

Hebdo Crédit

du 03 novembre 2023

"Pause" n'est pas synonyme de "Demi-tour" ... Profitons du répit mais restons vigilants

Par Matthieu Bailly, directeur général délégué et gérant obligataire

La semaine que le consensus attendait depuis 18 mois est enfin arrivée ! Alors non, il ne s'agissait pas de fêter Halloween, ni de la finale de la Coupe du Monde de Rugby... Mais bien de la pause de la FED et de la BCE ! Et qu'elles furent bienvenues et réparatrices après les soubresauts des dernières semaines sur les marchés qui commençaient à secouer les actifs risqués de manière assez semblable à ce qu'on avait pu observer fin 2018, ne laissant rien augurer de bon pour les deux derniers mois de l'année...

Et comble de bonheur pour les marchés, cette pause commune s'est accompagnée de statistiques économiques marquant un ralentissement net de l'inflation et de la croissance, ralentissement qu'ils attendaient de pied ferme depuis bientôt deux ans sans en voir la couleur. Car encore aujourd'hui, le fameux mantra « bad new is good news » fonctionne à plein dans certaines phases de marché durant lesquelles les investisseurs peinent à trouver des justifications à certaines valorisations, des catalyseurs à leurs portefeuilles ou des réponses à leurs incertitudes et espèrent que la banque centrale viendra à leur secours par une politique la plus accommodante possible. Et c'est ici que nous en sommes aujourd'hui pour l'essentiel des marchés financiers :

- Les investisseurs obligataires hésitent à se positionner sur les actifs les plus rémunérateurs, en particulier le High Yield par crainte d'une récession, mais trouvent les obligations les mieux notées relativement volatiles et pas toujours assez rémunératrices par rapport aux produits court terme.

- Les investisseurs actions ne souhaitent pas réviser leurs modèles à l'aune de la hausse des taux par peur d'un dégradation significatif des valorisations et ne trouvant pas dans les publications, des chiffres, des perspectives et les arguments permettant de contrer des multiples un peu trop élevés par une croissance forte.
- Les investisseurs en actifs privés – dette, private equity, immobilier – sont quasi tétanisés par un marché au bord de la rupture.

Alors évidemment, la moindre pause des banques centrales laisse espérer à tout le monde le fameux point pivot, avec une nouvelle baisse des taux qui permettrait à tout le marché de revenir sur ses formules mathématiques si confortables de la décennie 2010, portant aux nues à peu près tous les actifs, si douteux soient-ils.

Si nous profitons nous aussi des regains de valorisation au sein de nos portefeuilles et d'une plus grande sérénité après les à-coups de volatilité et les phases d'illiquidité des semaines passées, nous proposerons ici trois mises en garde par rapport à ces croyances relatives aux banques centrales et aux valorisations :

- Une pause n'est pas un pivot ou un revirement : la FED comme la BCE ont continué de tenir un discours relativement conservateur et restrictif sur leur politique monétaire, affirmant que l'économie reste solide malgré l'inflation et les taux les plus élevés de la décennie. La pause était prévue de longue date et n'est pas issue d'un imprévu sur des statistiques économiques ou d'un retournement de confiance des consommateurs ou des producteurs. Mais n'oublions pas qu'une banque centrale s'inscrit dans la durée et que sa politique nécessite plusieurs mois à plusieurs années avant de se diffuser dans l'économie réelle ; ainsi le fameux quantitative easing a-t-il mis 3 à 5 ans aux USA pour infuser totalement, presque une décennie en Eurozone (sa fin n'ayant été actée que par la crise du CoViD puis le conflit ukrainien), et presque deux décennies au Japon... Alors, après une année de hausse de taux dans une phase de lutte urgente contre une inflation forte, il est logique que la FED prenne quelques mois pour observer les effets de sa politique. Cela ne veut nullement dire qu'elle stoppera définitivement sa hausse de taux, ni (moins encore) qu'elle les baissera d'ici quelques semaines... Cette pause, que devrait observer également la BCE doit donc être mise à profit pour atténuer l'effet de certaines révisions de valorisation ou réaliser quelques arbitrages. Elle permettra un regain pas toujours justifié sur certains actifs mais aucunement pour persister sur des rendements d'actifs trop bas en espérant que les taux directeurs rebaissent rapidement et violemment.

