

Vincent Bezault : Bonjour à tous et bienvenue sur Synapses.

Avec notre invité Pierre Sabatier, nous allons revenir sur les opportunités qu'offre aujourd'hui le marché obligataire.

Mais avant rappel rituel : pour nous soutenir, abonnez-vous, commentez les émissions, partagez-les et mettez un pouce vers le haut si vous les appréciez, c'est très important pour le référencement.

Bonjour, Pierre.

Pierre Sabatier : Bonjour, Vincent.

Vincent Bezault : Alors il y a huit mois au printemps, vous nous disiez l'obligataire constitue une opportunité historique pour les investisseurs, mais est-ce que finalement ce n'était pas une recommandation un peu prématurée ? Puisqu'on a pu observer des mouvements assez violents sur les marchés de taux.



En fait, on a assisté à la fin du déni obligataire.

Les investisseurs ont entériné le fait que les banques centrales allaient maintenir les taux plus hauts, plus longtemps.

Du coup, on a eu une correction du marché obligataire, et on a eu par exemple le dix ans américain qui s'est envolé jusqu'à 5 %.

Donc, est-ce que ce n'était pas un peu prématuré ?

Première question : est-ce que vraiment vous restez droit dans vos bottes et vous considérez qu'aujourd'hui ça reste une opportunité historique ?

Pierre Sabatier : Vincent, on se connaît depuis longtemps, vous savez que en général nos opinions ne sont pas volatiles. Pour nous, ça, c'était évidemment une opportunité historique, mais ce ne l'était pas le jour où on l'a dit. Ce n'est pas le moment où il fallait tout mettre sur le sept, ce n'était pas le sujet.



En gros, s'ouvrait une fenêtre de tir qui est encore ouverte, aujourd'hui.

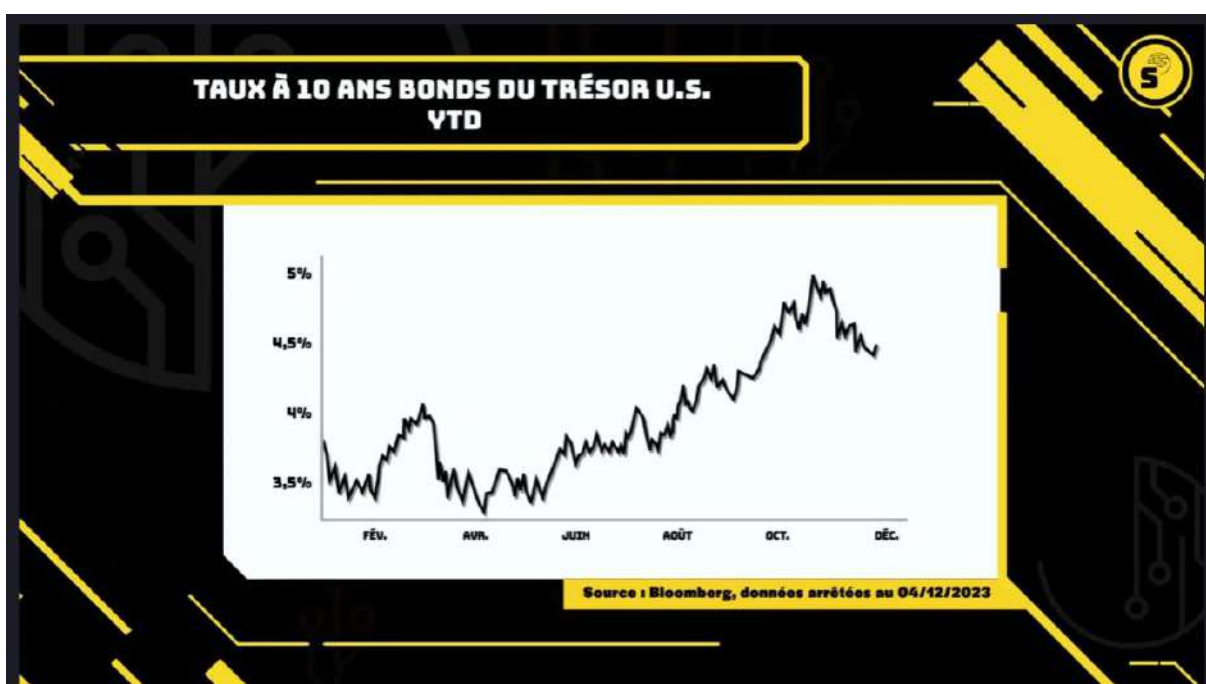
Donc, nous recommandons à nouveau de considérer les niveaux de rendement de marché obligataire des obligations à forte visibilité, comme un moment encore historique.

