

# A maux découverts

**OBLIGATIONS.** Les échéances des covered bonds s'allongent.

GIANNI PUGLIESE

Un segment du marché de crédit européen jugé très sûr devient plus risqué. Les maturités des obligations sécurisées libellées en EUR - covered bonds en anglais - nouvellement émises atteignent en moyenne presque 8 ans et sont les plus longues observées depuis 2001 (Bloomberg). Généralement très bien notées par les agences de crédit, elles ont été parmi les premières obligations, après les emprunts souverains, à offrir des rendements inférieurs à 0%, grâce au programme d'achat de la BCE. Cela provoque l'inquiétude de nombreux spécialistes car, à ce niveau, une hausse des rendements peut impliquer des pertes importantes. Ceci car les obligations récemment émises ont des durations plus longues qui les rendent plus vulnérables. Pour rappel, la durée permet de mesurer la sensibilité du prix d'une obligation par rapport à une variation des taux d'intérêt. Plus cette dernière est longue, plus la perte sera importante en cas de hausse des rendements.

## Vers la fin d'un soutien de taille

Par exemple, la durée moyenne de l'Euro Covered Bond Index de BofAML est de 4.72 (durée modifiée) pour un coupon et un rendement moyens de 1.85% et 0.21% (au 11/05). Une augmentation de 50pb de rendement à 0.71% équivaudrait à une perte d'environ 2.35% sur la position. Depuis le début de l'année, la rentabilité totale de l'indice est de +0.16%, chiffre qui ne résistera probablement pas à des rendements plus hauts. Si ce dernier scénario se confirme, ce serait la première perte de l'indice constatée en 17 ans.

Le fait que l'activité économique européenne montre des signes encourageants de reprise nourrit les anticipations du marché sur une fin prochaine des mesures d'assouplissement quantitatif de la BCE. Un soutien de taille disparaîtrait et les rendements augmenteraient. Selon le consensus Bloomberg, le Bund à 10 ans, ac-

LEURO COVERED BOND  
INDEX DE BOFAML RISQUE  
DE SUBIR SA PREMIÈRE

PERTE DEPUIS 17 ANS.

tuellement à 0.41%, pourrait grimper à 0.73% d'ici fin 2017; soit une perte potentielle de 2.55% en terme de rentabilité totale. Cela dit, des rendements plus élevés devraient inciter également certains investisseurs à revenir sur le marché lorsqu'ils estimeront le niveau assez attractif.

## Pool d'actifs sécurisant

Les obligations sécurisées recherchées car bien que semblables aux obligations classiques, elles comportent une amélioration importante: le recours à un pool d'actifs qui sécurise ou couvre l'obligation si l'émetteur devient insolvable. C'est pourquoi elles sont souvent bien notées par les agences de crédit. Mais si le risque de crédit est solide, le risque de durée est incontestable pour ceux qui ont souscrit aux émissions les plus récentes. Une manière de limiter ce dernier consistait à se positionner sur d'anciennes émissions avec des échéances à 5 ans maximum et des coupons plus conséquents.

\* *Mirabaud*