

# D&O L'AGEFI

Supplément publié dans  
l'édition de L'AGEFI ALPHA  
du 27 novembre 2025

## LES NOUVEAUX ENJEUX DE LA GESTION OBLIGATAIRE

■ L'OBLIGATAIRE EN ROUTE VERS  
UNE NOUVELLE NORMALITÉ

■ CRÉDIT : L'ATTRAIT DU PORTAGE

■ VIVE LA GESTION FLEXIBLE !



Éléonore  
BUNEL

Directrice de la gestion  
des taux

**LAZARD**  
FRÈRES GESTION



Alexandre  
CAMINADE

Directeur des gestions taux  
souverains, émergents et  
aggregate

**Ostrum**  
ASSET MANAGEMENT



Emmanuel  
PETIT

Associé-gérant et responsable  
de la gestion obligataire

**Rothschild & Co**  
Asset Management



Violaine  
de SERRANT

Directrice France,  
Belgique & Luxembourg

**BNY | INVESTMENTS**



Alban  
TOURADE

Directeur de la Gestion Crédit

**Ofi invest**  
Asset Management

# RETOUR À LA NORMALE OU NOUVELLE NORMALITÉ ?

**Finis les taux zéro ! Depuis 2022, la classe d'actifs obligataire a retrouvé ce qui fait son sel : le portage lié au versement de coupons significatifs, élément majeur de sa vertu défensive. Pour autant, dans un environnement où l'incertitude reste grande, les gérants spécialisés doivent scruter l'horizon et bien choisir quelles voiles hisser pour naviguer au mieux.**

**L'**année 2022 fut violente pour la classe d'actifs, mais la violente remontée des taux a mis fin à une période totalement atypique, celle où les taux directeurs étaient voisins de zéro, voire nuls en zone euro. Peut-on parler d'un retour à la normale ou prend-on plutôt le chemin d'une nouvelle normalité ? « C'est un peu les deux à la fois, répond Emmanuel Petit, associé-gérant et responsable de la gestion obligataire chez Rothschild & Co Asset Management. Nous revenons à une

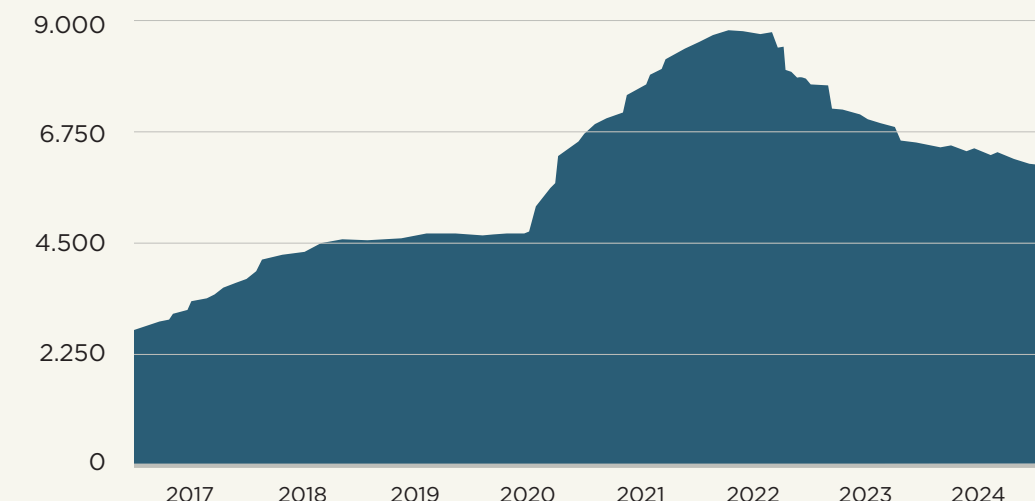
*période où les banques centrales sont moins présentes. Les Etats ont pu se financer à des niveaux artificiellement tirés vers le bas, ce qui leur a permis de laisser filer leur endettement et leur déficit. Aujourd'hui, les investisseurs sont plus exigeants sur le prix, les taux remontent, c'est un retour à la normale. Mais ce qui est nouveau, c'est le niveau de dette des Etats, sans commune mesure avec ce qu'il était avant la période des taux bas. »*

L'endettement des Etats a explosé partout et les déficits publics peuvent sembler hors de contrôle

aux Etats-Unis ou en France, ce qui sera un vrai défi pour le long terme, mais la tendance touche aussi les pays plus vertueux. « Même les pays traditionnellement rigoureux sur le plan budgétaire, comme l'Allemagne, voient leur trajectoire d'endettement s'infléchir sensiblement avec une dette qui devrait dépasser 80 % du PIB d'ici 2029. Le Japon, de son côté, semble assouplir sa discipline budgétaire. Cela illustre une tendance globale : les Etats n'ont plus les marges de manœuvre d'autrefois et doivent désormais arbitrer entre soutien à la

