

Schroders

Obligations indexées sur l'inflation

Ces deux dernières années, les anticipations d'inflation ont profondément évolué. La crainte d'une inflation alimentée par la flambée des prix des matières premières au premier semestre 2008 a laissé place à la peur d'une spirale déflationniste comparable à celle du Japon après l'effondrement de Lehman Brothers en septembre 2008.

Ce changement radical des anticipations a eu un impact considérable sur les investisseurs des marchés d'obligations indexées sur l'inflation, qui ont enregistré des performances historiquement faibles en septembre et en octobre 2008. (L'indice Merrill Lynch Global Governments Inflation Linked couvert en US\$ a cédé 9,7 % sur la période).

Au cours des 12 mois qui ont suivi l'effondrement de Lehman Brothers, les gouvernements ont lancé des initiatives sans précédent pour empêcher la déflation. Les opinions concernant le succès de ces mesures et par conséquent, l'orientation future de l'inflation, sont une nouvelle fois divisées entre ceux qui anticipent une baisse des prix et ceux qui prévoient une inflation structurelle plus élevée dans les prochaines années.

L'équipe Taux internationale de Schroders appartient à cette seconde catégorie, et anticipe une accélération structurelle de l'inflation au cours du prochain cycle. Dans ce contexte, les obligations indexées sur l'inflation devraient surperformer les obligations nominales, à la faveur de deux facteurs principaux :

1. Valorisations
2. Politiques publiques

Valorisations

Pour comprendre l'influence de l'inflation sur l'évolution des obligations indexées sur l'inflation, il est important de bien en analyser le fonctionnement. En dépit de légères variations selon les émetteurs, la plupart des titres indexés sur l'inflation ajustent à la fois coupon et capital à une mesure de l'inflation officielle. Chez Schroders, nous pensons que la meilleure façon d'interpréter cette structure est de considérer les obligations indexées sur l'inflation comme des titres à faible coupon et dotés d'une option d'achat sur l'inflation. La valeur de l'option d'achat joue donc un rôle déterminant dans la définition de la valorisation de l'obligation. Pour ce faire, nous utilisons de préférence la méthode qui détermine le point mort d'inflation (différence entre les rendements nominaux et les rendements réels) :

Graphique 1

$$\text{Rendements nominaux} = \text{rendements réels} + \text{anticipations d'inflation} + \text{prime liée au risque inflationniste}$$

Emprunts d'État à 10 ans				
	Rendement conventionnel (%)	=	Rendement indexé sur l'inflation (%)	Point mort d'inflation (%)
Etats-Unis	3,40	=	1,74	+ 1,66
EUR*	2,77	=	1,15	+ 1,62
RU	3,56	=	0,94	+ 2,62
Japon	1,31	=	2,53	+ -1,22

Point mort d'inflation

Les points morts d'inflation doivent être calculés par rapport :

- Aux prévisions d'inflation des économistes
- Au mandat des Banques centrales
- Aux historiques
- Aux anticipations macroéconomiques

Source : Schroders, Bloomberg, au 31 août 2009

*DBRI 1,5 % 4/2016 et DBR 3,5 4/2016

En termes absolus, ces chiffres indiquent une période prolongée d'inflation inférieure au potentiel (en particulier aux Etats-Unis et au Japon). Si on les compare aux anticipations de l'équipe d'économistes de Schroders (graphique 2), ces niveaux paraissent anormaux et offrent d'importantes opportunités liées à des anomalies de valorisation. Certains expliquent ces différences par la liquidité relativement faible présente sur le marché des obligations indexées sur l'inflation. Ces inquiétudes ont probablement renforcé les ventes massives qui ont touché la classe d'actifs après l'effondrement de Lehman Brothers, les investisseurs choisissant alors de liquider tout ce qui n'était pas une émission nominale d'Etat à court terme. Cependant, cette prime de liquidité s'est en partie réduite avec le regain d'appétit pour le risque qui s'est opéré sur les marchés. Pour ceux qui estiment que l'inflation va progresser, les niveaux de valorisation actuels présentent des opportunités considérables comparé aux emprunts d'Etat nominaux, où les rendements atteignent des planchers pluriannuels.