Pourquoi ? Parce que déjà, premièrement, quand on a commencé à le dire, l'essentiel de la correction des marchés obligataires était déjà derrière nous.

Les obligations avaient déjà baissé de 25%, les taux étaient passés de zéro à un jusqu'à 3,5 à 4 %.

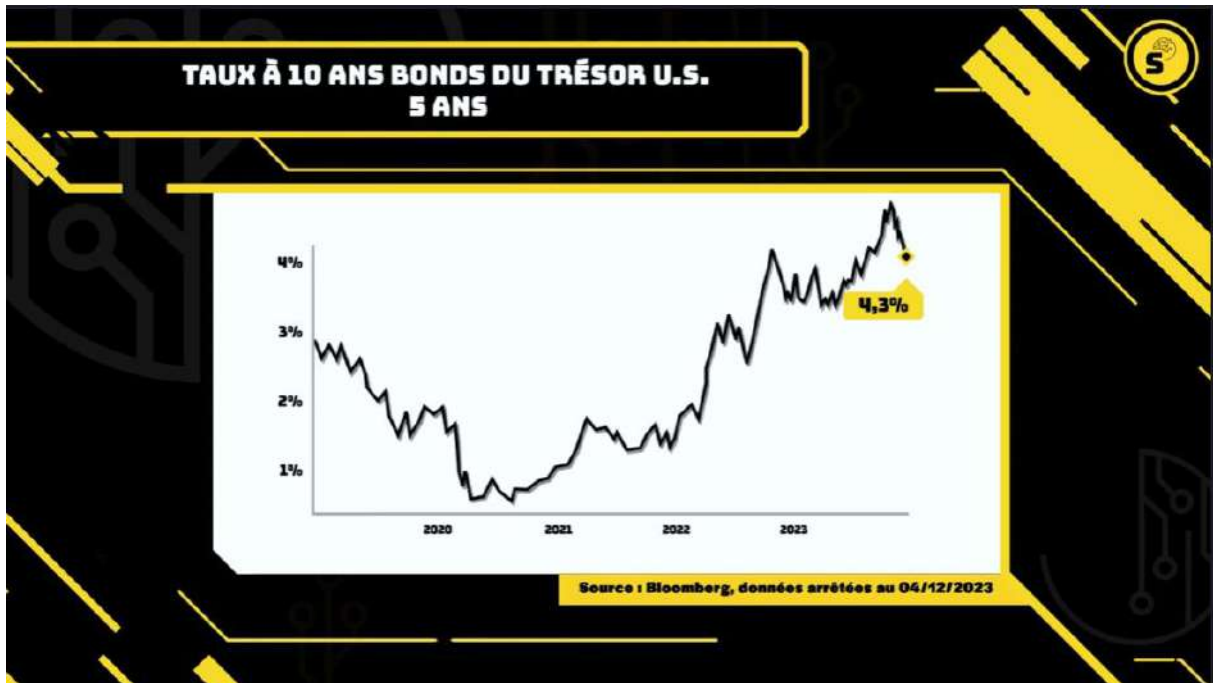
Effectivement, on a eu la dernière salve cet été qui les a fait monter et même toucher 5%. Elles ne sont pas restées très longtemps à 5%.

Non c'est vrai, ça a reflué depuis.