## LA BCE CONTINUE À RÉDUIRE LA TAILLE DE SON BILAN

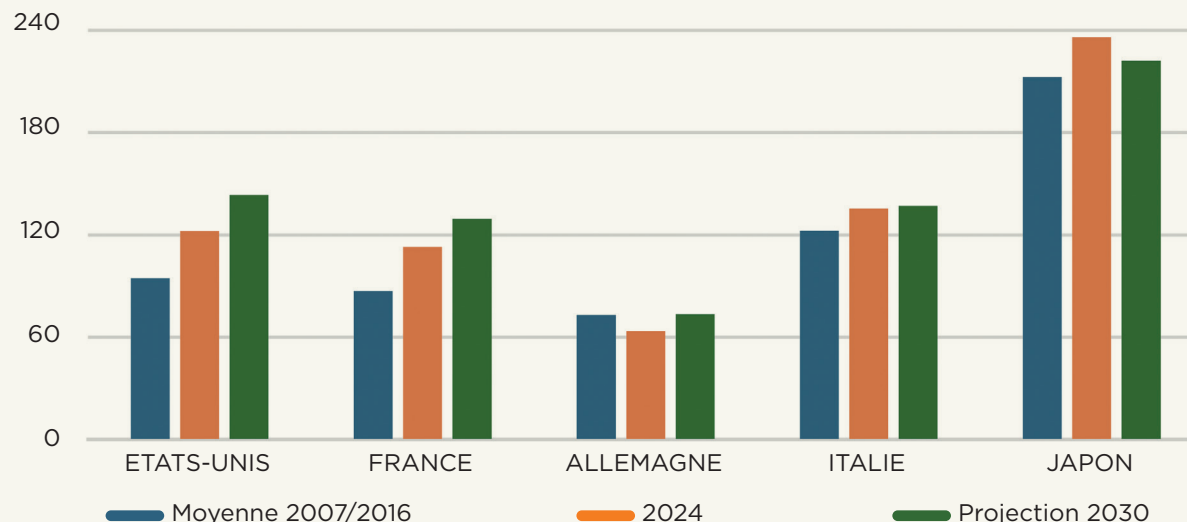
Le bilan de l'Eurosystème, qui regroupe la Banque centrale européenne et les banques centrales nationales des pays de la zone, poursuit sa décrue, manifestant le fait que l'autorité monétaire sort de ses mesures non conventionnelles pour se concentrer sur son outil classique : les taux d'intérêt.



En milliards d'euros. Source : BCE

## LA DETTE PUBLIQUE : UNE PROBLÉMATIQUE MONDIALE

Dettes brutes sur PIB, en %.



Source : FMI, perspectives économiques mondiales, octobre 2025

*croissance et soutenabilité de la dette.* », poursuit Emmanuel Petit.

Si ce nouvel environnement ne ressemble pas exactement à la période d'avant les taux zéro, il a certainement pour avantage le retour à une certaine rationalité. « *La politique des banques centrales ne s'opère plus aujourd'hui que par les taux directeurs et ce n'est pas plus mal* », estime Alban Tourrade, directeur de la gestion crédit chez Ofi Invest Asset Management. Reste à savoir si ce retour à l'orthodoxie est définitif. En réalité, rien n'est inscrit dans le marbre. « *Si les marchés obligataires souverains devenaient dysfonctionnels, on peut s'attendre à un retour de l'interventionnisme des banques centrales, qui n'hésiteraient pas à stabiliser le marché en se lançant dans un nouveau 'quantitative easing' si nécessaire*, anticipe Violaine de Serrant, directrice France, Belgique et Luxembourg de BNY Investments. *La nouvelle normalité ne nous met pas à l'abri d'un retour de mesures exceptionnelles.* »

Mais pour l'heure, l'arsenal « non

conventionnel » des banques centrales reste au placard. « *Les banques centrales sont entrées dans une phase de réduction de leur bilan : si la Fed termine son 'quantitative tightening', la Banque centrale européenne (BCE) le poursuit. Il y a donc moins de distorsion induite par les achats mécaniques des banques centrales pendant la période du quantitative easing, notamment sur le crédit en zone euro, puisque le programme d'achat d'actifs de la BCE portait aussi sur des obligations d'entreprises. Désormais, en l'absence d'un acheteur de dernier ressort, les cours reflètent davantage les fondamentaux, ce qui est la fonction d'un marché* », note Alexandre Caminade, directeur des gestions taux souverains, émergents et aggregate chez Ostrum Asset Management. Un retour de l'offre et de la demande plutôt salutaire qui influe sur les forces en présence. « *Le paysage des investisseurs a évolué sous l'influence de cette moindre présence des banques centrales. On voit revenir vers les marchés de taux des acteurs qui étaient moins présents dans la période précédente, en particulier*

*les hedge funds, très actifs sur les dettes souveraines* », constate Alexandre Caminade.

Les valorisations se normalisent, mais le constat fait par les professionnels peut être différent selon le type de marché obligataire : dette gouvernementale ou crédit. « *Le marché fait à nouveau la distinction parmi les émetteurs souverains entre les bons et les moins bons élèves, ceux qui vont émettre des montants plus ou moins importants, ceux qui gèrent plus ou moins bien leurs déficits, précise Alban Tourrade. Sur la partie taux, on peut réellement parler de normalisation. C'est peut-être un peu moins le cas sur la partie crédit, dans le sens où le marché semble plus refléter des facteurs techniques – à savoir des flux entrants très importants vers la classe d'actifs depuis fin 2022 – que la qualité intrinsèque des crédits.* »

Les marchés obligataires ont retrouvé de l'intérêt avec le retour du rendement, mais le monde d'après les taux bas n'est pas le monde d'avant et la visibilité n'est pas exactement au rendez-vous. ■





# UN RETOUR DE LA VOLATILITÉ

**D**es Etats considérés comme les émetteurs les plus fiables et des entreprises empruntant à des taux plus élevés : la logique reste vraie dans le nouvel environnement. Cependant, les hiérarchies vacillent. « Nous avons constaté depuis 18 mois un changement de paradigme, expose Alexandre Caminade. Le marché le plus liquide de la zone euro en matière de dette souveraine, à savoir la France, suscite la défiance des investisseurs depuis la dissolution de 2024, occasionnant une volatilité du spread par rapport à l'Allemagne. Passé de 47 points de base en juin 2024 jusqu'à un sommet de 90 points environ, il a été suivi d'une dégradation de la note de Standard & Poor's, attendue, mais surprenante par son timing anticipé. » Quant à l'Allemagne,