Graphique 2

											Ecart-type annuel à 10 ans (2009 -2018)
Prévisions d'inflation											
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	
Etats-Unis	0,4	2,0	1,6	2,3	2,6	2,2	2,1	2,1	2,1	2,1	2,0
Royaume-Uni	-0,7	1,9	1,6	2,2	2,4	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	1,9
Zone euro	0,7	1,3	0,6	1,0	1,5	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,4

Justifications des prévisions des économistes de Schroders

En 2009, les niveaux d'inflation annuels sont en baisse du fait 1) d'importants écarts à la production, et 2) de la baisse des prix énergétiques. En 2010, l'inflation devrait se redresser parallèlement à la hausse récente des prix des matières premières, mais les taux sous-jacents vont continuer à chuter car le ralentissement de la croissance entraîne une sous-utilisation des capacités de production et réduit le pouvoir de fixation des prix des entreprises. En outre, les pressions déflationnistes devraient rester élevées du fait de la persistance des écarts à la production (output gap) provoquée par le rythme modéré de la reprise. Toutefois, les gouvernements réagiront en maintenant des politiques monétaires relativement accommodantes et les prix des matières premières devraient continuer à remonter, soutenus par la part de plus en plus importante des économies émergentes dans la demande mondiale.

Source : économistes de Schroders

Pourquoi nous pensons que l'inflation va accélérer

A court terme, les pressions déflationnistes devraient dominer. En revanche, même si les niveaux d'inflation sous-jacente vont probablement rester faibles du fait de la croissance mondiale inférieure au potentiel pendant la reprise, il faut bien garder à l'esprit que les obligations indexées sur l'inflation tiennent compte de l'inflation officielle, et non de l'inflation sous-jacente (hors énergie et alimentation).

A plus long terme, l'équipe Taux internationale de Schroders estime que les initiatives prises par les Etats ces douze derniers mois devraient finir par générer de l'inflation. Les mesures à la fois budgétaires et monétaires ont été sans précédent, avec notamment des programmes d'assouplissement quantitatifs qui ont porté les taux d'intérêt à zéro chez les deux plus grands émetteurs d'obligations indexées sur l'inflation, les Etats-Unis et le Royaume-Uni. Ces mesures s'ajoutent à d'importants plans de relance au niveau budgétaire.

Douze mois après la faillite de Lehman Brothers, le processus de diminution de l'effet de levier (*deleveraging*) est loin d'être achevé, puisque de fait, les politiques ont eu pour effet de transférer l'endettement du secteur privé vers le secteur public. Ainsi, les gouvernements occidentaux sont confrontés à des volumes considérables de dette nominale et à des choix cornéliens : soit réduire les dépenses et rembourser leur dette, soit continuer à faire gonfler la dette (option plus controversée, mais plus politique).

Pour l'équipe Taux internationale, les mesures prises par les gouvernements vont créer une inflation structurellement plus élevée qui permettra de réduire l'endettement et d'atténuer l'impact de la diminution radicale des dépenses et de la hausse sensible des impôts. Dans une étude publiée récemment par la Société Générale, cette dernière estime qu'une inflation de 4 % par an pendant 10 ans permettrait de réduire la charge de la dette nominale d'un tiers d'ici 2020.

Graphique 3

Impact d'une inflation de 4 % sur les déficits budgétaires

	2010 – 2020e					
	Niveaux d'endettement 2010e			Niveaux d'endettement 2020e		
	Inflation de 4 %					
	Ménages	Entreprises	Etats	Ménages	Entreprises	Etats
Etats-Unis	97,3	78,1	97,5	65,7	52,7	65,9
Royaume-Uni	64,3	33,4	81,7	43,4	22,6	55,2
Suède	65,3	47,6	38,0	44,1	32,1	25,7
Norvège	102,2	58,2	57,0	69,1	39,3	38,5
UEM	53,8	53,2	83,8	36,4	35,9	56,6
France	46,8	38,8	86,0	31,6	26,2	58,1
Espagne	82,4	88,8	62,3	55,7	60,0	42,1
Italie	29,6	55,2	86,0	20,0	37,3	58,1
Allemagne	61,2	41,0	78,7	41,3	27,7	53,2
Japon	66,6	72,0	177,0	45,0	48,6	119,6