Ça a reflué. On est aujourd'hui à 4,3% sur le dix ans américain.

Et ce qu'on voulait dire par là, c'est que c'était une opportunité historique de pouvoir enfin investir la partie du patrimoine accumulée par les ménages ou les investisseurs, qui jusqu'à maintenant était considérée comme un point mort, à savoir la partie préservation du capital, sur laquelle on ne voulait pas investir parce qu'on pas prêt à prendre beaucoup de risques.



Jusqu'à maintenant, celle-ci était un point mort parce que les obligations ne vous rapportaient rien.

Et en un an et demi, on a retrouvé en un an, un an et demi, on a retrouvé une classe d'actif qui est très, très chère, qui est très importante pour l'investisseur final, qui est redevenue attractive et qui rapporte.

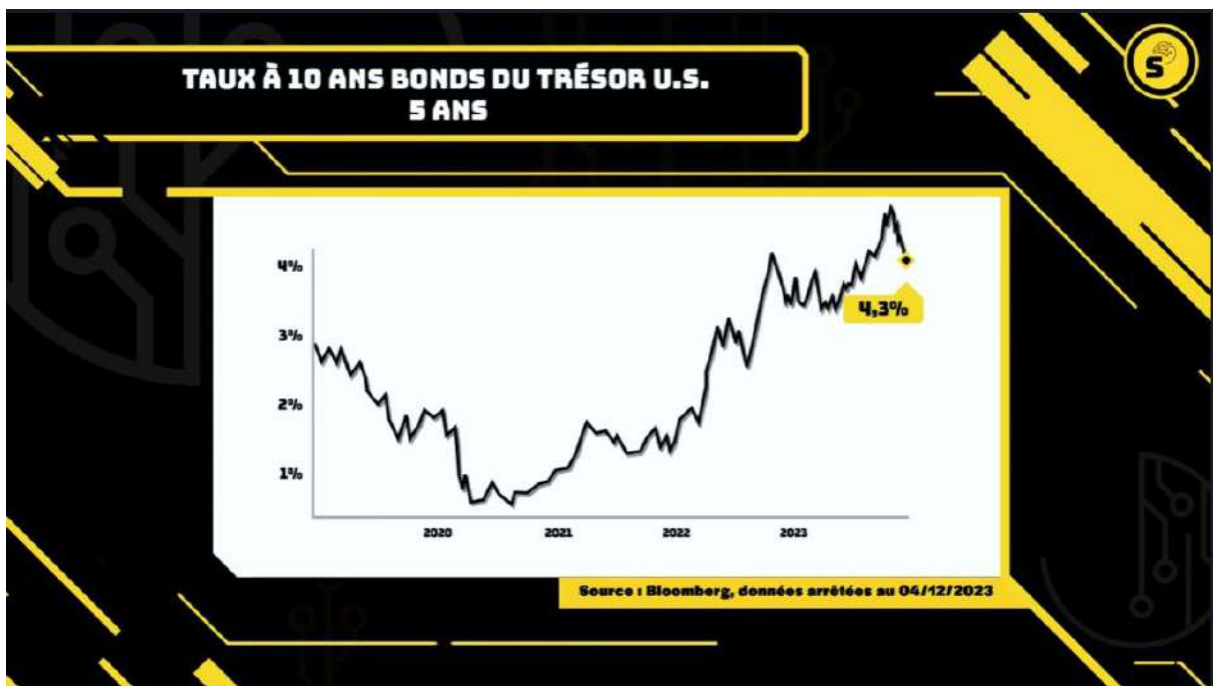
Et donc voilà cette capacité à rapporter quelque chose alors qu'elle ne rapportait rien par le passé.

C'est ce qu'on voulait dire en parlant d'opportunité historique, à savoir que la classe d'actifs obligataire qui avait disparu des radars pendant dix ans, progressivement, c'est une classe d'actifs qui était éteinte, et d'un coup l'attractivité relative de cette classe d'actifs méritait qu'on s'en préoccupe. Et donc, il fallait effectivement commencer à rentrer de l'obligataire. Et plus on est monté en termes de taux, plus il fallait encore en acheter parce que la vision des choses qui est la nôtre, c'est que les niveaux de taux actuels ne sont pas soutenables, et ne seront pas soutenables pendant longtemps.



