

Investir sur les marchés de crédit dans un environnement d'écart de taux étroits

Les marchés de crédit ont connu une année difficile en 2005 : en effet, l'impact de GM et Ford et la hausse générale des taux d'intérêts se sont traduits par des performances en demi-teinte sur les principaux indices. Les indices des obligations à haut rendement (high yield) en USD ont progressé d'environ 3%, tandis que les indices européens de qualité supérieure se situaient autour des 6%. Dans cet environnement, de nombreux hedge funds Long/Short Crédit ont bien performé, tandis que les fonds exposés de manière plus directionnelle ont souffert de la volatilité sur le high yield induite par GM aux États-Unis.

2005 revisité : « Bar-bell » contre Short

Nous avons commencé l'année 2005 par une opinion prudente : compte-tenu de la « grande » reprise des deux dernières années et les écarts de taux étroits, les positions longues sur le crédit ne se comporteraient pas aussi bien que notre portefeuille « bar-bell » favori.

L'approche « bar-bell » résulte synthétiquement en une position longue sur la volatilité des écarts de taux. Ainsi, cette approche est caractérisée par la recherche de positions « défensives » en jouant sur la partie haute de la structure de capital, que ce soit par le biais d'un trading long/short variable ou d'un trading neutre et actif sur le marché du crédit, mais en même temps, en « gonflant » les rendements à travers des sociétés en difficulté, principalement en dehors des États-Unis.

L'approche « défensive » a remarquablement soutenu la performance en amortissant les pertes induites par les dégradations de notation de GM/Ford et le dénouement des transactions de corrélation en avril et mai. Plus tard dans l'année, les expositions aux sociétés en difficulté ont généré des rendements importants et ont bien terminé l'année 2005. Globalement, les portefeuilles « Crédit » ont terminé l'année en hausse autour de +8% net en dollar.

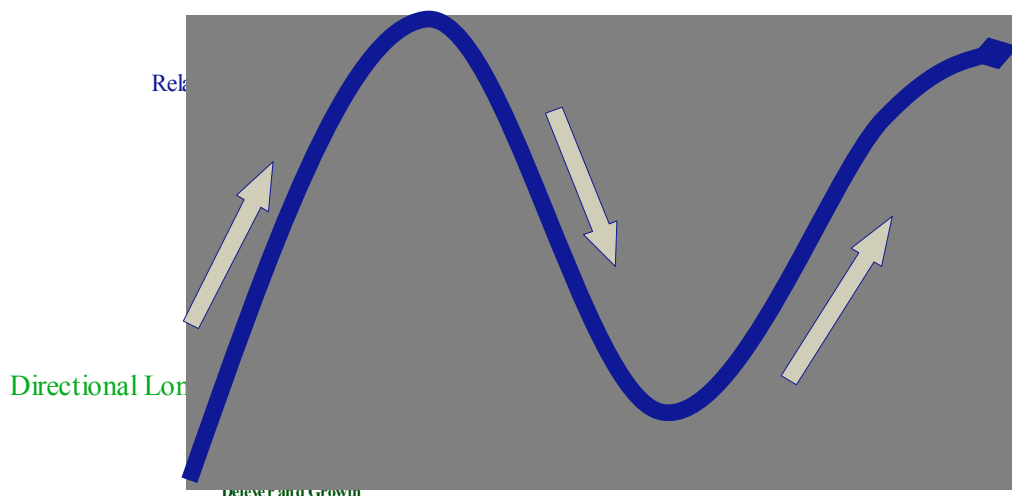
Une autre approche répandue, mais que nous avons évitée, était une allocation strictement short sur le crédit. L'incapacité à mesurer précisément le timing du marché n'est qu'un élément parmi d'autres expliquant pourquoi nous avons évité de recourir à cette possibilité. La raison essentielle est la suivante : le consensus était que les crédits devaient être long ou short dans le contexte de la structure de capital, qui s'étend des actions et obligations non garanties aux obligations/emprunts garantis. Ce consensus se reflète à travers une approche par la valeur relative dans les crédits d'investissement - les positions shorts sont toujours

relatives à d'autres parties de la structure de capital (cependant, les positions longues sur les sociétés en difficulté sont un cas à part).