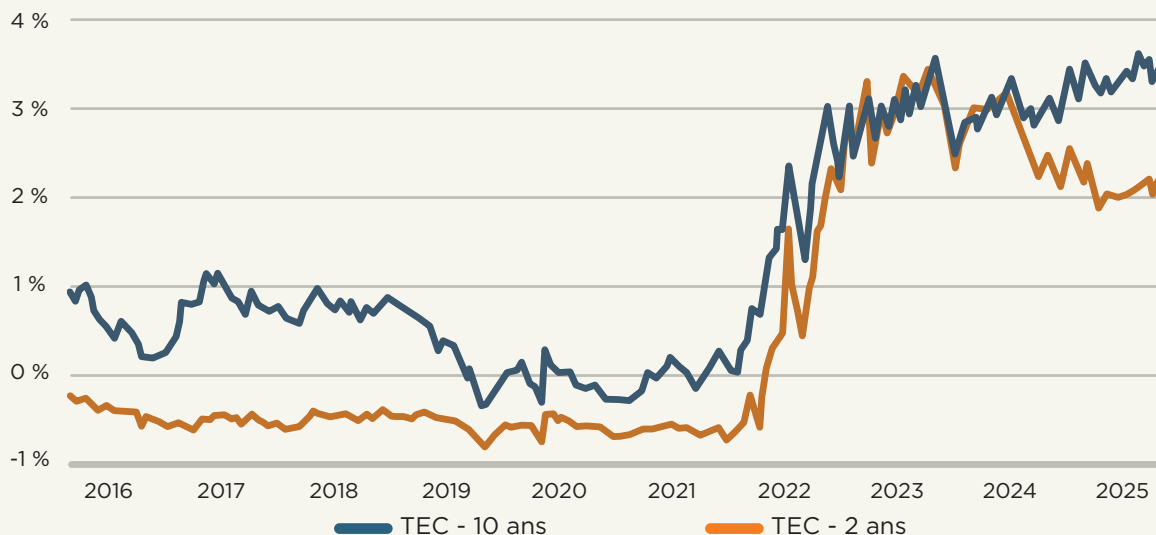
modèle du bon élève européen en matière budgétaire, elle voit aussi son statut changer quelque peu. « L'Allemagne a fait évoluer son orthodoxie financière et s'est résolue à engager un programme de dépenses en matière d'infrastructures et de défense, au prix d'une augmentation de son déficit et d'une forte hausse de ses émissions de dette en 2026, explique Alexandre Caminade. En parallèle, l'Italie, la Grèce, le Portugal ou l'Espagne apparaissent comme de bons élèves. Cette dynamique favorable sur les pays périphériques constitue un changement notable par rapport à la crise de 2011. »

Ces zones tectoniques mouvantes contribuent à un regain de la volatilité. « Pendant une dizaine d'années, avec les taux bas et le quantitative easing, elle s'était retrouvée écrasée. Elle

revient aujourd'hui, non seulement du fait de la moindre activité des banques centrales, mais aussi à cause de la montée des risques économiques, politiques, voire géopolitiques, observe Eléonore Bunel, directrice de la gestion obligataire chez Lazard Frères Gestion. Il est possible que la volatilité soit exacerbée dans les mois à venir. » De là à faire basculer les certitudes ? « Dans les périodes de volatilité des marchés, les dettes allemande et américaine servent traditionnellement d'actifs refuges, rappelle Alexandre Caminade. On peut se poser la question de savoir si on n'a pas intérêt à diversifier ses investissements vers des émetteurs du marché du crédit très bien notés, très peu volatils et offrant des fondamentaux solides plutôt que d'aller systématiquement se réfugier vers la dette gouvernementale présen-

## LES TAUX FRANÇAIS SE SONT REPENTIFIÉS DEPUIS UN AN

À la mi-2024, la courbe des taux français était encore très plate, avec un écart de seulement 0,15 % entre le 2 ans et le 10 ans. Depuis, le taux 10 ans s'est légèrement tendu, ce qui reflète une certaine inquiétude sur la soutenabilité de la dette française, mais le 2 ans a nettement reflué, d'où la nette repentification de la courbe.



Source : Banque de France, MTS France (MTS)

*tant des trajectoires financières moins favorables.* »

Le crédit donne aux investisseurs une impression de sécurité, qualité que les obligations d'État méritent moins qu'avant. Mais attention : la volatilité est elle-même volatile ! « Le crédit a beau être considéré comme moins volatil aujourd'hui que les taux, lorsqu'on observe vraiment un gros stress de marché, comme on l'a vu récemment avec le retour des craintes sur les banques régionales américaines, on continue de voir les investisseurs se tourner vers la dette américaine ou le Bund allemand, tandis que les spreads de crédit s'écartent, relève Eléonore Bunel. On a d'ailleurs vu le taux 10 ans allemand refluer vers 2,6 % alors que beaucoup imaginaient le voir grimper à 2,8 % ou 2,9 % d'ici la fin

2025. » Mais le niveau d'endettement public élevé à l'échelle mondiale ne va pas s'évanouir de sitôt et crée une pression constante sur les besoins de financement publics. « La France, en particulier, se distingue par une trajectoire budgétaire préoccupante. Le phénomène de pentification des courbes de taux reflète une inquiétude croissante des investisseurs face à la soutenabilité des finances publiques. Le véritable enjeu sera de savoir à quel moment le marché cessera de considérer la dette souveraine comme un actif refuge », estime Emmanuel Petit.

Les remous dans les eaux de l'obligataire ne sont sans doute pas passagers. « Certes, la volatilité est parfois revenue de manière brève, comme lors de la crise du Covid-19, mais elle

*pourrait désormais se manifester de manière plus durable. Le resserrement continu des spreads depuis trois ans sur le crédit appelle notamment à la vigilance* », prévient Eléonore Bunel.

