



Mon argent
La classe «éco», c'est souvent la galère. Et si pour le même prix vous profitez de la business class? Surfez sur monargent.be

Chine
Première introduction en Bourse pour un courtier chinois depuis 2002, à un mauvais moment. P. 12

“ Nous pensons que les croissances bénéficiaires vont être plus substantielles à l'avenir.

Abby Joseph Cohen
Stratégiste chez Goldman Sachs



MARCHÉS & PLACEMENTS

MERCREDI 19 AOÛT 2009

Epingle par Serge Quoidbach

Le rally boursier trahit le dur métier d'analyste

Vous avez raté la fête? Vous vous êtes perdus en chemin? Vous n'êtes pas les seuls, les indications n'étaient pas bonnes. Celui qui a suivi à la lettre le consensus des analystes au début du mois de mars est passé à côté de belles ouvertures. Selon les calculs de

Jones. Et de loin. En Europe, les analystes étaient «bullish» sur les défensives, services aux collectivités et soins de santé en tête. Elles récoltaient une majorité de recommandations à l'achat. Cinq mois plus tard, aucune de ces valeurs n'a dépassé



Bloomberg, un investisseur avec 10 000 dollars à dépenser pour acheter les sociétés les mieux notées et vendre à découvert les moins bien notées depuis le 9 mars aurait non seulement tout perdu, pire, il aurait aussi dû déboursier 6 000 dollars de plus pour couvrir les transactions baissières. Exemple: qui aurait parié sur American Express? C'est vrai, le chômage montait en flèche, les défauts sur cartes de crédit allaient bondir, difficile de soutenir une telle valeur. La moitié des analystes conseillaient de vendre. Dans un rapport du 11 mars, Citigroup conseillait même d'acheter Visa et de vendre à découvert American Express. Cette dernière est depuis la meilleure performance du Dow

une hausse de 28%. Par contre, il fallait à tout prix se débarrasser des valeurs liées à la consommation qui récoltaient 30% de recommandation à «vendre». Le secteur a grimpé de 37% depuis le 9 mars. Idem pour les bancaires, les pestiférées de la crise financière. Elles ont bondi de près de 150%! «Les analystes sont attachés aux fondamentaux, confie Romain Boscher chez Groupama Asset Management. Ceci est un rally technique, un rally de sentiments. Les analystes étaient trop défensifs. Il y a eu un point d'inflexion et ils ne l'ont pas vu.» Visiblement d'autres l'ont vu, et ils ont accumulé les profits. Maintenant les analystes ont retrouvé leur chemin, mais le marché se tâte. ■

Convertible Arbitrage, au pain sec et à l'eau

Cette stratégie a fortement souffert en 2008 mais a remonté la pente. Des défis subsistent.



STRATÉGIES DES HEDGE FUNDS (6/8)
Jennifer Nille

Pour les arbitragistes en convertibles, 2008 restera gravée comme la pire année de leur histoire. L'an dernier, cette stratégie a particulièrement souffert, et a inscrit l'une des pires performances parmi l'industrie. L'indice CSFB/Tremont Convertible Arbitrage a perdu 31,59%, contre -18% pour l'ensemble des fonds. Mais cette année, tel un élastique que l'on aurait trop étiré, cette stratégie a rebondi de manière spectaculaire. Elle signe une hausse de 31,14% depuis janvier, loin devant toutes les autres stratégies.

Les hedge funds de cette catégorie jouent sur la nature hybride des obligations convertibles. Pour rappel, celles-ci recouvrent des obligations d'entreprises échangeables contre un nombre fixé à l'avance d'actions de la société émettrice et à un prix déterminé d'avance. Les gestionnaires achètent des obligations convertibles et jouent à la baisse le titre sous-jacent, soit par des ventes à découvert, soit par des options ou des contrats «credit default swaps». L'idée derrière cette stratégie est d'exploiter les différences de prix des obligations, causées par une illiquidité du marché ou le sentiment général, et jouer en même temps la volatilité des titres sous-jacents. Normalement, cette construction, appelée «delta hedging», est censée offrir une protection. Mais en 2008, la série d'événements extraordinaires qu'ont vécus les marchés en a décidé autrement.