D'une certaine manière, acheter des obligations d'aujourd'hui à 4%, 5%, 5,5%, 6%, c'est une attractivité relative qui va finir par disparaître.

Donc ce qu'on est en train de dire, c'est qu'aujourd'hui on peut rentrer des obligations qui ont des rendements qui sont relativement élevés, et dans un an ou deux ans, les rendements que proposeront les mêmes émetteurs seront substantiellement plus bas, et donc mettez-vous dans la peau de l'investisseur : celui qui aura su acheter des obligations qui rapportent du quatre à cinq pour cent avec visibilité, lors que toutes les autres, pour les mêmes émetteurs, rapporteront du deux ou trois.



Eh bien naturellement, ce papier aura beaucoup de valeur. C'est ça qu'il faut jouer, c'est une réserve de valeur. On n'était pas dans le timing au jour le jour, on était de dire : considérez bien cette fenêtre de tir, vous avez la possibilité de constituer une réserve valeur, comme une réserve foncière, une

réserve de valeur de papier obligataire, qui va vous permettre de vous rendre quelque chose, qui va se valoriser avec le temps, dès qu'on sera passé dans le temps dans lequel nous rentrons, à savoir une politique monétaire qui devient restrictive, des politiques monétaires qui sont devenues restrictives, et qui finissent à travers le fait que les banques centrales appuient des deux pieds sur le frein par avoir un effet sur l'activité, et qui fera d'une certaine manière entrer en récession les États-Unis et l'Europe, c'est notre point de vue, et par construction, les taux vont finir par le traduire.

« Le finir par », c'est dès maintenant, c'est qu'on a commencé à avoir un reflux des taux, alors est-ce que ça sera en ligne droite ou pas ? Nous n'avons pas la boule de cristal, mais à horizon six mois, douze mois, vingt-quatre mois encore de manière plus certaine, les taux seront substantiellement plus bas qu'aujourd'hui.

Vincent Bezault : On va y revenir. Dans l'appréhension qu'on doit avoir d'un patrimoine, il faut rappeler tout de même que l'obligataire est perçu comme une classe d'actifs moins risquée que les actions, notamment du fait que le créancier est servi avant l'actionnaire. Donc ça c'est un point essentiel.

Pierre Sabatier : C'est un point intéressant

Vincent Bezault : C'est vrai que puisque l'obligataire retrouve du rendement, il faut quand on est investisseur, et même investisseur particulier, se réintéresser à cette classe d'actifs, parce que le niveau de risque n'est pas tout à fait le même.

Pierre Sabatier : En fait, dans l'investissement, on raisonne toujours dans le couple rendement risque.

Et donc, jusqu'à maintenant, cette classe d'actifs ne rapportait plus de rendement. Même si elle était peu risquée, elle ne rapportait rien, donc naturellement, c'était plus très intéressant.



Mais il est bien que vous mentionniez la différence entre une action et une obligation, parce que souvent les gens voient les choses en silos, comme si les choses étaient indépendantes les unes des autres.

Non. Revenons aux fondamentaux. Une obligation par rapport à une action par construction est moins risquée. Tout simplement parce que dans un compte de résultat, dans un bilan, plutôt un bilan, pour

une entreprise. Lorsque l'entreprise est en difficulté, elle peut être amenée à être en faillite et donc ensuite être en liquidation.

La liquidation, ça consiste en quoi ?

De manière très concrète, c'est que vous liquidez tous les actifs que l'entreprise possède.