Le crédit pourrait ainsi être une sorte de victime collatérale. « La volatilité à venir sur les marchés obligataires trouve son origine dans les tensions sur les dettes souveraines, mais les actifs de crédit ne seront pas épargnés, juge Emmanuel Petit. Dans ce contexte, les investisseurs pourraient être tentés de se repositionner sur les segments les plus sûrs. La complexité actuelle de la gestion obligataire réside dans la coexistence de forces opposées : des pressions haussières sur les taux, mais aussi des facteurs pouvant justifier leur repli. » La vigilance des gérants est de mise. ■



## PLUS DE LISIBILITÉ EN EUROPE QU'AUX ÉTATS-UNIS

**U**ne dette très élevée, une inflation qui reste loin de la cible de la banque centrale et un marché de l'emploi perturbé par la politique migratoire de Donald Trump : pas facile pour les gérants obligataires de lire le marché obligataire américain. « Aux Etats-Unis, le manque de visibilité économique est accentué par les signaux contradictoires envoyés par la nouvelle administration et par une politique monétaire prise en étau entre inflation persistante et dégradation du marché de l'emploi. Le raccourcissement de l'horizon de refinancement de la dette américaine rend le marché plus sensible aux mouvements liés aux taux courts », analyse Emmanuel Petit. Ce contexte d'incertitude persistante justifie une certaine prudence des investisseurs. « A moyen terme, nous pensons qu'il y a un potentiel de déception sur la partie courte des taux américains, indique Alban Tourrade. Les anticipations de baisses de taux sont sans doute trop ambitieuses, ce qui peut amener à une correction sur le 2 ans. A long terme,

nous voyons aussi des risques sur les taux 10 ans, mais en attendant, leur rendement à ce jour est voisin de 4 %, ce qui constitue un portage significatif. A un horizon de 12 mois, nous anticipons plutôt un léger aplatissement de la courbe américaine. »

Chez BNY Investments, la tonalité sur les Etats-Unis est plus positive et c'est au contraire une pentification de la courbe que l'on attend. « Nous sommes assez optimistes sur la dette américaine à court et moyen terme, fait savoir Violaine de Serrant. Nous anticipons une poursuite de la baisse des taux sur les maturités les plus courtes. Nous pensons que c'est plutôt par cette baisse qu'on observera une pentification des taux américains. » Vu de ce côté de l'Atlantique, il y a une autre incertitude : la trajectoire à venir du change euro/dollar, après le violent décrochage du billet vert cette année. « Nous anticipons que les investisseurs européens vont continuer à couvrir le risque de change de leur exposition aux actifs libellés en dollars, ce qui devrait maintenir une pression baissière sur cette devise, poursuit Violaine de Serrant. Mais dans le cadre de portefeuilles globaux, nous avons tendance à surpondérer l'Europe. » Cette préférence pour le Vieux Continent est partagée par d'autres investisseurs. « La situation européenne est

plus lisible, avec une inflation qui a atteint la cible de la banque centrale. Une baisse supplémentaire des taux de la BCE est possible mais pas certaine, considère Eléonore Bunel. Dans le contexte actuel, il faut être très sélectif et nous privilégions la zone euro aux Etats-Unis. Un fort ralentissement économique se profile outre-Atlantique alors que l'Europe semble mieux tenir. » Sur les taux européens, il y a deux éléments principaux à observer : la politique monétaire sur la partie courte et la prime de terme sur la partie longue. « La partie courte de la courbe est assez bien ancrée par la bonne lisibilité de la politique monétaire de la BCE sur les 12 mois à venir, estime Alexandre Caminade. La prime de terme va évoluer sous l'influence de déterminants comme le plan de relance allemand ou la réforme des fonds de pension néerlandais, mais on voit que la volatilité implicite sur le Bund, après avoir connu des niveaux très élevés entre 2022 et mi-2025, a énormément baissé, revenant sur des niveaux en ligne avec ce qu'on observait auparavant. » Les échéances intermédiaires semblent porteuses. « En investissant dans la partie intermédiaire des courbes souveraines, on arrive à trouver du portage intéressant sur certaines zones comme l'Espagne et l'Italie », note Eléonore Bunel. ■

# RENDEMENT VS SPREADS : LE PARADOXE DU MARCHÉ DU CRÉDIT

**A**lors que la santé financière des Etats préoccupe plus que celle des entreprises, les obligations corporate séduisent forcément par le *spread* de crédit – c'est-à-dire le surplus de rendement – qu'elles apportent aux investisseurs, mais ceux-ci sont confrontés à une sorte de paradoxe. « *Sur le crédit, les rendements restent attractifs, mais les spreads de crédit sont au plus bas depuis une quinzaine d'années. A chaque épisode de volatilité, on les voit s'écarter pendant quelques jours puis se resserrer à nouveau* », résume Alban Tourrade. Les investisseurs sont ainsi partagés entre le côté attrayant de la classe d'actifs et le risque qu'elle subisse en premier lieu un accès de nervosité du marché. « *Il est intéressant de prendre de la hauteur et de comparer le rendement du crédit investment grade avec le rendement des actions*, observe Eléonore Bunel. *En Europe, les deux sont en ligne et, aux Etats-Unis, le rendement des obligations d'entreprises investment grade est même supérieur à celui des actions.* » De quoi justifier l'intérêt du crédit *investment grade*. De plus, les éléments techniques restent favorables au crédit. « *Même si les spreads de crédit sont dans une fourchette basse en Europe comme aux Etats-Unis, le crédit investment grade continue à avoir des acheteurs naturels, en la personne des investisseurs institutionnels, tant que le rendement offert est de l'ordre de 3 %* », remarque Violaine de Serrant. « *Le crédit bénéficie de fondamentaux solides et d'une volatilité bien inférieure à celle*

