

## Produits de taux

## Les OATi gagnent à être connues

*Lancées à la fin des années quatre-vingt-dix, les Obligations assimilables du Trésor indexées sur l'inflation (OATi) deviennent, pour des raisons d'ordre comptable, plus attractives pour les investisseurs institutionnels et en particulier pour les assureurs.*

LES TAUX NOMINAUX ONT ATTEINT en ce début de XXI<sup>e</sup> siècle, des niveaux historiquement bas. Ceci n'ôtera pourtant pas de la mémoire des investisseurs et des épargnants le souvenir cuisant des ravages de l'inflation lors du siècle précédent. L'érosion monétaire s'est élevée en moyenne à 7 % en rythme annuel en France, elle a détruit le pouvoir d'achat des rentes après la seconde guerre mondiale, puis elle a resurgi par deux fois lors des crises pétrolières. À la fin du siècle, la création de l'euro et la coordination des politiques économiques internationales attestèrent de la crédibilité et de l'efficacité des banques centrales.

Les contrats indexés sur l'inflation ont longtemps été prohibés dans notre pays, avant que l'État n'émette des obligations indexées sur l'inflation en 1998, à l'instar de plusieurs pays comme l'Angleterre dès 1981, suivie du Canada, de l'Australie, de la Suède et, plus récemment des États-Unis. Depuis lors, d'autres émetteurs, la CADES, un concessionnaire d'autoroutes et une banque ont émis des titres indexés sur l'inflation française et l'État a élargi la base des détenteurs de sa dette en l'indexant sur l'inflation européenne.

**QU'EST-CE QU'UNE OATi ?**

Une OATi est une obligation assimilable du Trésor indexée sur l'inflation. Comme pour une obliga-

tion à taux fixe classique, elle distribue un coupon annuel fixe. À chaque paiement de flux, coupon ou principal, le montant échangé est multiplié par un coefficient d'indexation qui capitalise l'inflation depuis l'émission de l'obligation jusqu'au paiement du flux. Dans l'Hexagone, 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 nouvelles OATei.

Sur les marchés de taux, les obligations indexées sont cotées en prix hors inflation ou en rendement actuariel, appelé également rendement réel. Ce taux réel, généralement plus faible que le taux nominal d'une obligation à taux fixe classique, détermine le rendement de l'obligation dans un monde sans inflation. À cette rémunération vient s'ajouter la part due à l'évolution de l'inflation, qui est capitalisée dans le coefficient d'indexation.

**DIFFÉRENCE AVEC UNE OAT CLASSIQUE**

L'écart entre le taux nominal et le taux réel pour une même maturité, appelé également point mort d'inflation ou «*break even*», permet de mesurer l'attractivité des obligations indexées par rapport aux obligations à taux fixe classique. En effet, cet écart est interprété par les opérateurs de marché comme l'anticipation de l'inflation sur la période. Si l'inflation réalisée sur cette période est supérieure au point mort d'inflation, le détenteur d'une OATi réa-

lise un rendement meilleur que celui qui détient une OAT classique de même maturité. Il est clair que plus cet écart est faible, moins le marché anticipe d'inflation, et moins chère est la protection contre le risque d'inflation.

Compte tenu de la structure particulière des flux d'une OATi, un coupon fixe réel réduit et une capitalisation de toute l'inflation à l'échéance, la durée d'une obligation indexée est plus importante que pour l'obligation classique de même maturité. De plus, ces titres sont généralement détenus par une clientèle finale sur des horizons moyen à long terme, ce qui réduit la volatilité des taux réels par rapport aux taux nominaux. Des calculs statistiques montrent qu'une OATi est deux fois moins volatile qu'une OAT classique. Quant à la corrélation, elle reste faible entre OATi et OAT et faiblement négative entre les obligations indexées et les marchés actions.

**UNE CLASSE D'ACTIFS À PART ENTIÈRE**

Désormais, les obligations indexées constituent une classe d'actifs à part entière, différente des autres classes d'actifs classiques : monétaire, obligataire et action. Elles offrent la meilleure protection du capital contre une éventuelle érosion monétaire, avec une performance comparable aux obligations classiques, tout en bénéficiant d'une faible volatilité. De plus, ces titres offrent, également, une protection contre le risque de déflation. La garantie de capital