Et avec l'argent, que vous avez récupéré, vous allez rembourser tous les créanciers de l'entreprise ; D'abord l'État qui se sert toujours en premier et ensuite derrière la dette, dont les porteurs d'obligations, et s'il reste quelque chose, en dernier lieu, vous remboursez les propriétaires qui sont les porteurs des actions, et donc par construction, c'est pour ça que l'obligation a toujours en fait, pour le même émetteur, un risque moins élevé en fait que le propriétaire que l'action parce qu'en phase de liquidation, on rembourse du bas vers le haut dans le bilan. Donc par construction, c'est vrai, vous avez raison de bien mentionner le fait que les obligations, ça, les gens l'ont oublié, peut-être par méconnaissance aussi, par construction, une obligation est moins risquée qu'une action.

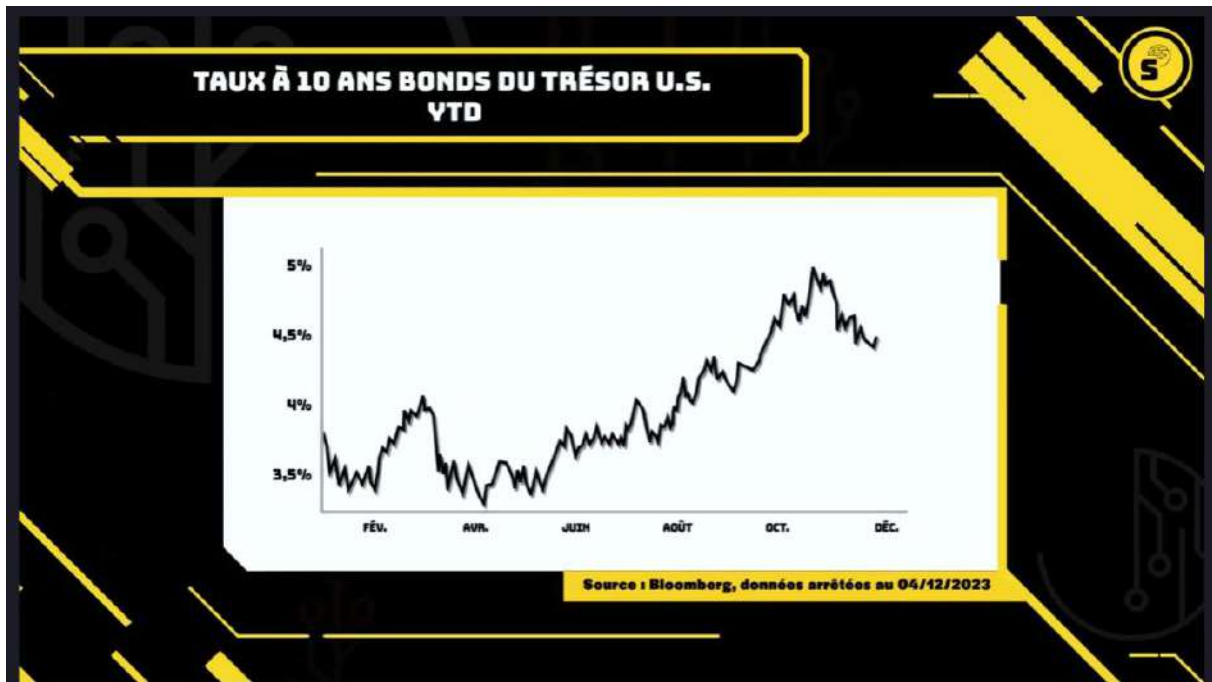
Dans un contexte où, je ne sais pas si on aura le temps d'en parler aujourd'hui, macroéconomiquement parlant, on est dans une phase d'incertitude, de ralentissement, d'incertitude, et selon nous, l'incertitude n'est d'ailleurs pas très grande, à savoir que même on a une conviction forte qu'on tombera en récession, on l'est déjà en Europe, on le sera aussi aux États Unis, dans un horizon de moyen terme.

Concrètement, naturellement, on a plutôt tendance à aller vers les actifs qui sont moins risqués. Il n'est pas temps de prendre du risque et donc on s'oriente plutôt vers les actifs moins risqués. Et coup de bol, l'actif moins risqué rapporte bien plus que par le passé, d'où l'intérêt de considérer cette classe d'actifs.

