



**C'est l'automne, la chasse (aux rendements) est ouverte !**



### **Les obligations rapportent des rendements faméliques**

La presse financière s'en est faite largement l'écho, les taux d'intérêt se sont effondrés depuis le début de l'année. Cela s'explique par le fait que les banques centrales ont assoupli leurs conditions d'intervention et ont relancé leur politique d'achat

d'obligations sur les marchés. Les assureurs paniquent pour leurs fonds en euros. La rémunération du Livret d'Épargne pourrait être de nouveau réduite.

Cette baisse affecte toutes les classes d'obligations, des plus sûres (les obligations émises par les États solvables) aux dettes les plus risquées (« high yield »).

Les obligations souveraines constituent la classe d'actifs « refuge ». Elles ne portent (normalement) pas le risque du défaut de l'émetteur et sont moins volatiles que leurs alternatives (l'or notamment). En contrepartie de la sécurité, elles offrent un rendement moins attractif. En valeur réelle, les obligations à 10 ans du Trésor américain (l'actif refuge par excellence) ont rapporté en moyenne 1,9 % annuellement depuis 1900 contre 6,4 % pour les actions.

Les coupons sont encore plus faméliques depuis 2017. C'est ainsi que les obligations émises par l'État allemand (autre valeur refuge prisée) affichent un rendement négatif de - 0,6 %.

Les investisseurs, souvent institutionnels (fonds de pension, assureurs), ayant des besoins structurels de dette sécurisée, espèrent que les taux ont désormais atteint un plancher. Ils n'auraient ainsi plus à craindre une nouvelle baisse des coupons encaissés. Mais ils ne bénéficieraient plus de la hausse de la valeur faciale de leurs obligations anciennes (ou, ce qui revient au même, du surcroît de rendement en cas de portage jusqu'au terme – cf. les fonds en euros).

## **Comment doper la performance de son portefeuille obligataire ?**

La chasse au rendement est donc ouverte. Une première stratégie consiste à acquérir des actifs plus risqués : actions, obligations d'entreprises moins solvables, fonds d'infrastructure, private equity, ... Mais certains investisseurs ne peuvent statutairement pas acquérir ce type d'actifs ou doivent les limiter dans leurs portefeuilles. Une seconde stratégie, pour ceux ayant des horizons lointains, consiste à acquérir des obligations de plus longue durée. Plus la maturité d'une obligation est longue, plus grande est son risque soit parce que la situation de l'émetteur est susceptible de se dégrader soit parce que le rendement facial peut être « mangé » par une inflation résurgente. Le coupon est en conséquence plus important.

Jusqu'à une date récente, les États les plus solvables privilégiaient des durées courtes ou moyennes (jusqu'à 10 ans). Emprunter sur des durées plus longues était risqué dans un contexte de baisse tendancielle des taux d'intérêt. Les niveaux atteints aujourd'hui par ces derniers font évoluer la situation. Certains États, dont le Trésor Français, émettent sur des durées plus longues, de 20 à 30 ans, allongeant ainsi la durée moyenne de leur endettement. Le surcroît de rendement offert aux investisseurs est supportable en regard d'une meilleure visibilité sur le coût de la dette future.

L'Autriche a poussé le raisonnement jusqu'à son extrême en lançant en 2017 une obligation de 100 ans rapportant un coupon de 2,1 %.

Cette obligation a connu un vif succès, et pas seulement auprès des fonds de pension avides de couvrir leurs engagements de long terme. Les spéculateurs ont également

acheté et ils ont eu raison : leur plus-value sur un an s'élève à 75 %. Pas mal pour un actif « pépère » !

Comment expliquer un tel gain ? L'un des principaux déterminants du prix d'une obligation est l'écart entre le coupon versé et le rendement offert par le marché. Si le rendement d'une obligation baisse de 4 % à 2 %, son prix augmentera mécaniquement puisqu'elle rapporte deux fois plus que les obligations nouvellement émises. Cet effet n'est pas très important si sa date de remboursement est proche. Mais, pour une obligation d'une durée de 100 ans, le gain de 2 % est à multiplier par 100 (après application d'un taux d'actualisation). Ce phénomène est mesuré par un indicateur, la sensibilité. Cette dernière croît avec la maturité de l'obligation. Attention toutefois, l'effet multiplicateur de la durée fonctionne dans les deux sens ! En cas de remontée des taux d'intérêt, la perte est douloureuse.

Les investisseurs ont modifié leur appréciation du marché obligataire. Jusqu'à récemment, ils ne pouvaient imaginer qu'un épargnant doive se faire payer pour prêter à un émetteur. La politique d'assouplissement des banques centrales a bouleversé les règles du jeu. Il est désormais possible de gagner de l'argent même avec un taux d'intérêt négatif. Il suffit pour cela d'attendre que le taux baisse de nouveau et d'encaisser la plus-value.

## **Emetteur ou souscripteur : qui va gagner la course aux rendements ?**

Entre les Etats qui choisissent d'émettre sur de très longues durées et les investisseurs à la recherche de rendement et/ou de plus-values, il y aura nécessairement un gagnant et un perdant. Qui l'emportera ?

Les signaux sont actuellement au vert pour les investisseurs. La croissance économique, qui, si elle était soutenue, pourrait encourager une hausse des prix et donc des rendements, est pour l'instant famélique et menace de se ralentir encore plus. L'Allemagne pourrait, selon certains, connaître une récession cette année. Mais, pour une obligation de 100 ans, la prévision de croissance à quelques mois ne constitue pas un indicateur pertinent.

Sur un horizon plus lointain, les investisseurs considèrent que la baisse structurelle de la croissance démographique pèsera durablement sur les rendements. En effet, l'augmentation du nombre de personnes âgées augmente le poids des épargnants et réduit le besoin en investissements.

Mais l'avenir n'est jamais écrit à l'avance. La solvabilité des émetteurs, même les plus solides, est aléatoire. Pour prendre le cas de l'Autriche, qui peut garantir aujourd'hui la pérennité de l'euro ou de l'Etat autrichien ? Un siècle avant le lancement de son obligation, cet Etat n'existait pas en tant que tel mais faisait partie de l'Empire Austro-Hongrois. Un autre Etat, l'Argentine, a lancé une obligation à 100 ans en 2017. Les investisseurs, imprudents, qui l'ont souscrit ont déchanté. Il a perdu plus 55 % en un an à la suite de la crise économique que traverse le pays.

Les résultats démographiques passés ne préjugent pas non plus des résultats à venir ! Les taux souverains à très long terme sont certes relativement bas. Entre 1800 et 1950, le rendement des emprunts d'Etat britanniques ne s'est élevé qu'à 3,5 %. Mais jamais dans l'Histoire, ils ne se sont durablement établis en-dessous de 1 %. Peut-être, comme certains experts le prétendent, avons-nous changé de « paradigme ». Mais, au niveau auquel se situent aujourd'hui les taux d'intérêt, le risque de porter des obligations de long terme paraît élevé en regard de la faible rémunération.

Dès lors, l'épargnant est prisonnier d'une alternative : soit se porter sur des actifs plus risqués, soit "désépargner" en consommant plus. C'est justement l'objectif poursuivi par les autorités monétaires.

### **Vous souhaitez en savoir plus ?**

- ☎ Téléphone : 01.42.85.80.00
- ✉ Courriel : [info@maubourg-patrimoine.fr](mailto:info@maubourg-patrimoine.fr)