

MARCHÉS DE CAPITAUX

LES OBLIGATIONS INDEXÉES SUR L'INFLATION : BIEN PLUS QU'UN EFFET DE MODE



Isabelle
Vic-Philippe

Gérante spécialisée
en obligations
indexées sur inflation

Crédit Agricole
Asset
Management



Mouaniss
Belrhiti

Responsable taux
et courbe euro

Crédit Agricole
Asset
Management

Après cinq ans d'excellentes performances et de fort développement, le marché des obligations indexées sur l'inflation demeurera-t-il aussi porteur en 2005 ?

En 2005, les perspectives de croissance de la zone euro restent médiocres, du moins au premier semestre. En effet, l'appréciation de l'euro, la hausse passée des prix du pétrole et le tassement de la croissance mondiale sont autant d'éléments qui pèsent sur la dynamique actuelle de la croissance. Dans ce scénario, la BCE devrait maintenir le niveau des taux directeurs, apportant ainsi un soutien incontestable au maintien de taux réels bas.

UN CONTEXTE MACROÉCONOMIQUE UN PEU MOINS FAVORABLE...

En 2005 comme en 2004, le taux d'inflation devrait être la résultante de forces contraires. La diffusion des hausses des prix énergétiques et les hausses de prix administrés devraient être compensées par la poursuite de hausses salariales modérées. Au total, avec une inflation sous-jacente qui resterait contenue, le portage sur l'inflation devrait être moins favorable

qu'en 2004, surtout au second semestre. Aujourd'hui, les points morts d'inflation, quelle que soit la référence, sont légèrement supérieurs à l'inflation anticipée par les économistes matérialisant une prime somme toute raisonnable pour protéger les investisseurs contre un choc sur les prix.

...MAIS UN INTÉRÊT STRUCTUREL INDÉNIABLE

Au-delà de la valorisation actuelle, qui selon des normes historiques et compte tenu des perspectives d'inflation 2005 pourrait sembler un peu tendue, plusieurs facteurs rendent les obligations indexées intéressantes.

Tout d'abord elles offrent, par nature, une protection contre le risque de dérive de l'inflation. Ces dernières années, les économistes et les acteurs de marchés ont souvent sous-estimé la hausse des prix. La difficulté de prévoir les chocs externes, par exemple l'envolée des prix du pétrole, et leur pérennité, augmente bien sûr le risque d'erreur sur les prévisions d'inflation. Dans le cadre des conditions monétaires particulièrement accommodantes que l'on connaît aujourd'hui, avec des taux courts réels négatifs aux États-Unis et quasiment nuls en Europe, et ce depuis plusieurs années, on ne peut pas exclure la matérialisation de ce risque à terme.

ÉCLAIRAGE

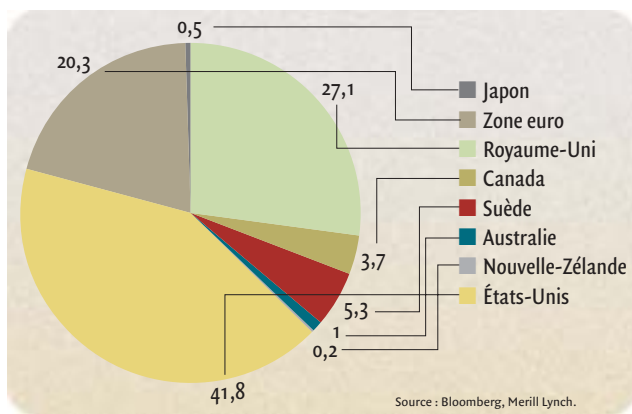
1. Comment fonctionne une obligation indexée sur l'inflation ?

■ Comme une obligation classique, une obligation indexée sur l'inflation est un titre obligataire distribuant un coupon annuel fixe. À la différence d'une obligation classique, le principal de l'obligation est indexé sur l'indice d'inflation (d'où leur nom) et le coupon s'applique à ce nominal inflaté. Dans la zone

euro, deux références sont utilisées pour l'inflation : l'indice des prix hors tabac en France pour les OATi et l'indice des prix hors tabac en zone euro pour les OATei, BTPEi et GGBei (obligations indexées émises respectivement par les Trésors français, italien et grec). Les obligations indexées sont cotées en prix hors

inflation ; leur taux de rendement dit "réel", généralement plus faible que le taux nominal d'une obligation à taux fixe classique, correspond au rendement de celle-ci dans un monde sans inflation. À cette rémunération vient s'ajouter la part due à l'évolution des prix, qui est capitalisée dans le coefficient d'indexation.

