obligations d'Etat et la dette classique des entreprises, et une corrélation plus élevée avec les actions sur le long terme.

Par exemple, sur les 5 dernières années en Europe*, les obligations convertibles ont présenté une corrélation de -0,3 avec les obligations d'Etat, de 0,3 avec les obligations à haut rendement et de 0,9 avec les actions. Le graphique page suivante illustre le comportement des obligations convertibles dans les différentes phases du cycle de marché. Il montre que l'intégration d'obligations convertibles dans un portefeuille existant permet une diversification complémentaire et peut améliorer le couple rendement/risque du portefeuille sur le long terme.

* Sur 5 ans à fin septembre 2008.

ANNEXES

Comportement des obligations convertibles dans les différentes phases de marché depuis 1995



Source : JPMorgan Asset Management, UBS

Les performances sont fondées sur : 1 – Cash : LIBOR EUR 1 mois – Actions : MSCI World (en EUR), Convertibles : UBS Global couvert en EUR

2 – Différents types d'obligations convertibles

Il existe deux types d'obligations convertibles : les émissions classiques réalisées par les entreprises, ainsi que des produits structurés, appelés « convertibles synthétiques », qui sont émises par des banques et auxquelles sont ajoutées une option d'achat. Elles présentent des caractéristiques différentes :

Convertibles classiques

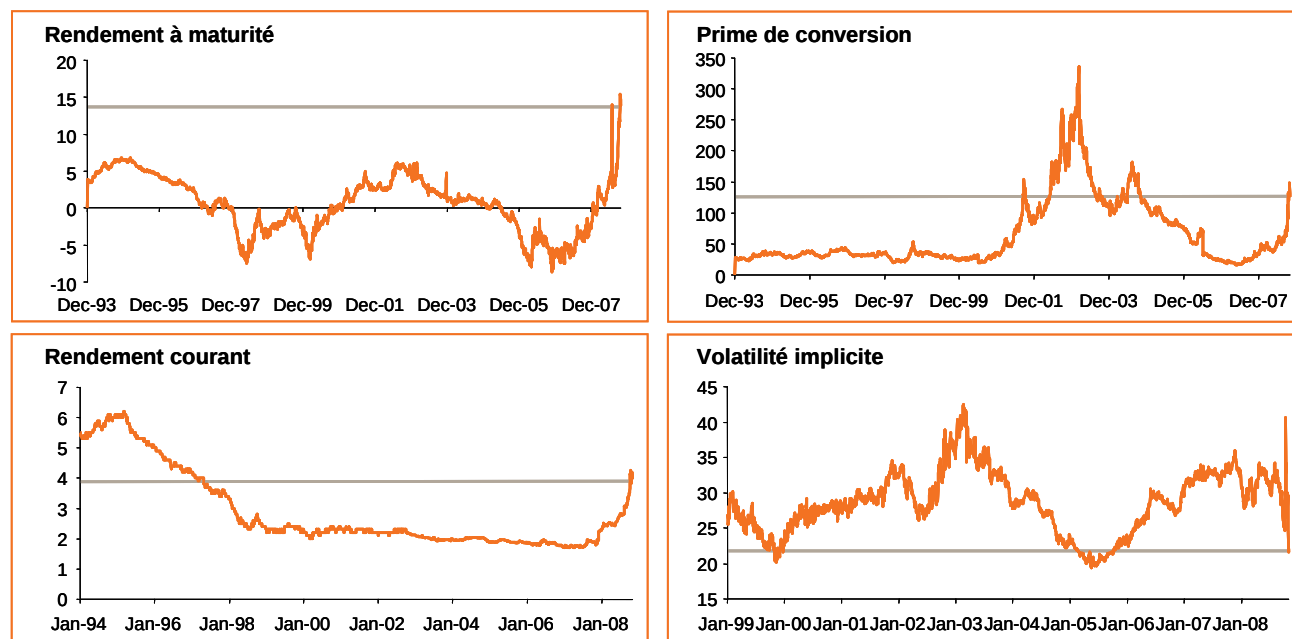
- Tailles d'émissions généralement comprises entre 100 millions et 5 milliards de dollars
- Émises par des entreprises de toutes tailles de capitalisation
- Protection contre les OPA
- Accès à des marchés en croissance (Inde, Chine)
- Un emprunt bon marché pour l'entreprise (taux d'intérêt peu élevé, augmentation de capital sans requérir l'accord des actionnaires) et un accès pour l'investisseur aux entreprises dans les premiers stades de leur développement
- Permet de prendre une participation importante dans le capital de l'entreprise

Convertibles synthétiques

- Tailles d'émissions plus petites (généralement inférieures à 100 millions de dollars)
- Émises sur des titres liquides, généralement des moyennes ou grandes capitalisations
- Peu de protection contre une OPA (perte de la prime en cas d'OPA)
- Absence de clause de protection en cas de hausse du dividende
- Crédit bancaire, produit structuré lié à un seul émetteur
- Structuré pour répondre à une demande des investisseurs et non pas à une stratégie d'entreprise
- Tend à avoir une maturité plus courte du fait de la nature du marché des dérivés actions

ANNEXES

3 – Caractéristiques actuelles du marché des obligations convertibles : zoom sur l'Europe



Source : UBS. Données au 31 octobre 2008. Indice UBS Convertible Bond – Europe (en EUR)

Quels enseignements pour l'investisseur ?

- Ces derniers mois ont constitué une période extrême pour les obligations convertibles
- Les points bas actuels pourraient signaler un retournement
- Suite aux dislocations subies par les marchés, nous estimons qu'il existe des opportunités dans les obligations convertibles, particulièrement aux Etats-Unis
- L'optionnalité actions des convertibles est attractive dans un environnement de marché où la volatilité devrait rester élevée
- Le profil de rendement asymétrique des convertibles offre un certain degré de protection à la baisse (par rapport aux actions, hors cas de faillite de l'entreprise) tout en captant partiellement le potentiel de hausse des actions
- L'environnement actuel marqué par des incertitudes sur les marchés actions pourrait constituer un point d'entrée intéressant sur les obligations convertibles
- Nous nous attendons à voir de nouveaux acheteurs entrer sur ce marché, la classe d'actifs des convertibles se situant à des niveaux de valorisation extrêmement faibles selon toutes les mesures historiques.

ANNEXES

Glossaire

Delta

Le delta est la sensibilité de l'obligation à l'évolution du cours de l'action, (c'est-à-dire la relation entre le pourcentage d'évolution du cours de l'action et le pourcentage d'évolution du cours de l'obligation convertible).

Convexité

La convexité mesure la variation relative de la sensibilité d'une obligation à une fluctuation des taux d'intérêt. Elle exprime la rapidité de l'appréciation et la lenteur de la dépréciation du cours de l'obligation si les taux baissent ou montent.