*des taux souverains, ce qui renforce son attractivité. Les flux entrants témoignent de l'intérêt des investisseurs, mais le marché primaire peine à répondre à cette demande, restant en deçà des niveaux historiques* », ajoute Emmanuel Petit. Et le marché du crédit *investment grade* est une classe d'actifs charnière, ce qui le rend incontournable dans les allocations. « *Un argument en faveur du crédit est le niveau élevé des marchés d'actions*, poursuit Violaine de Serrant. *Dans une allocation globale, une allocation au crédit investment grade a un vrai rôle à jouer en matière de diversification, le high yield étant, lui, plus corrélé aux actions.* » Alban Tourrade résume la situation en ces termes : « *Sur le marché du crédit, nous sommes constructifs par défaut. Les rendements – 5,5 % en moyenne sur le crédit spéculatif à haut rendement dit high yield et 3 % sur l'investment grade – sont certes historiquement intéressants, même si on n'est pas sur les pics enregistrés en 2022. En tant qu'allocataire, il est difficile de mettre de côté le crédit. Mais si on se met du côté du gérant de cette classe d'actifs, il y a une certaine schizophrénie entre, d'un côté, l'attrait de tels rendements et, de l'autre, l'inquiétude légitime devant des spreads proches des niveaux les plus bas depuis quinze ans.* » Ce n'est pas parce qu'on ne voit aucun nuage à l'horizon que le beau temps durera éternellement. « *On ne voit pas encore de catalyseur qui justifierait un fort écartement des spreads, mais la situation actuelle requiert de la prudence dans la construction des portefeuilles* », avertit Alban Tourrade.

En attendant, le marché du crédit est la poche qui permet de bénéficier d'un rendement significatif. « *Le marché du crédit reste porté par une logique de portage, rappelle Emmanuel Petit. Les rendements sont historiquement attractifs : autour de 3 % sur l'investment grade, un niveau inédit depuis plus d'une décennie, et près de 4,7 % sur le high yield hors CCC. Ce niveau de rémunération permet d'absorber une part de volatilité et même certains défauts. Et le rendement reste le nerf de la guerre. Dans un environnement de taux élevés, une prudence excessive peut rapidement devenir pénalisante.* » En définitive, le surplus de rendement offert par le marché du crédit est une sorte de « *buffer* » capable d'amortir les chocs. « *Nous privilégions les marchés de crédit aux marchés de taux*, atteste Violaine de Serrant. *Plus que le spread, c'est le rendement global que nous regardons. Le crédit offre en quelque sorte un potentiel de rendement asymétrique : le marché est capable d'encaisser une hausse significative des taux ou des spreads avant que les investisseurs ne commencent à perdre de l'argent.* » Un autre facteur rassurant est que l'évolution du taux sans risque et celle des spreads suivent des logiques différentes. « *En règle générale, les deux ne sont pas corrélés, sauf réelle situation de crise souveraine*, explique Violaine de Serrant. *Ainsi, en cas de ralentissement économique prononcé, les spreads de crédit auraient certes tendance à s'écarter, mais on pourrait voir en parallèle une détente des taux souverains.* » Avec un effet de compensation à la clé. ■



## LA GESTION FLEXIBLE : PRÉFÉREZ LE 4X4 QUAND LE TERRAIN EST MOUVANT

**A** partir de la fin 2022, quand la gestion obligataire a fait son grand retour, notamment auprès de la clientèle privée, une solution d'investissement est revenue au goût du jour : les fonds datés, permettant de cristalliser le rendement offert en instantané par le marché à une échéance donnée. « Nous avons été un gros acteur des fonds datés : en 2022-2023, il n'y avait pas à se poser de questions. Ces stratégies étaient très demandées par nos clients, plutôt faciles à expliquer et les rendements étaient très intéressants, relate Alban Tourrade. C'est un peu moins vrai aujourd'hui : les rendements nets des frais de gestion sont moins attrayants pour une clientèle de particuliers et les fonds datés entrent plus en concurrence avec les contrats en euros, sans bénéficier de la garantie en capital. Ils demeurent néanmoins pertinents en termes de diversification et il ne faut pas les écarter : ce sont des fonds de contexte, qui peuvent redevenir intéressants en cas d'écartement des spreads. » Ils peuvent notamment avoir un sens sur la partie risquée du marché du crédit. « Les fonds datés impliquent un risque de timing porté par l'investisseur. Leur lancement doit être opportuniste, en réponse à une configuration de marché claire. Sur le high yield, un rendement autour de 5 % permet d'absorber une partie des

chocs, ce qui en fait une option encore pertinente dans certains cas », souligne Emmanuel Petit.

Le handicap de ces fonds datés réside dans des contraintes de gestion assez strictes : ce ne sont pas les chaussures que les gérants souhaitent avoir au pied en prévision d'un terrain possiblement accidenté. « Les stratégies flexibles offrent davantage de leviers pour générer de la performance que les fonds datés, dont la marge de manœuvre est structurellement limitée. Notre approche repose sur une allocation dynamique sur l'ensemble des courbes de taux des pays de l'OCDE, en combinant dette souveraine, crédit et arbitrages : c'est une véritable boîte à outils, particulièrement adaptée à l'environnement actuel », dépeint Emmanuel Petit. Alban Tourrade abonde dans le même sens. « La période actuelle appelle à plus de dynamisme dans l'allocation, affirme-t-il. Il faut pouvoir se couvrir quand le besoin se fait sentir, ce qui est plus difficile sur des fonds benchmarkés. Les approches de performance absolue ont tout leur sens dans la gestion obligataire, particulièrement sur la partie crédit où la flexibi-

lité crée de la valeur sur le long terme, pour peu que l'on s'appuie sur une équipe de gestion qui possède l'expérience de cette gestion non contrainte. »

L'univers obligataire comprend de nombreux segments : autant en profiter. « Dans le contexte actuel, il faut être réactif et flexible pour être capable de saisir les opportunités où elles se trouvent, constate Alexandre Caminade. Travailler sur un univers d'investissement aussi large que possible est un atout. Nous avons ainsi des stratégies 'total return' allant puiser dans un univers mondial incluant high yield, investment grade et même dette émergente : cela nous a permis cette année de saisir de belles opportunités, notamment sur la dette brésilienne en devise locale. Nous pouvons aussi naviguer sur les différentes courbes de taux au niveau mondial, que ce soit l'Australie, le Royaume-Uni, les Etats-Unis ou la zone euro. Nous observons de temps en temps des décorrélations intéressantes à exploiter dans le portefeuille. » Et la flexibilité de gestion peut aller très loin. « Avoir la possibilité d'être en duration positive ou négative est intéressant, ce qui passe évidemment par l'usage de nombreux