**JEAN-FRANÇOIS BOULIER**

Directeur adjoint  
de la gestion  
Responsable  
de la gestion de taux

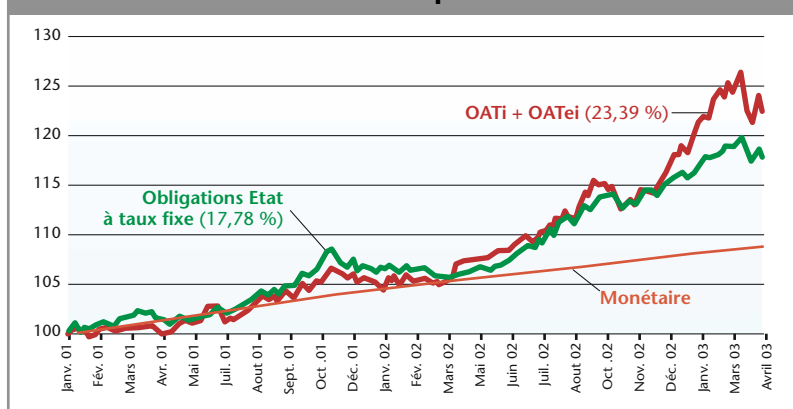


**SAÏD MOUALIL**

Gérant obligataire

Crédit Lyonnais  
Asset Management

## Performances des trois placements de taux



n'est valable que si les titres sont détenus jusqu'à l'échéance. En revanche, avant l'échéance, leurs prix évoluent en fonction de l'offre et de la demande, ainsi que des anticipations du marché sur l'évolution des taux et de l'inflation. Cette nouvelle classe d'actifs offre une réelle diversification dans un portefeuille.

### QUAND FAUT-IL EN ACHETER ?

La rémunération d'un titre indexé se compose d'un rendement réel et d'un rendement dû à l'inflation observée au cours de la période de détention du titre. Par conséquent, les opportunités d'achat doivent être jugées en fonction du niveau du taux réel, mais aussi du point mort d'inflation qui mesure l'anticipation du marché pour l'inflation future. Selon certains économistes, le taux réel doit être comparé à la croissance potentielle qui est évaluée par la Banque centrale européenne, pour la zone euro, entre 2 % et 2,5 %. Lorsque l'inflation représente un risque élevé, la prime payée par le marché pour s'en protéger l'est également, et le point mort d'inflation est large et offre moins de potentiel par rapport aux obligations classiques.

Aujourd'hui, le rallye obligataire soutenu par une tension géopolitique qui perdure et un environnement économique dégradé a entraîné aussi bien les taux nominaux que les taux réels sur des niveaux historiquement bas. Les taux réels sont globalement compris entre 2 et

2,75 % avec des points morts d'inflation entre 1,75 et 2,25 %. Les courbes des taux réels et des points morts d'inflation sont très pentues à la faveur des maturités longues. Comme pour les taux nominaux, les risques sont également fonction de l'horizon de placement. Cependant, cette classe d'actifs doit être considérée selon d'autres critères :

- une diversification du risque dans un portefeuille ;
- une protection contre une hausse de l'inflation à moyen et long terme ;
- un placement obligataire rentable offrant un rendement réel, plus un rendement inflation ;
- une couverture contre une éventuelle consolidation obligataire, en cas de reprise économique.

### LES INVESTISSEURS

Ces caractéristiques sont très attractives pour tous les investisseurs institutionnels ou particuliers.

Les premiers trouveront un instrument de gestion actif-passif, en adossant des passifs qui sont structurellement indexés sur l'inflation comme des promesses de retraites, des contrats sur la vie ou la santé humaine et aussi tous les contrats couvrant des dommages matériels, les garanties décennales en étant un exemple typique. Les épargnants trouveront un actif idéal pour préserver et accroître le pouvoir d'achat de leur épargne retraite. Ils pourront aussi couvrir le risque de dérapage des coûts de

nombreux projets, notamment dans l'habitat. Par ailleurs, la classe d'actifs étant peu corrélée avec les autres classes d'actifs et de surcroît rentable, elle complétera utilement les portefeuilles diversifiés. Selon quelle proportion ? Les analyses montrent que dans des portefeuilles de faible niveau de risque, elle peut représenter la moitié de la part obligataire, jusqu'à un quart des avoirs.

### UNE DEMANDE ACCRUE DE LA PART DES ASSUREURS

En moins de deux ans, l'encours global des obligations indexées a presque doublé en France, avoisinant les 50 milliards d'euros à fin février 2003. A l'échelle mondiale, les indexées représentent environ 360 milliards d'euros. Le Trésor français continue d'abonder cette classe d'actifs et dispose aujourd'hui des deux types indexés OATi et OATei. D'autres émetteurs publics et privés, notamment CADES,

“ Une OATi est deux fois moins volatile qu'une OAT classique. ”

RFF, CNA et ALIS sont également présents sur ce compartiment. Récemment, la Grèce a émis une GGBei 2025 indexée sur l'inflation européenne. Depuis octobre 2002, les investisseurs finaux n'ont cessé de renforcer cette classe d'actifs dans leurs portefeuilles. De plus, la dernière modification apportée au Code des assurances le 24 décembre 2002, article R. 332-19, permettant aux assureurs de comptabiliser les gains ou pertes liés à l'indexation sur l'inflation, accentue cette demande. L'appétit de ces investisseurs finaux pour cette classe d'actifs augmente et lui assurera certainement une stabilité des rendements, à l'inverse des obligations classiques, qui peuvent souffrir d'un excès de volatilité alimenté par des éventuelles crises géopolitiques ou macroéconomiques. ■