Comparés aux gérants spécialisés en positions short sur les actions, les gérants short sur crédit offrent un type de rendement extrêmement différent : le potentiel de hausse est relativement freiné sur une période prolongée (et bien sûr, le risque de baisse n'est pas infini non plus), étant donné que les prix des obligations ne descendent généralement pas à zéro en quelques jours, grâce à la valeur de redressement. Les coûts associés à la vente à découvert de crédits (coût de l'emprunt, paiements de coupons) pourraient également être rébarbatifs si l'on maintenait les positions short.

Et maintenant : Où nous situons-nous dans le cycle de crédit ?

Nous avons posé la même question l'année dernière : « où en sommes-nous ? » Les sociétés sont plus endettées qu'il y a un an. Cependant, sans augmentation significative des taux de défaut, actuellement inférieurs à 2% contre une moyenne historique de 3,5%, une année aussi traumatisante que 2001 ou 2002 n'est pas en vue.



Ceci étant dit, le cycle de crédit est-il lentement en train de s'inverser ? Les premiers signes d'inquiétude ont été détectés dans certains secteurs tels l'automobile, les équipements automobiles, l'aéronautique et, plus récemment, les prêts hypothécaires. Quels sont les futurs secteurs concernés ? Plutôt que d'avoir une vue globale baissière, nous pensons qu'un œil averti tourné vers des choix sectoriels sera déterminant pour être gagnant en 2006.

Défi permanent

Comment trouver l'équilibre entre le risque d'effondrement et le risque de passer à côté de reprises ou de solidité continue ? On pourrait dire que nous nous approchons d'un point d'inflexion, mais avant que cela ne se produise, nous restons dans l'incertitude. Certains disent que vers la fin de l'année 2006, nous pourrions finalement connaître ce revirement. Mais nous ne cherchons pas à juger l'orientation et le timing du marché.

Un portefeuille « bar-bell » bien mis en place, la bonne combinaison entre positions offensives et positions défensives, est à notre avis la meilleure approche. Afin de surmonter une éventuelle « tempête du crédit » lorsque celle-ci interviendra, nous devons avant tout trouver les fonds adéquats, aux styles complémentaires, qui nous permettront de rester dans la course lorsque les événements se compliqueront et nous offriront le « luxe » d'attendre patiemment la prochaine vague d'opportunités.

De nombreuses opportunités en 2006

Chaque défi est source d'opportunités. Des « niches » attractives ont commencé à émerger, en particulier :

1. les crédits sur titres garantis par actifs financiers (*Asset Backed Securities*, ABS) sous la forme Credit Default Swaps sur ABS (CDS) ;
2. les CDS sur prêts hypothécaires ;
3. les crédits sur sociétés en difficulté dans le secteur aéronautique ;
4. les crédits sur titres garantis par hypothèques commerciales (*Commercial Mortgage Back Securities*, CMBS) en Europe ;
5. les prêts sécurisés et basés sur des actifs.

Objet d'une intense publicité durant l'été 2005, la transaction de corrélation CDO était sans aucun doute la stratégie la moins « attractive » de toutes. La transaction de corrélation opérera-t-elle un retour tranquille mais puissant lorsque personne n'y portera attention ? Cette probabilité ne doit pas être sous-estimée si les écarts de taux s'élargissent systématiquement sans beaucoup d'interférence de la part du risque idiosyncratique et de l'épuisement de la liquidité.

Les prêts bancaires peuvent être attractifs. Les nouvelles émissions ne vont pas ralentir étant donné la reprise des activités de financement consacrées aux participations privées (private equity) et aux transactions LBO. Une des préoccupations existantes est l'afflux de capitaux empruntés et la part croissante contrôlée par les hedge funds « Crédit », nombre d'entre eux n'ayant pas encore trouvé de financement approprié. La situation qu'a connu la stratégie d'arbitrage sur convertibles de 2001 à 2003 n'est pas une analogie parfaite, mais nous savons que cela s'est terminé par des larmes. La musique s'arrêtera-t-elle bientôt alors que la fête vient tout juste de commencer ?

Notre allocation privilégiée

Avec les défis et les opportunités, un portefeuille modèle doit allouer environ 50% dans des sous-stratégies défensives et 25% respectivement dans les opportunités sur sociétés en difficulté et les opportunités sur sociétés non-américaines. Pareilles allocations seraient moins sensibles au timing et à la direction du marché et les diversifications géographiques et stratégiques contribueraient à atténuer les pertes dans une situation de baisse du marché.

Ayant ceci à l'esprit, à ce stade du cycle, aucune allocation de crédit traditionnelle ne peut faire mieux qu'un portefeuille Long/Short Crédit bien structuré.