Vincent Bezault : On dit bien moins risqué mais pas sans risque. Il faut rappeler qu'un émetteur de dette, il peut faire défaut.

Pierre Sabatier : Toujours.

Vincent Bezault : Rappeler aussi que dans un fonds obligataire, parfois, il y a des défauts, et que ça affectera un peu la performance.



Pierre Sabatier : C'est peu de le dire, dans un contexte de ralentissement économique, il faut être toujours extrêmement sélectif. Ce n'est pas parce qu'une classe d'actifs doit être surpondérée ou plus considérée que par le passé, ou plus que les autres classes d'actifs, qu'il faut y aller les yeux fermés, encore plus dans un contexte plus difficile macroéconomiquement.

Donc là, en gros, à partir du moment où vous avez compris qu'il faut considérer les classes d'actifs obligataires, la question c'est avec qui ? Et donc, il faut être très sélectif quant aux émetteurs qu'on va choisir, pour choisir ceux qui ne seront pas frappés justement par des retards de paiement, voire des défauts, des gens qui sont censés les rembourser.

Vincent Bezault Que dire à ceux qui se sont exposés à la classe d'actifs au printemps et qui ont donc essuyé tout même un petit peu des vents contraires ?

Pierre Sabatier : Alors déjà un, effectivement, ça a été difficile.

Il ne fallait surtout pas vendre, pour le coup. Mais en fait ce qu'on jouait aussi ça, ça je vais vous donner un chiffre pour bien illustrer, pour bien comprendre que les choses ne se valent pas dans le monde obligataire. Bon déjà, un, les taux ont rebaisé, donc fallait pas vendre à cinq pour cent, c'est sûr.



Ne fallait pas paniquer quand on est passé de quatre à cinq, ça c'est sûr. Aujourd'hui, on est revenu à quatre virgule trois, donc on est revenu à peu près sur les mêmes standards. Mais il faut un qu'ils considèrent leur position comme une réserve de valeur. Elle va rapporter. La difficulté, c'est à partir de quand. Elle a déjà commencé à rapporter. Il aurait fallu renforcer et elle va continuer de rapporter. Il faut avoir un chiffre en tête. A quatre virgule trois pour cent, en gros, le rendement l'obligataire américain, pour faire plus dix pour cent, si vous achetez l'obligation, il faut que le taux baisse à trois virgule huit, trois virgule huit. Donc, c'est juste cinquante points de base vous rapportera dix pour cent.



Pour que votre position, qui est à quatre virgule trois pour cent, vous fasse perdre dix pour cent, il faudrait que les taux montent à cinq virgule cinq pour cent. Vous voyez, donc, de 4,3, qu'il a une asymétrie très forte. En fait, les gains, c'est pour ça qu'il faut considérer l'actif obligataire.

Oui, les taux peuvent continuer à monter, mais même s'ils continuent de monter, le coût, vous perdrez relativement peu d'argent par rapport aux gains que vous ferez s'ils se mettent à baisser.

C'est ça l'asymétrie de rendement en fonction de la hausse ou de la baisse des taux d'intérêt. Donc, je le répète, une obligation américaine qui rapporte du quatre virgule trois pour cent aujourd'hui, si les taux baissent à trois virgule huit, vous gagnez plus dix pour cent grâce à cette obligation. Pour perdre dix pour cent, il faudrait qu'ils montent jusqu'à cinq virgule cinq pour cent.

Vincent Bezault : Donc, on a un différentiel de 50 points de base à 120.

Pierre Sabatier : Exactement. Un peu plus même.

Vincent Bezault : Vous parlez d'asymétrie, mais elle est patente.

Pierre Sabatier : Elle est patente, et c'est pour ça que, à la limite, peu importe quand on vous dit c'est une fenêtre qui s'ouvre au-delà de quatre pour cent, sauf à penser que les taux peuvent monter à six pour cent.