Les difficultés des arbitragistes en convertibles ont commencé à partir de la faillite de Lehman Brothers le 15 septembre. Après cette date, beaucoup de gouvernements ont imposé des restrictions sur le short selling, pénalisant le delta hedging des gestionnaires, alors que la volatilité des marchés explosait. Le levier utilisé pour jouer la volatilité des actions fut lui pénalisé par la remontée des marges (de 15 à



L'épisode GM en 2005 s'inscrit lui aussi comme une période difficile pour l'arbitrage de convertibles.

“ Les difficultés des arbitragistes en convertibles ont commencé à partir de la faillite de Lehman Brothers. Des nuages persistent.

être compensées par les gains sur la partie actions.

LA FIN DU TUNNEL?

La forte remontée des fonds d'arbitrage de convertibles cette année se doit à la bonne tenue du marché obligataire. «La partie crédit a très bien fonctionné cette année», constate Cédric van Rijckevorsel, managing director d'IDS Capital. Toutefois, ces fonds doivent composer avec moins de levier sur la partie actions du portefeuille. Habituellement, celui-ci est élevé, entre 5 et 7. «Aujourd'hui, il tourne plutôt aux alentours de 2», souligne Cédric van Rijckevorsel. Dans le passé, ce levier permettait de générer de juteux rendements.

Ces fonds restent toutefois soumis aux aléas du marché des obligations convertibles. «Ils ont besoin d'un marché actif nouvelles émissions. Or, toute émission de convertible est opposée à celle d'une obligation d'entreprise ou un

crédit bancaire. Dans la structure de capital d'une société, celle-ci privilégie d'abord ces dernières. Les convertibles entraînent une dilution du capital», explique Cédric van Rijckevorsel. Cette année, la raréfaction du crédit aux entreprises rouvert la porte aux émissions de convertibles.

Par ailleurs, depuis 2000, le marché des convertibles est devenu plus compétitif. La percée des hedge funds, devenus en 2008 les principaux acheteurs de ces obligations, a provoqué une baisse des rendements de ces obligations. Les opportunités d'arbitrage ont elles aussi diminué devant l'afflux massif de ces investisseurs.

Faiblement corrélée aux marchés actions, cette stratégie reste néanmoins prise de plus en plus par les investisseurs. Sans doute parce que dans la famille des Relative Value, elle reste la plus simple à comprendre comparée aux arbitragistes fixed income. ■

Turquoise est à vendre

Perclus de problèmes dès son lancement en 2008, le système multilatéral de transactions Turquoise cherche un repreneur. Eli Lederman, son CEO, a confirmé avoir confié à UBS le soin de trouver le candidat. Le London Stock Exchange, Deutsche Börse et NYSE Euronext figureraient parmi la liste des 18 potentiels acquéreurs. Aucun d'entre eux n'a souhaité commenter cette information. La chute des volumes de transactions serait à l'origine de cette décision. Plusieurs observateurs se demandent désormais quel autre MTF subirait le même sort.

Des limitations sur le pétrole?

Le président de la Commodity Futures Trading Commission (CFTC), principale autorité de régulation des marchés de matières premières aux États-Unis, a déclaré lundi envisager de limiter la spéculation sur les contrats futures d'énergie ainsi que prendre des mesures pour accroître la transparence de ce marché. Dans un entretien à Reuters, Gary Gensler a expliqué vouloir utiliser les nouveaux pouvoirs dont disposent ses services pour renforcer la supervision de marchés jusqu'à présent peu surveillés. Des nouvelles règles pourraient entrer en vigueur dès cet automne.

20 IPO

NYSE Euronext s'attend à ce que les introductions à la cote reprennent à Wall Street. Le gestionnaire boursier évalue à ce jour à 20 le nombre d'IPO (Initial Public Offerings) qui se dérouleront d'ici la fin de cette année, contre une estimation initiale de 15. Ce mouvement de reprise des IPO devrait, selon NYSE Euronext, se confirmer l'an prochain, sans pour autant communiquer de chiffres. «Nous nous attendons à voir dans les prochains mois le démarrage d'un nouveau cycle pour les augmentations de capital des entreprises», affirme Scott Cutler responsable des IPO. Depuis début 2009, 18 IPO ont eu lieu à New York, qui ont permis de lever 4,5 milliards de USD. 11 l'ont été sur NYSE Euronext pour un montant total de 3,3 milliards de USD.