RÉPARTITION GÉOGRAPHIQUE DU MARCHÉ DES OBLIGATIONS INDEXÉES SUR L'INFLATION



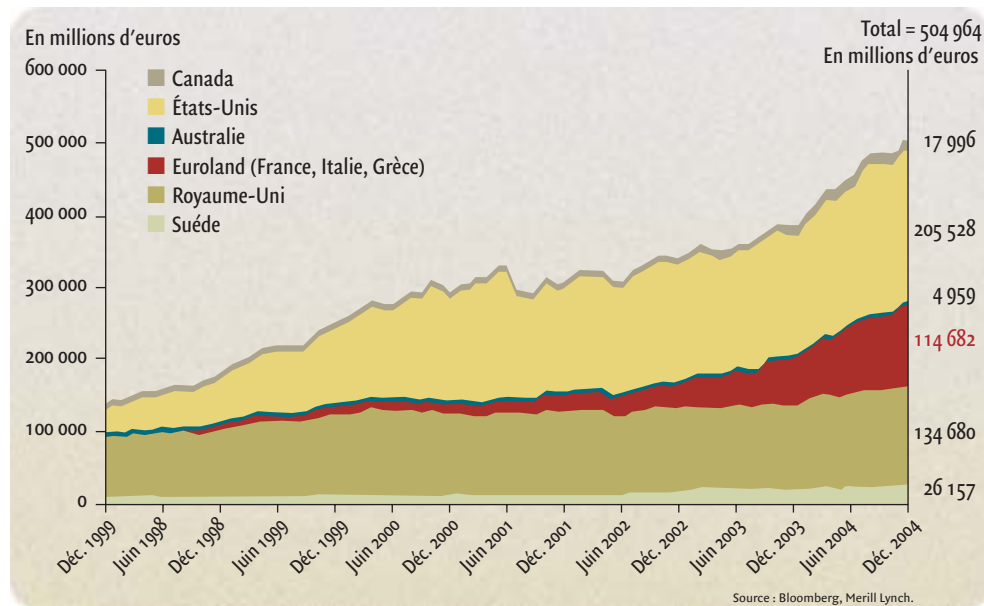
2. Des éléments de comparaison avec une obligation classique

Pour une même maturité, l'écart entre le taux nominal et le taux réel, appelé point mort d'inflation ou *break even*, permet de mesurer l'attractivité des obligations indexées par rapport aux obligations à taux fixe classique. Cet écart cumule l'anticipation d'inflation sur la période des opérateurs du marché et la prime qu'ils sont prêts à payer pour être protégés contre un choc inflationniste. Si l'inflation réalisée sur cette période est supérieure au point mort d'inflation, le détenteur d'une OATi réalise un

rendement meilleur que celui qui détient une OAT classique de même maturité. Compte tenu de la structure particulière des flux d'une OATi, un coupon fixe réel faible et une capitalisation de toute l'inflation à l'échéance, la durée d'une obligation indexée, et donc sa sensibilité aux variations des taux "réels", est plus importante que pour l'obligation classique de même maturité. Cependant, on constate une volatilité des taux réels réduite par rapport à celle des taux nominaux.

ÉVOLUTION DE L'ENCOURS MONDIAL DES OBLIGATIONS INDEXÉES SUR L'INFLATION

(Décembre 2004)



la diversification grâce à des corrélations plus faibles encore. Il permet de profiter des décalages, temporels ou d'amplitude, qui existent dans les évolutions des prix des différents pays.

TOUTE OPPORTUNITÉ D'INVESTISSEMENT SERA BONNE À SAISIR

Au-delà des cycles économiques plus ou moins favorables aux obligations indexées sur l'inflation, le potentiel de développement de cette classe d'actif reste très important. Aujourd'hui, le stock d'obligations indexées représente moins de 3 % de l'encours de la dette obligataire de la zone euro contre déjà 10 % aux États-Unis et 25 % au Royaume-Uni. Les émissions prévues pour 2005 sont en hausse par rapport à 2004 dans la zone euro (55 milliards d'euros contre 43 milliards) et devraient être absorbées sans souci grâce à l'élargissement de la base des investisseurs. L'incertitude sur les prévisions de l'inflation à moyen terme, le besoin d'une meilleure couverture des passifs naturellement indexés sur l'inflation, et la recherche de classes d'actifs diversifiantes constituent de forts soutiens au développement et à la performance des obligations indexées sur l'inflation. ■

Un autre facteur de soutien aux obligations indexées est structurel : en Europe au moins, la demande pour ces instruments est très forte, notamment de la part des fonds de pension et des compagnies d'assurance. Aujourd'hui, malgré l'augmentation des montants émis, l'offre n'est pas suffisante par rapport à leurs besoins d'investissement et ils sont présents sur le marché dès qu'une baisse se produit. Les obligations indexées de la zone euro constituent une classe d'actifs à part entière, délivrant un bénéfice

“ Les obligations indexées de la zone euro constituent une classe d'actifs à part entière, délivrant un bénéfice de diversification indéniable en allocation d'actifs. ”

de diversification indéniable en allocation d'actifs, comme nous avons pu le constater chez Crédit Agricole Asset Management depuis deux ans. Les corrélations sont positives, quoique limitées avec les obligations nominales, et négatives avec les actions. On constate qu'elles profitent d'un marché obligataire porteur mais sont prémunies au moins partiellement contre une baisse des marchés obligataires. Un portefeuille d'obligations indexées mondial couvert du risque de change, accroît les bénéfices de