Alors on pourrait faire une émission uniquement sur le sujet qui, nous, fait qu'on est extrêmement convaincu que c'est impossible parce que sinon c'est la fin du monde, tout simplement.

Raisonnement par l'absurde, mais qu'on aurait le temps de Enfin, il faudra avoir le temps de développer pour l'appréhender.

Mais vu que la probabilité pour qu'on y aille, et encore plus pour qu'on y aille durablement à six pour cent, est quasi nulle, vous comprenez qu'on considère que les conditions de marché comme aujourd'hui très attractives.

Vincent Bezault : Pour vous, on a bien une fenêtre de tir, très bien, mais est-ce qu'on ne risque pas tout même de connaître encore de la volatilité sur les taux, sachant qu'on a eu un mouvement de désinflation qui s'est confirmé ces dernières semaines, ce qui a permis d'ailleurs la détente du marché obligataire, c'est-à-dire le reflux des taux, mais qu'une bonne partie de cette désinflation procède d'effets de base. On a peut-être mangé le pain blanc. Ça ne veut pas dire que le mouvement va s'achever, est achevé, mais que les chiffres risquent d'être peut-être un peu plus heurtés, en tout cas, moins lisibles.

Pierre Sabatier : Une partie des observateurs effectivement partage ce point de vue. Ce n'est pas notre cas. Aujourd'hui, je crois que les gens n'ont pas bien compris que la violence, la violence avec laquelle les banques centrales ont appuyé des deux pieds sur le frein. On l'a répété à maintes et maintes reprises, il fallait du temps, il y a de l'inertie lorsqu'une banque centrale appuie des deux pieds sur le frein, le véhicule ne ralentit pas tout de suite, il ralentit douze à dix-huit mois plus tard. Je rappelle mars deux mille vingt-deux, la première hausse des taux directeurs aux États-Unis, on est en décembre deux mille vingt-trois, et la première en Europe, c'est juillet deux mille vingt-deux. On est en plein dedans, on est au moment où là, pour le coup, on commence à vivre les premiers effets du fait que les banques centrales appuient des deux pieds sur le frein, et en fait nous rentrons dans un autre temps. Un autre temps qui est celui du ralentissement, mais du ralentissement pas léger, du ralentissement brutal. Parce que la banque centrale n'a pas appuyé légèrement sur le frein, elle a appuyé des deux pieds sur le frein. Et pourquoi ?

En fait, peu importe presque le niveau d'inflation, on est passé dans le temps où la réalité, ce n'est pas les coûts de production qui doivent nous inquiéter, c'est le chiffre d'affaires, c'est le niveau d'activité, le niveau d'activité et la solvabilité des gens qui ont pris des engagements dans un monde qui n'est plus le même, qui n'est plus celui de deux mille vingt et un, deux mille vingt-deux, où tout le monde a

été baigné dans l'argent gratuit, par l'argent gratuit, de manière complètement artificielle. Par l'argent gratuit qui était littéralement gratuit, puisque quand on regarde la distribution de crédit qui a littéralement explosé, y compris les crédits à la consommation, y compris les crédits à la carte bancaire, encore plus aux États-Unis que chez nous, bien évidemment, et donc tout ça poursuit, a fait poursuivre cette mécanique-là, c'est terminé, c'est terminé.

Pourquoi on dit que c'est terminé ?

