

# Obligations liées à l'inflation: un placement attrayant?

Le récent dérapage de l'inflation a relancé l'intérêt pour les véhicules de placement susceptibles d'offrir une bonne performance dans un environnement inflationniste.

► **Plusieurs** types d'actifs sont immunisés – plus ou moins efficacement – contre les effets de l'inflation: les actifs réels tels que biens immobiliers, métaux précieux ou matières premières, voire les actions. Nous portons ici un regard sur un actif financier spécialement adapté pour faire face à l'augmentation du niveau général des prix: les obligations liées à l'inflation (ou obligations indexées). Ce placement est-il à la hauteur de sa réputation d'actif peu risqué?

## Des flux monétaires ajustés en fonction de l'inflation

Généralement émises par des gouvernements<sup>1</sup>, les obligations indexées sont à l'abri des effets de l'inflation qui affectent les obligations traditionnelles. Les flux monétaires dégagés par une obligation indexée ne sont pas connus au moment de l'acquisition du titre. En revanche, l'investisseur engrangera des flux

monétaires conférant un pouvoir d'achat explicitement ajusté en fonction de l'évolution des prix à la consommation.

En d'autres termes, une obligation indexée à l'inflation dégage un rendement nominal incertain, mais un rendement réel certain. A l'inverse, une obligation traditionnelle génère des flux monétaires certains, mais un rendement réel incertain. Pour un investisseur rationnel censé valoriser le pouvoir d'achat plutôt que les flux monétaires en tant que tels, une obligation indexée présente moins de risque qu'une obligation traditionnelle.

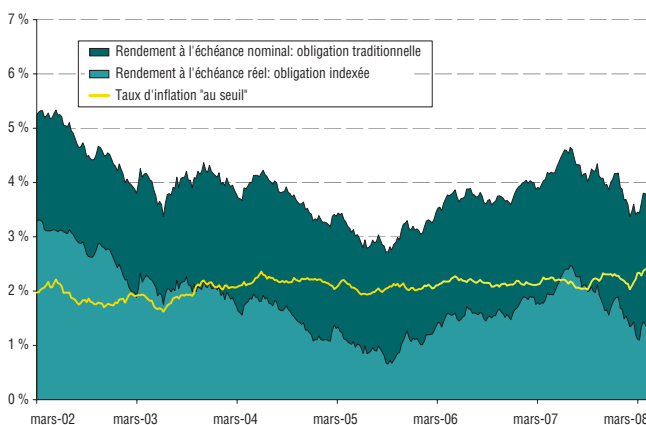
Il est pourtant erroné de considérer les obligations indexées comme dénuées de tout risque. Si le risque d'inflation est neutralisé et si le risque de crédit confine à zéro en raison de la qualité gouvernementale des émetteurs, les obligations indexées ne sont pas à l'abri du risque



*François Christen  
Sous-directeur,  
Responsable  
de l'analyse  
macro-  
économique  
et de la stratégie  
de placement  
obligataire,  
Dynagest SA,  
Genève.*

### Rendement réel, rendement nominal, taux d'inflation au «seuil»

Evolution des rendements à l'échéance de deux émissions du Trésor français. L'une est liée à l'inflation de la zone euro (coupon «réel» de 3%, maturité 2012), la seconde obligation est traditionnelle (4,75%/2012). Le taux d'inflation «au seuil» est calculé par différence.



SOURCE DYNAGEST SA, GENÈVE

de taux d'intérêt qui affecte également les obligations traditionnelles. Ainsi, pour peu que l'horizon temporel de placement de l'investisseur diffère du calendrier des flux versés par l'obligation, l'investisseur s'expose à un risque de variation de prix au gré des déformations de la structure des taux d'intérêt. Seule différence, c'est ici le risque de taux d'intérêt réel qui affecte la valeur de l'obligation indexée, alors que l'obligation traditionnelle est soumise à un risque de taux d'intérêt nominal.

Selon une opinion largement partagée, les taux d'intérêt nominaux seraient plus volatils que les taux d'intérêt réels. Sous cette hypothèse, le prix d'une obligation indexée serait moins volatil que celui d'une obligation traditionnelle dont le prix varierait principalement au gré de l'inflation attendue. En réalité, les taux d'intérêt réels sont soumis à des variations importantes, alors que les anticipations d'inflation qui viennent

s'ajouter au taux d'intérêt réel présentent une relative stabilité. Ainsi, le détenteur d'une obligation indexée est exposé à des variations de cours aussi prononcées que celui qui détient une obligation traditionnelle. Le graphique ci-contre illustre ce point. Le taux d'inflation «au seuil», qui reflète assez fidèlement l'inflation anticipée (ajoutée d'une prime de risque), est à peu près stable. En revanche, le rendement à l'échéance réel de l'obligation indexée se révèle tout aussi volatil<sup>2</sup> que le rendement nominal de l'obligation traditionnelle.