## LES INVESTISSEURS SE TOURNENT VERS LES STRATÉGIES OBLIGATAIRES FLEXIBLES

### LES CINQ CATÉGORIES DE FONDS OBLIGATAIRES QUI ONT LE PLUS COLLECTÉ AU TROISIÈME TRIMESTRE 2025...

Obligations internationales flexibles, couvertes en dollars US	16,1
Autres obligations	10,9
Obligations internationales flexibles	6,4
Obligations d'entreprises en dollars US - court terme	6,4
Obligations internationales - marchés émergents	6,4



Au troisième trimestre, les investisseurs européens ont délaissé les obligations américaines, en particulier le segment *corporate*, pour se positionner fortement sur les stratégies flexibles internationales.

Flux nets, en milliards d'euros

Source : Morningstar. Fonds ouverts et ETF européens

### ... ET LES CINQ CATÉGORIES QUI ONT LE PLUS DÉCOLLECTÉ

Obligations internationales indexées à l'inflation	-0,4
Obligations d'Etat en dollars US	-0,4
Obligations d'Etat internationales, couvertes en euros	-0,4
Obligations d'entreprises en livres sterling	-2,3
Obligations d'entreprises en dollars US	-3,9

*instruments dérivés pour pouvoir exprimer nos vues de marché* », indique Alexandre Caminade.

La notion de flexibilité doit cependant se conjuguer avec des besoins différents d'un investisseur à l'autre. « Nous avons toute une gamme de fonds *absolute return* avec lesquels nous nous autorisons de larges marges de manœuvre, explique Eléonore Bunel. Cela peut s'exprimer dans des stratégies globales capables de se mettre en *duration* négative et de chercher des expositions un peu partout dans le monde, mais nous avons aussi un fonds plus court terme, avec des marges de manœuvre plus restreintes, ce qui répond à une demande de clients ayant une préférence pour des stratégies moins volatiles. » Disposer de marges de manœuvre est d'autant plus important lorsque l'univers de gestion de départ est source

d'une exposition particulièrement forte au risque de *duration*. « Nous proposons aussi des fonds *absolute return* plus focalisés, comme une stratégie *'green bonds'*, ajoute ainsi Eléonore Bunel. Cette approche a une utilité particulière dans cet univers, où la maturité moyenne des émissions est très longue, ce qui s'est traduit par une sous-performance marquée en 2022. Nous avons aussi une approche flexible sur un fonds essentiellement investi en obligations d'Etat, la flexibilité permettant ici de compenser l'inconvénient de ne pas avoir le portage lié au crédit. Il est important de pouvoir répondre à différentes demandes avec des approches de performance absolue : actuellement, la volatilité s'observe plutôt sur les taux mais nous ne sommes pas à l'abri de la voir revenir sur le crédit. Cela est arrivé en 2020 et en 2022 et de manière plutôt violente : il faut

se tenir prêt. » Ce millésime 2022 si brutal pour les portefeuilles obligataires a décidément laissé des traces. « Beaucoup de gérants *'total return'* ont déçu en 2022, peu de gens ayant su anticiper ce crash obligataire, rappelle Violaine de Serrant. Cela explique le retour de l'intérêt pour les stratégies de type *'absolute return'* : peu directionnelles, car reposant sur des stratégies de paris relatifs, elles vont moins capter les hausses de marché, mais sont un vrai diversifiant de portefeuille et sont capables de générer une performance positive dans des contextes comme celui de 2022, ce qui fut le cas pour notre gérant. Les deux approches sont d'ailleurs plus complémentaires qu'opposées. » Les stratégies flexibles, c'est en quelque sorte le 4x4 qui va pouvoir avancer quelle que soit la qualité du terrain ou la météo. ■



## LA QUÊTE DE PORTAGE FAVORISE LE HIGH YIELD

**L**a recherche de rendement conduit les investisseurs à s'intéresser au segment qui en délivre le plus, au prix d'un risque plus élevé, dans un environnement où les taux de défaut des entreprises restent contenus. « *Le high yield connaît un regain d'intérêt ces derniers mois. Nous avons enregistré des flux significatifs, en particulier vers les stratégies high yield à duration courte, dont la volatilité est moindre* », relève Violaine de Serrant. Et cette brique du *high yield* a toute sa place dans une allocation, où une diversification bien comprise des risques est un élément clé. « *Le high yield a du sens, avec un rendement au-dessus de 5 %, souligne* Eléonore Bunel. *Sur ce segment, il semble intéressant de privilégier l'Europe, où l'univers a une duration assez courte – autour de 2,5 ou 3 ans – et où la qualité de crédit est meilleure : BB- en moyenne, versus B+ pour le high yield américain. Cela dit, les spreads serrés et les incidents récents sur le crédit privé incitent à la prudence et conduisent à ajouter du crédit investment grade, dont le rendement vient, pour les trois quarts, des taux. Du souverain court ou moyen, du crédit investment grade très dépendant des taux et du high yield pour le portage,*

*c'est un bon mix pour affronter une volatilité un peu plus prononcée ou un ralentissement plus fort qu'attendu aux Etats-Unis.* » Dans le marché du *high yield*, la question des risques est évidemment cruciale. Une approche globale est un moyen de les répartir. « *Cela permet au fil du temps de naviguer d'un marché à l'autre, atteste* Violaine de Serrant. *Il y a deux ou trois ans, nous étions très surpondérés sur les Etats-Unis. Nous avons totalement coupé cette surpondération : l'exposition de nos stratégies globales high yield outre-Atlantique est aujourd'hui de l'ordre de 19 %, ce qui est très bas.* »

Et pour se prémunir contre le risque de défauts, une solution est de se concentrer sur des échéances courtes. « *Dans le marché du high yield, nous privilégions une approche globale à duration courte afin de mieux appréhender le risque de crédit sur un horizon de temps de deux à trois ans. Cet horizon permet d'avoir une meilleure visibilité des cash-flows et donc de la capacité de remboursement de la dette par les entreprises. Il offre encore des rendements attractifs de l'ordre de 5 %. C'est donc un segment à ne pas délaisser* », estime Violaine de Serrant. « *Le segment court du high*

*yield offre des performances souvent supérieures au rendement affiché, notamment grâce aux rappels anticipés d'émissions* », rappelle d'ailleurs Emmanuel Petit.

