



## FINANCE & MARCHES

**INTERVIEW // ROSE OUAHBA** Responsable équipe taux chez Carmignac

### « Nous sommes pessimistes sur la dette allemande »

Propos recueillis par  
**Guillaume Benoit**  
@gb\_eco

**L'année 2018 s'annonce charnière pour le marché obligataire. Quelle stratégie allez-vous adopter ?**

Notre première conviction, c'est que nous sommes pessimistes sur les taux d'intérêt allemands. Nous avons pensé que la croissance allait suffire à faire renaître une anticipation d'inflation, poussant les investisseurs à exiger des rendements plus élevés. Mais avec un très grand acheteur insensible aux prix des obligations, la Banque centrale européenne, cette hausse ne s'est pas produite. Or, l'année prochaine, avec le retrait progressif de la BCE, le marché de la dette va être à nouveau dans les mains des porteurs privés.

**Que risque-t-il de se passer ?**

La question est de savoir ce que les investisseurs vont demander comme compensation pour prêter de l'argent à l'Etat allemand. A minima, l'achat d'une obligation doit protéger contre l'érosion monétaire. Avec une croissance de 2,2 % en Allemagne, une inflation à 1,8 % et des taux d'intérêt à 0,30 %, ce n'est pas le cas. Pour des raisons de gestion des risques et d'opportunités, nous allons continuer à nous désengager de la dette allemande.

**Et la dette française ?**

Le président Macron met en place les réformes que les investisseurs attendent. Mais la dette française est très corrélée à la dette allemande. Si les taux remontent outre-Rhin, ils devraient également remonter en France. Même si, cette



**Pour Rose Ouahba, les taux offerts par la dette allemande sont beaucoup trop faibles.** Photo Thomas Samson/AFP

fois-ci, ce n'est pas en raison d'un risque pays plus important.

**Y a-t-il encore des dettes d'Etat attractives en Europe ?**

Oui. Sur certains Etats périphériques, nous voyons une possible baisse des taux d'intérêt et donc des gains en termes de plus-value. En Italie, les élections à venir ne nous inquiètent pas outre mesure. Nous allons bien sûr les suivre de près, mais il nous semble que le Mouvement 5 étoiles devrait difficilement obtenir une majorité suffisante pour entreprendre une véritable action antieuropéenne. Quant au Portugal, il bénéficie d'un regain de flux depuis les améliorations de sa notation.

**Quel est votre sentiment sur la dette grecque ?**

Nous sommes repassés à l'achat sur la dette grecque depuis le début de l'année. D'autant que le récent échange de dette qui a réduit le nom-

bre de souches de vingt à cinq nous offre plus de liquidité et nous a permis d'allonger nos engagements. En outre, ce qui est intéressant, c'est que tant la Grèce que le Portugal ne bénéficient pas, ou peu, du programme

« Sur certains Etats périphériques, nous voyons une possible baisse des taux, et donc des gains en termes de plus-value. »

d'achat de la BCE. Ils devraient donc être moins touchés par le débouclage de ce programme ou du moins de la réduction d'achats.

**Vous vous attendez à une forte réaction des marchés face à la réduction de l'intervention de la banque centrale ?**



Ce qui est certain, c'est qu'il y aura une moindre force de rappel lors des épisodes de volatilité. Après, les effets de réduction de la liquidité apportée par une banque centrale sont souvent décalés dans le temps, de façon plus ou moins importante. Pour la volatilité, c'est quatre à cinq mois. Pour les spreads – la prime de risque demandée par les investisseurs pour prêter aux entreprises plutôt qu'à l'Etat – c'est douze mois. Ce changement de politique de la BCE et de la Réserve fédérale va donc se diffuser tout au long de l'année.

#### **Quelles sont les conséquences pour les obligations d'entreprise ?**

Le problème, c'est qu'aujourd'hui il n'y a plus vraiment de prime de risque. En cas d'accident, une

remontée des taux allemands de 30 ou 40 points de base, cela va se transmettre aux titres d'entreprise. Et leur valeur va devenir négative, ce qui pourrait entraîner des mouvements de vente.

#### **Vous n'achetez donc pas de titres sur ce segment ?**

Nous sommes très prudents. Nous pouvons acheter quand il y a des opportunités, comme avec Altice, mais sinon nous avons plutôt tendance à sortir. En revanche, nous sommes restés sur des segments non achetés par la BCE comme la dette bancaire subordonnée. Les efforts des autorités européennes pour réduire les prêts non performants dans le bilan des banques ont créé un climat de confiance pour les acheteurs de cette classe d'actifs. Nous nous positionnons également sur les crédits structurés (CLO). ■