Les Echos
LE QUOTIDIEN DE L'ÉCONOMIE

PAYS : France
PAGE(S) : 15,32
SURFACE : 52 %
PERIODICITE : Quotidien

RUBRIQUE : Premiere page
DIFFUSION : 125172
JOURNALISTE : Sophie Rolland

► 29 mars 2016 - N°22159

Les Echos GESTION D'ACTIFS

ALLOCATION // La décision de la BCE, qui rendra bientôt les obligations des entreprises non financières éligibles à ses opérations de rachat, inquiète les investisseurs.

Les gérants redoutent la chute des rendements sur la dette d'entreprise

Sophie Rolland
srolland@lesechos.fr

Les dernières annonces de la Banque centrale européenne (BCE) ont a priori tout pour plaire aux gérants qui s'intéressent au marché du crédit. En élargissant sa politique d'assouplissement quantitatif (QE) aux obligations des sociétés non financières, la BCE s'est posée en acheteur en dernier ressort de la dette émise par les entreprises. *« La Banque centrale veut éviter que des niveaux de volatilité comme ceux de janvier-février n'empêchent les entreprises de se financer »*, décrypte Stanislas de Bailliencourt chez Sycomore AM. Message bien reçu : en tout, plus de 43 milliards d'euros d'obligations d'entreprises non financières de catégorie d'investissement ont été émises en mars (au 25 mars).

Et sur le marché secondaire, les primes de risque sont redescendues à leur niveau de début janvier. *« L'extension du programme a également eu des répercussions très positives sur la dette des sociétés financières et sur le compartiment du "high yield" »*, ajoute Ahmed Talhaoui, responsable de la stratégie des produits obligataires chez BlackRock. *« Dernièrement, tout le monde a eu tendance à descendre vers des types de titres plus risqués comme les crédits "fallen angels"* [qui viennent juste de basculer en catégorie spéculative, NDLR], *ou des titres hybrides, car ils profitent encore plus nettement du dernier rally »*, signale Julie Gualino-Daly, gérante « high yield » chez Edmond de Rothschild Asset Management. Opportunistes, les gérants se félicitent de ces belles performances. Bon nombre d'entre eux s'inquiètent néanmoins des modalités de mise en œuvre de ces rachats à partir de cet été. *« La mauvaise nouvelle est que la BCE risque d'assécher un marché qui n'en a vraiment pas besoin »*, pointe Philippe Berthelot, responsable de la gestion de taux chez NAM. *« Si l'on exclut les titres aux échéances les plus rapprochées, qui ne l'intéresseront probablement pas, l'univers éligible pour les rachats pourrait être assez réduit, de l'ordre de seulement 350 milliards d'euros. » « La plupart des investisseurs institutionnels ne sont pas vendeurs et l'action de la BCE risque de créer des distorsions de marché »*, renchérit Emmanuel Petit, directeur de la gestion obligataire chez Rothschild & Cie Gestion. La liquidité étant déjà réduite, du fait du désengagement des banques teneuses de marché, la plupart des gérants rapportent qu'acheter de la dette « corporate » lorsque le marché est haussier relève souvent du parcours du combattant.

Des craintes exagérées

Le marché primaire n'est pas beaucoup plus facile d'accès. *« Les gérants, qui passent des ordres sur des émissions de plus de 500 millions d'euros, ne reçoivent parfois que 20 % de ce qu'ils ont demandé »*, déplore Philippe Berthelot. *« L'action de la BCE risque par ricochet de renforcer cet effet rareté. »* Pour Stanislas de Bailliencourt, ces craintes sont toutefois exagérées. *« La BCE n'a vocation ni à distordre le marché ni à emmener le rendement des obligations de catégorie d'investissement à zéro ou en territoire négatif. »* En témoigne, selon lui, l'attitude pragmatique de l'institution sur la dette souveraine.

Reste à trouver la bonne stratégie dans un marché volatil et alors que les rendements du crédit de bonne qualité se réduisent comme peau de chagrin. Les alternatives aux obligations corporate classiques sont toutes plus complexes ou plus risquées. Chez Sycomore AM, où les fonds obligataires comprennent à la fois de la dette de catégorie d'investissement et du « high yield », *« la part de cash est désormais de 6 à 10 % alors qu'il y a quatre ans elle n'était que de 2 à 4 %. »* Si ce matelas est plus coûteux, *« il nous permet aussi de nous repositionner si besoin et de faire face à des demandes de rachat le cas échéant. »*

Le « roll down »,

Tous droits de reproduction réservés

Les Echos
LE QUOTIDIEN DE L'ÉCONOMIE

PAYS : France
PAGE(S) : 15,32
SURFACE : 52 %
PERIODICITE : Quotidien

RUBRIQUE : Premiere page
DIFFUSION : 125172
JOURNALISTE : Sophie Rolland

► 29 mars 2016 - N°22159

un grand classique

« A niveau de risque équivalent, nous favorisons le marché du crédit en dollar », déclare Olivier Debat, chargé de la stratégie d'investissement à l'Union Bancaire Privée. Même avec le coût de la couverture, l'opération reste très rentable. *« On peut espérer un rendement de 1,1 % pour de la dette en euro notée en catégorie d'investissement, que l'on peut améliorer de 0,9 % avec le "roll down", soit 2 % de rendement attendu au total. »* Le « roll down » consiste à jouer sur la pente de la courbe des taux et fait partie des grands classiques des gérants obligataires. *« Nous revendons, par exemple, un titre à 5 ans au bout d'un an avec une maturité résiduelle de quatre ans. Cela nous permet de profiter de la baisse du rendement ou, ce qui revient au même, de la hausse de son prix. Nous réinvestissons alors dans un nouveau titre à 5 ans »*, explique Olivier Debat. *« La dette d'entreprise en dollar nous apporte un rendement de 2,9 % plus un gain de "roll down" de 1 % et nous coûte 1,2 % en couverture, soit un rendement attendu de 2,7 %. »* Le principal risque est celui d'une remontée des taux. *« Il s'agit encore d'un risque très modéré, largement compensé par le différentiel de rendement entre les deux options »*, assure Olivier Debat.

Philippe Berthelot, chez NAM, investit également *« sur des obligations corporate en dollar* [couvertes] *en euro ». « Les CDS* [dérivés de crédit], *très liquides, sont utilisés comme substitut aux obligations corporate, mais il faut savoir gérer la corrélation avec le cash. »* ■

Tous droits de reproduction réservés

Les Echos
LE QUOTIDIEN DE L'ÉCONOMIE

PAYS : France
PAGE(S) : 15,32
SURFACE : 52 %
PERIODICITE : Quotidien

RUBRIQUE : Premiere page
DIFFUSION : 125172
JOURNALISTE : Sophie Rolland

► **29 mars 2016 - N°22159**

Rendement des obligations d'entreprise

Indices iBoxx, en %

« LES ÉCHOS » / SOURCE : MARKIT, SG CROSS ASSET RESEARCH

Tous droits de reproduction réservés