- La pause des banques centrales n'est pas la seule justification à la baisse des taux des derniers jours : n'oublions pas en effet que le marché obligataire est l'actif de la sécurité des investisseurs. Or, depuis plusieurs semaines, plusieurs événements sont venus augmenter le stress et l'incertitude des marchés : statistiques confirmant un ralentissement économique - mais pas une récession, laissant poindre le complexe scénario d'une stagflation - disparité forte entre les secteurs et les pays, événements ponctuels très négatifs sur des entreprises importantes, et surtout une guerre de plus en plus violente et multipartite au proche orient ... Nous avons donc assisté progressivement à une bascule des actifs risqués, actions en tête, vers le marché obligataire, essentiellement de haute qualité, ce dernier ayant retrouvé depuis quelques mois une capacité de coussin grâce à un portage redevenu significatif. « Bad news is good news » à nouveau pour les marchés mais attention tout de même car cet adage ne vaut que sur le court terme et on a pu observer, tout au long de la décennie 2010, qu'il fut difficile pour une Eurozone qui accumulait les mauvaises nouvelles, de tirer son épingle du jeu à terme...
- Attention enfin car les rendements de certains actifs sont encore bel et bien beaucoup trop faibles pour profiter des ajustements modérés et ponctuels des taux des banques centrales. Ainsi, certains marchés se sont habitués, durant la décennie 2010- 2020 à des rendements entre 2 et 4% pour des risques significatifs de crédit, de liquidité, de complexité, de coûts de gestion... Comme nous l'avons répété à plusieurs reprises, ces actifs n'ont pas tous corrigé suffisamment leurs rendements à l'aune des rendements obligataires. Et s'il est possible de trouver plusieurs raisons à cet état de fait, entre illiquidité, complexité, excès d'optimisme, biais cognitifs d'investisseurs n'ayant connu que baisse de taux ou taux directeurs quasi nuls, il n'en reste pas moins que ces raisons ne sont pas toujours justifiées. Avec un taux directeur à 4% et un marché obligataire entre 4 et 7%, les actifs offrant un rendement entre 2 et 5% ne profiteront pas à moyen terme d'ajustements marginaux de politique monétaire, voire de légères baisses de taux, du fait de leurs prises de retard dans leur valorisation actuelle. Nous expliquions exactement le même principe en début d'année sur les obligations d'Etat de maturités longues : fin 2022, les taux directeurs avaient fortement grimpé mais les obligations d'Etat longues n'avaient pas corrigé et on voyait le taux allemand à 10 ans plafonner à 2,3% de rendement lorsque la BCE fixait son taux de dépôt à près de 4% à 15 jours... Quels qu'aient pu être le rythme de hausse, les ajustements de discours, les pauses de la BCE en 2023, les obligations d'Etat de longue maturité n'ont guère profité et se sont dévalorisées car leur rendement n'avait pas été suffisamment corrigé en parallèle des premières hausses de taux directeurs. Si le phénomène s'est résorbé relativement rapidement sur le marché obligataire,

parce qu'il est liquide, volumineux et directement lié aux taux, il est encore très présent sur les actifs non obligataires quels qu'ils soient. Ce n'est donc pas parce que la BCE ou la FED stopperaient leurs hausses de taux ou reverraient leurs copies et rebaisseraient leur taux d'un ou deux crans de 0,25% que certains actifs comme l'immobilier résidentiel ou certaines actions aux PER très élevés verraient leurs valorisations rebondir d'un coup grâce à des taux d'actualisation plus favorables ; il faudrait d'abord pour cela que ces taux d'actualisation recollent aux taux BCE et aux taux obligataires, ce qui n'est pas encore le cas.

Cette pause monétaire qui a offert un répit aux marchés financiers ne doit donc être considérée que comme un phénomène très temporaire et ne doit surtout pas faire changer les investisseurs de stratégie; ils pourront au contraire, opérer quelques arbitrages retardataires en profitant de rebonds inespérés et devront également continuer de faire confiance aux banques centrales qui mènent clairement le jeu et ont signalé depuis quelques semaines aux investisseurs qu'il faudra, pour les mois à venir, un peu plus de prudence dans les portefeuilles.

Nous matérialiserons cette prudence par trois axes de gestion :

- Choisir des entreprises prudentes, agiles et fiables. L'ère de l'argent gratuit, puis du quoiqu'il en coûte, puis du rattrapage du covid est bel et bien terminée, chacun doit maintenant revenir au plus grand sérieux dans ses stratégies : l'investisseur par une analyse détaillée des bilans et une exclusion systématique des entreprises suscitant le moindre doute - il y a suffisamment d'opportunités de rendement dans le marché obligataire pour ne pas s'encombrer - , les entreprises par une gestion serrée de leur politique financière et par un discours précis et fiable.
- Une allocation un peu plus prudente au sein du marché obligataire, en réallouant une partie de sa trésorerie ou de ses investissements High Yield vers l'Investment Grade. Le High Yield reste selon nous le meilleur outil actuel de portage avec des rendements entre 6 et 10% pour un risque de défaut modéré. Cependant, sa corrélation à court terme avec le marché actions, sa relative procyclicité vis à vis de la conjoncture et son risque d'illiquidité justifient que cette poche soit accompagnée d'une autre poche obligataire plus sécuritaire. La hausse des taux permet, qui plus est, à cette poche sécuritaire d'être elle aussi rémunératrice, ce qui n'était pas le cas il y a encore quelques mois : le mix obligataire "High Yield/Investment Grade" est donc actuellement tout à fait favorable à l'investisseur.
- Et enfin, ne pas se laisser entraîner par les flux de court terme, tant les marchés sont actuellement dans des mouvements erratiques et violents, bien plus que ne le sont les évolutions des bilans des entreprises et des politiques de banques centrales. Sans doute notre ADN « Value » joue-t-il ici dans notre argument mais les marchés actuels

nous pousseraiènt plutôt à nous positionner de préférence à contre-courant pour mettre à profit des variations de valorisations souvent exagérées ces temps-ci.

A PROPOS D'OCTO AM

Créée en 2011 à l'initiative d'Octo Finances et adossée au groupe Amplegest depuis 2018, Octo AM est spécialiste de la gestion obligataire 'value'. S'adressant essentiellement aux investisseurs professionnels, qu'ils soient institutionnels ou patrimoniaux, Octo AM décline sa gestion au travers de fonds ouverts, fonds dédiés ou mandats avec un objectif permanent : rechercher les obligations offrant, selon le gérant, un rendement supérieur à son risque de crédit sur un horizon donné.

CONTACTS PRESSE - AGENCE FARGO

Céline SENE : 06 16 83 87 06 - csene@fargo.agency
Aïssata SISSOKO : 06 58 42 43 45 - asissoko@fargo.agency