### Des rendements réels aujourd'hui peu attrayants

La structure des taux d'intérêt réels constitue un élément central dans l'évaluation des obligations indexées. A cet égard, il faut relever que les rendements réels sont aujourd'hui peu attrayants en comparaison historique. Cas extrême, certaines obligations indexées en dollars émises par le gouvernement américain présentaient un rendement réel inférieur à zéro durant la première quinzaine du mois de mars.

S'il n'est pas rare d'observer des rendements réels qui se révèlent négatifs a posteriori, il est surprenant d'observer des investisseurs prêts à immobiliser des capitaux pour cinq ans sans réclamer la moindre rémunération réelle. D'aucuns diagnostiqueront ici un symptôme de dysfonctionnement du marché financier. Mais, il est aussi permis d'interpréter cet épisode – qui ne s'est guère prolongé – comme une manifestation justifiée des risques encourus par l'économie américaine peu avant que la Réserve Fédérale ne soit confrontée à la chute de la banque d'investissement Bear Stearns.

Si les rendements réels à cinq ans en dollars sont à nouveau positifs, ►

# La structure des taux d'intérêt réels constitue un élément central dans l'évaluation des obligations indexées.

► ils demeurent en net retrait des normes historiques. Au 30 avril, date de la rédaction de cet article, on pouvait observer des rendements réels en dollars de 0,7% à cinq ans d'échéance, 1,5% à dix ans et 2,1% à vingt ans (émissions du Trésor américain). La «courbe des rendements réels» en euros (Trésor français, liés à l'inflation de la zone euro) s'inscrivait quant à elle à un niveau supérieur: 1,6% à cinq ans d'échéance, près de 2% à dix ans et 2,3% à trente ans. Cependant, la faiblesse des rendements réels ne doit pas conduire à préférer les obligations traditionnelles aux obligations indexées. Un éventuel redressement des rendements réels devrait s'accompagner d'un mouvement comparable des rendements nominaux qui affectera également les obligations traditionnelles. En soi, un rendement réel faible est un symptôme de cherté qui s'applique aux obligations en général.

### Obligations traditionnelles versus obligations indexées

Un critère d'évaluation pertinent pour juger de l'attrait relatif d'une obligation indexée réside dans l'écart qui sépare son rendement réel à l'échéance du rendement nominal dégagé par une obligation traditionnelle de même maturité. Cet écart peut être interprété comme le taux d'inflation qui établit un équilibre entre ces deux véhicules de placement.

Pour reprendre le cas des émissions du Trésor français considéré dans notre illustration, le taux d'inflation qui équilibre le rendement dégagé par les deux obligations s'établit actuellement à 2,5%. Ce taux a sensiblement augmenté au cours des semaines précédentes. Bien qu'il préfigure un reflux du renchérissement,

ce taux n'est pas conforme à la définition de stabilité des prix retenue par la Banque Centrale Européenne. Les banquiers centraux ne sont donc pas jugés crédibles quand ils affirment que l'inflation reviendra prochainement à l'intérieur de la cible visée, soit en dessous de 2%.

La méfiance des investisseurs est légitime: la BCE a rarement atteint son objectif de stabilité des prix depuis la création de l'euro. Le taux d'inflation annuel ne s'est jamais inscrit en dessous de 2% depuis l'an 2000! L'excès de vitesse est cependant minime; le renchérissement moyen ne dépasse pas 2,1% depuis 1999. La prime d'inflation de 2,5% dégagée par l'obligation traditionnelle est donc raisonnable.

Un raisonnement similaire appliqué aux obligations en dollars met en évidence un taux d'inflation «au seuil» avoisinant 2,2% à cinq ans d'échéance et 2,1% pour une maturité à vingt ans. Ces primes semblent modestes au regard de la performance historique de la Réserve Fédérale américaine qui fait traditionnellement preuve d'une plus grande tolérance à l'inflation que la BCE. On terminera ce bref survol en constatant que le marché des obligations indexées s'est peu développé en dépit des qualités théoriques de ce véhicule de placement. De nombreux investisseurs préfèrent les flux monétaires explicitement définis à l'avance, alors que les économistes et les banquiers centraux apprécient ces titres qui constituent un vecteur d'information «objectif» sur les anticipations d'inflation. ■

(1) Etats-Unis, Royaume-Uni et France notamment... mais pas la Suisse. (2) En règle générale, la volatilité du rendement réel est même supérieure à celle du rendement nominal car les anticipations d'inflation présentent une corrélation négative avec les taux d'intérêt réels.