Au-delà du *high yield*, les investisseurs trouvent du grain à moudre dans certaines niches de marché. « *Certaines sous-classes d'actifs permettent d'aller chercher du rendement supplémentaire, comme les obligations financières, en particulier les subordonnées AT1* », précise Eléonore Bunel. Un avis partagé par Emmanuel Petit : « *Les financières, bien qu'associées à un risque de bêta plus élevé, présentent des fondamentaux solides et une rémunération attractive au regard de la volatilité encourue.* » Et c'est aussi au-delà des marchés développés que se porte le regard des investisseurs. « *Sur la dette émergente, on a vu les flux revenir cette année, ce qui est dû à un effet Trump et à la faiblesse du dollar. Et certains pays assez volatils dans la période précédente ont connu de beaux rebonds à travers la devise pour les dettes locales, mais aussi en devises dures* », constate Alexandre Caminade. Les facteurs techniques redeviennent positifs après des années durant lesquelles ce segment a été très délaissé. ■



### ➤ **BNY** | INVESTMENTS

#### **BNY INVESTMENTS** **bnny.com**

BNY Investments est l'un des plus grands gérants d'actifs au monde avec une présence dans 35 pays et plus de 2.100 milliards de dollars d'actifs<sup>1</sup>. Soutenus par la force et la résilience de BNY avec plus de 240 ans d'histoire, nous proposons des solutions d'investissement sur les principales classes d'actifs pour répondre aux besoins de tous les investisseurs, en nous appuyant sur les compétences spécialisées et l'expertise de nos sociétés d'investissement visionnaires.

1 - Au 30 septembre 2025.

### **LAZARD** FRÈRES GESTION

#### **LAZARD FRÈRES GESTION** **lazardfreresgestion.fr**

Lazard Frères Gestion est la société de gestion d'actifs du groupe Lazard en France. Elle bénéficie, pour accompagner ses clients, de tous les savoir-faire d'une grande maison de gestion adossée à un puissant groupe international. Pour plus d'informations, veuillez consulter le site [www.lazardfreresgestion.fr](http://www.lazardfreresgestion.fr).

### **Rothschild & Co** Asset Management

#### **ROTHSCHILD & CO ASSET MANAGEMENT** **am.eu.rothschildandco.com**

Division spécialisée en gestion d'actifs du groupe Rothschild & Co, nous offrons des services personnalisés de gestion à une large clientèle d'investisseurs institutionnels, d'intermédiaires financiers et de distributeurs. Nous articulons notre développement autour d'expertises complémentaires en gestion active et de conviction et en architecture ouverte. Basés à Paris et implantés dans 9 pays en Europe, nous gérons plus de 40 milliards d'euros et regroupons près de 180 collaborateurs.



### **Ofi invest** Asset Management

#### **OFI INVEST ASSET MANAGEMENT** **ofi-invest-am.com**

Ofi Invest Asset Management est une société d'Ofi Invest, unique pôle de gestion d'actifs et l'une des quatre marques d'Aéma Groupe aux côtés de Macif, Abeille Assurances et Aésio Mutuelle.

Ofi Invest Asset Management compte 183,9 milliards d'euros d'actifs à fin juin 2025<sup>1</sup> et 360 collaborateurs, au service d'investisseurs institutionnels et particuliers par le biais des réseaux et partenaires de distribution, en France et à l'international. Très attachée à ses convictions d'investisseur responsable et engagé, Ofi Invest Asset Management propose un large choix de stratégies d'investissement responsable afin de permettre à ses clients de financer le développement d'une économie vertueuse source d'opportunités et de performance.

En assemblant les expertises des sociétés de gestion du groupe Ofi Invest (4<sup>e</sup> groupe français de gestion d'actifs<sup>2</sup>), Ofi Invest Asset Management donne accès à une large offre de solutions d'investissement, une expérience historique en gestion sur mesure, et des services adaptés aux différentes typologies d'investisseurs. Investir dans les acteurs qui créent de la valeur durable pour tous, c'est offrir une nouvelle dimension pour l'avenir.

1 - Source : Ofi Invest au 30 juin 2025.

2 - Source : communications financières des groupes, et à la suite de l'intégration d'Axa IM au sein du groupe BNP Paribas le 1<sup>er</sup> juillet 2025.

### **Ostrum** ASSET MANAGEMENT

#### **OSTRUM ASSET MANAGEMENT** **ostrum.com**

Ostrum Asset Management a pour mission de prolonger les engagements de ses clients par l'investissement et de contribuer, à leurs côtés, à assurer les projets de vie, la santé et la retraite des citoyens européens.

Parmi les leaders européens de la gestion institutionnelle, Ostrum AM accompagne ses clients opérant avec des contraintes de passif sur l'ensemble de la chaîne de valeur de l'investissement avec une offre de gestions assurantielles (actions, obligations, multi-actifs), obligataires, actions et quantitatives, associées à un ensemble de prestations de services dédiées.

Acteur engagé de longue date dans l'investissement responsable, Ostrum AM gère 386 milliards d'euros d'encours<sup>1</sup> pour le compte de grands clients institutionnels (assureurs, fonds de pension, mutuelles, entreprises).