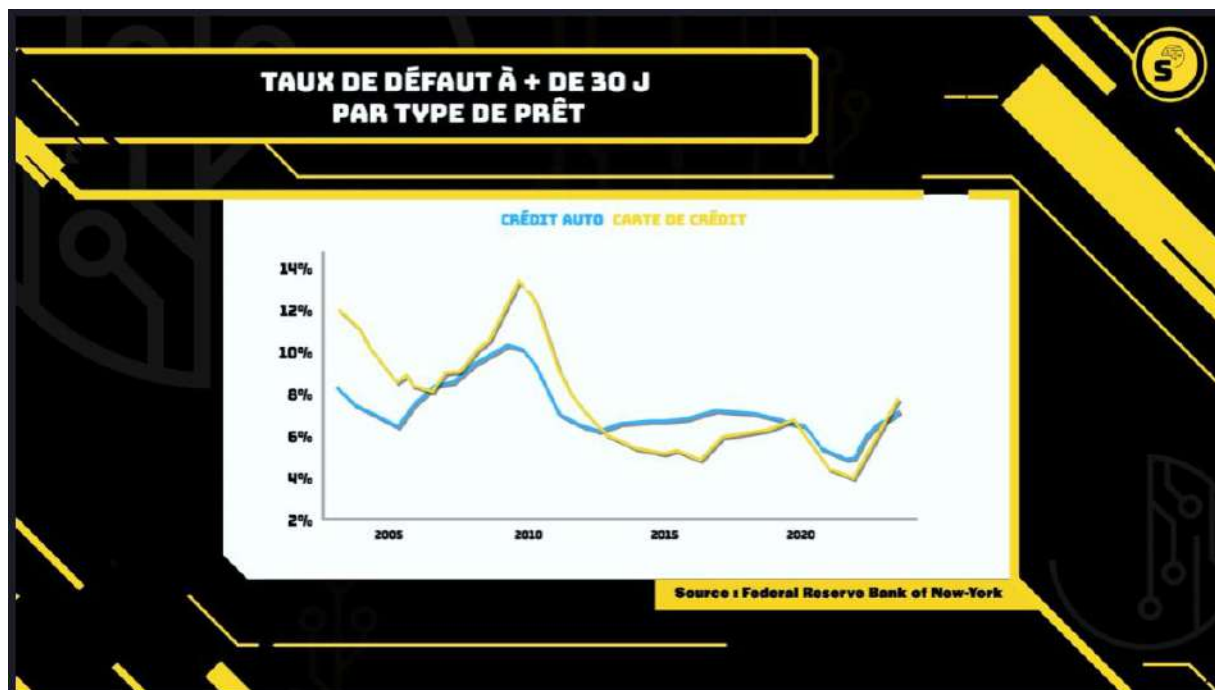
C'est parce que derrière, on ne dit pas que le Black Friday n'a pas été positif aux États-Unis, il l'a été, mais sur quelle base ?

En utilisant une carte bancaire aujourd'hui, donc quand vous utilisez la carte bancaire et qu'elle marche, ça fonctionne.

Donc l'argent, il est bien là.

Mais qui vous a prêté l'argent ?

La banque. Et qu'est-ce qu'elles nous disent les banques aujourd'hui, y compris les banques américaines, que les retards de paiement sur les crédits distribués, que ce soit carte bancaire ou auto, sont en train de littéralement exploser.



C'est qu'aujourd'hui on est au moment où douze à dix-huit mois plus tard, alors là c'est dix-huit mois plus tard, les ménages n'ont plus les moyens de faire face à leurs engagements, et donc le temps d'après c'est le ralentissement, et donc concrètement dans une phase de ralentissement sévère. J'ai bien peur, au contraire, qu'on rentre dans une phase plus précocement que ce qui était envisagé, il y a encore quelques mois, où la banque centrale, de la même manière, va se rendre compte qu'elle a appuyé très, très fort des deux pieds sur le frein et qu'il va falloir absolument qu'elle pose bientôt sur le pied sur l'accélérateur, et donc, pour nous, c'est le ralentissement d'activité qui prime sur les problématiques de coûts de production. C'est pour ça qu'on est relativement serein, y compris avec les niveaux de taux. On ne les voit pas retoucher les 5%.

Vincent Bezault : Donc pour vous l'obligatoire reste une opportunité historique dans le cadre d'un patrimoine adapté à l'environnement actuel.

Pierre Sabatier : C'est clair. On est vraiment aujourd'hui sur une fenêtre de tir qui dans deux ans ou trois ans pourrait nous manquer.

Donc, il faut vraiment en profiter dès aujourd'hui.

Vincent Bezault : Pierre, merci beaucoup.

Pierre Sabatier : Merci Vincent.