Ostrum AM est un affilié de Natixis Investment Managers.

1 - Source : Ostrum AM, données consolidées à fin septembre 2025.



 <p><b>Eleonore BUNEL</b></p> <p>Directrice de la gestion des taux</p> <p>Eleonore Bunel a rejoint Lazard Frères Gestion en avril 2018. Elle a débuté chez Axa IM en tant que <i>senior global credit portfolio manager /analyst</i>. Elle était notamment en charge de la gestion de plusieurs fonds <i>flagships</i> crédit (notamment <i>investment grade</i> et <i>total return</i>) ainsi que de mandats institutionnels. Elle est titulaire d'une maîtrise sciences et techniques - modèles mathématiques de l'économie et de la finance internationale de l'Université Paris XIII.</p> <p><b>LAZARD</b> FRÈRES GESTION</p>	 <p><b>Alexandre CAMINADE</b></p> <p>Directeur des gestions taux souverains, émergents et aggregate</p> <p>Alexandre Caminade a commencé sa carrière à l'inspection générale du groupe Banque Populaire en 1992 avant de rejoindre la direction de l'audit du Crédit Coopératif. En 1998, il intègre Ecofi Investissements comme gérant taux et crédit, puis AGF Asset Management et Société Générale AM en tant que gérant <i>high yield</i>. Entre 2007 et 2017, il occupe le poste de directeur de la gestion crédit chez Allianz GI, avant de rejoindre LBPAM en 2017 en tant que directeur des gestions taux, crédit, assurance et convertibles. En 2020, il intègre Ostrum AM où il occupe consécutivement les postes de directeur des gestions <i>core fixed income &amp; liquid alternatives</i>, puis de directeur des gestions taux souverains, émergents et <i>aggregate</i>. Alexandre Caminade est titulaire d'une maîtrise d'économie de Paris X, d'un DESS banque &amp; finance de Paris V et est CFA® Charterholder.</p> <p><b>Ostrum</b> ASSET MANAGEMENT</p>	 <p><b>Emmanuel PETIT</b></p> <p>Associé-gérant et responsable de la gestion obligataire</p> <p>Emmanuel Petit débute en 1998 chez HSBC Asset Management comme analyste dans le domaine de l'attribution de performances AIMR-GIPS, puis devient analyste crédit en 2001. En 2006, il rejoint Rothschild &amp; Co Asset Management en tant que gérant obligataire sur les obligations privées. Il devient responsable de la gestion obligataire en 2011, puis associé-gérant en 2024. Emmanuel Petit est diplômé d'un master spécialisé en finance d'entreprise et membre de la Société française des analystes financiers (Sfaf).</p> <p><b>Rothschild &amp; Co</b> Asset Management</p>	 <p><b>Violaine de SERRANT</b></p> <p>Directrice France, Belgique &amp; Luxembourg</p> <p>Violaine de Serrant est directrice France, Belgique et Luxembourg de BNY Investments. Elle a rejoint BNY en 2014, en charge de la clientèle <i>wholesale</i> pour la France, la Belgique et le Luxembourg. Elle a plus de deux décennies d'expérience dans l'industrie. Auparavant, elle a occupé un poste de directrice chez UBS Wealth Management et des postes de vente chez M&amp;G et Rothschild et Cie Banque. Violaine de Serrant a débuté en tant que <i>cash equity sales</i> chez Deutsche Bank France et ABN Amro. Elle est titulaire d'un master de la London School of Economics, a étudié les sciences politiques et les relations internationales à l'Université catholique de Louvain et possède une licence en économie de l'Université Libre de Bruxelles.</p> <p><b>BNY   INVESTMENTS</b></p>	 <p><b>Alban TOURRADE</b></p> <p>Directeur de la gestion crédit</p> <p>Alban Tourrade a débuté en 2000 en tant qu'analyste crédit <i>sell-side</i> (chez Fortis Bank puis Natixis. En 2007, il rejoint le secteur de l'<i>asset management</i> en tant qu'analyste crédit chez Fortis Investment, puis chez Aviva Investors France où il est nommé gérant crédit en 2010. Il prend la responsabilité de la gestion crédit en 2015 chez Aviva Investors France, devenu depuis Ofi Invest Asset Management. Alban Tourrade est titulaire d'un master en finance de l'Université de Cergy-Pontoise, d'un master spécialisé en techniques financières de l'Essec et est titulaire du diplôme de la Société française des analystes financiers (Sfaf).</p> <p><b>ofi invest</b> Asset Management</p>
-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

## L'AGEFI

L'Agence économique et financière fondée en 1911,

8 rue Bellini - 75116 Paris

Tél. : 01 41 27 47 00 - Site Internet : [www.agefi.fr](http://www.agefi.fr)

Président, directeur de la publication : Nicolas Beytout

Directeur général délégué : François Robin (4768)

Directeur de la rédaction de L'Agefi : Alexandre Garabedian (4733)

Directeur commercial et développement : Laurent Luiset (4748)

Assistante commerciale : Sarah Negly (4729)

L'Agefi Alpha est édité par : AGEFI SAS au capital de 5 716 920 euros

Siège social : 8 rue Bellini - 75116 Paris

RCS : Paris 334 768 652 - N° Siret : 33476865200086

N° TVA intracommunautaire : FR 75 334 768 652, Principal actionnaire : Bey Médias Presse et internet

Conseil et contenus éditoriaux : Emmanuel Schaefroth - Conception graphique : François Quintin - SuzyLee

Impression : Imprimerie de Compiègne - 2, avenue Berthelot - ZAC des mercières - BP 60524

60205 Compiègne Cedex

N° CPPAP : 0925 T 95152 - N° ISSN : 2970-5843

# D&O

### NOS PROCHAINES THÉMATIQUES

## ETF & gestion indicielle Climat