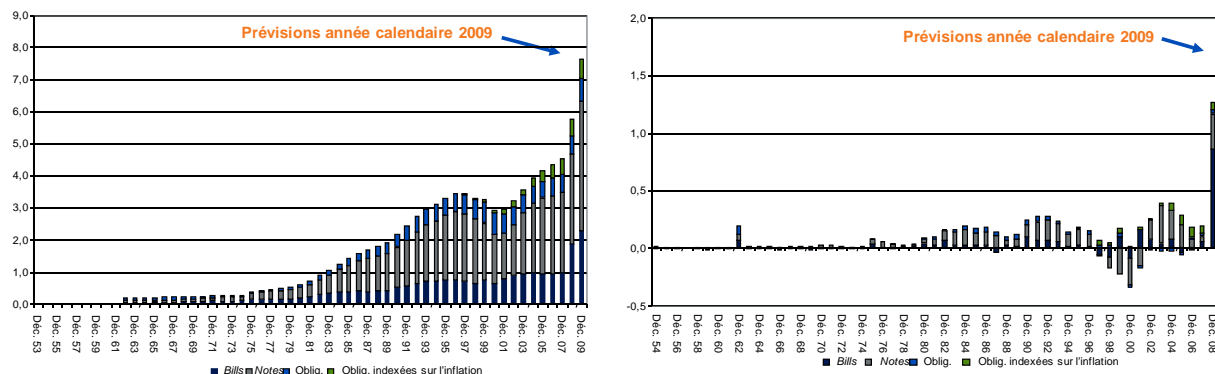
Source : Société Générale

Sur la base d'une hausse de l'endettement privé égale à celle du PIB réel (niveaux de dette stables par rapport aux salaires réels). A l'exclusion des coûts démographiques dans le secteur public.

De toute évidence, pour les gouvernements confrontés à des choix difficiles et désagréables, une accélération de l'inflation pourrait offrir une alternative tentante. Le niveau des émissions souveraines laisse supposer que cette option, si elle n'est pas choisie, fait tout du moins partie de celles auxquelles se préparent les gouvernements. En tant qu'émetteurs de dette publique, les Etats ont le devoir de favoriser au mieux les contribuables : et de fait, le Ministre des finances japonais a suspendu les émissions de titres indexés sur l'inflation en raison des coûts élevés qui en découleraient pour le contribuable aux niveaux extrêmes qu'on a pu observer début 2009. Selon nous, ce n'est pas par hasard que les gouvernements axent leurs émissions sur la dette souveraine, tandis que celles des obligations indexées sur l'inflation restent globalement inchangées. Certes, le Trésor américain envisage de renforcer ses émissions de dette indexées sur l'inflation l'année prochaine, mais l'évènement doit être placé dans le contexte des nombreux remboursements qui devraient également survenir. A partir de l'an prochain aux Etats-Unis, deux obligations d'Etat à taux variable indexées sur l'inflation ou TIPS (*Treasury Inflation Protected Securities*) par an devront être remboursés, contre seulement un par le passé. Si le niveau d'offre actuelle n'est pas renforcé, les nouvelles émissions nettes de TIPS chuteront brutalement.

Graphique 4

Prévisions d'émissions



Source : Congressional Budget Office (CBO), Trésor américain, Treasury Borrowing Advisory Committee (TBAC) et Schroders. Prévisions basées sur un déficit américain de ~\$1 850 milliards (estimation CBO) pour l'exercice 2009 et sur des hypothèses de répartition des types d'émissions (estimations).

Dans la mesure où les émissions devraient rester relativement stables, la demande en titres indexés sur l'inflation risque de dépasser l'offre dans les prochaines années. Ce déséquilibre entre l'offre et la demande, l'inflation structurellement plus élevée et les anomalies de valorisation actuelles devraient nettement jouer en faveur du marché des obligations indexées sur l'inflation dans les années à venir et leur permettre de surperformer les emprunts d'Etat nominaux.

Compte tenu des fortes incitations qu'ont les gouvernements d'accroître leur dette nominale, les politiques monétaires dans le monde devraient adopter une attitude plus passive vis-à-vis de l'inflation. Centrées jusqu'ici sur la notion relativement récente d'inflation explicite, les politiques devraient s'inscrire dans un cadre plus global tenant compte également des prix des actifs et de l'économie dans son ensemble. Les objectifs d'inflation seront en conséquence revus à la baisse. Par conséquent, nous sommes convaincus que les obligations indexées sur l'inflation vont surperformer les emprunts d'Etat nominaux car nous n'anticipons pas de resserrement monétaire offensif susceptible d'avoir un impact négatif sur les rendements obligataires réels. La comptabilisation de la hausse de l'inflation devrait garantir des performances solides dans le secteur. Si nous nous trompons et que les rendements montent pour compenser la hausse de l'inflation, l'accroissement de l'inflation devrait toujours permettre aux obligations indexées sur l'inflation de surperformer les emprunts souverains nominaux.

Nick Gartside et Mike Tolcher
28 septembre 2009

Informations importantes :

Les opinions présentées ci-dessus sont celles de Nick Gartside, Responsable Obligations internationales, et de Mike Tolcher, membre de l'équipe Taux de Schroders, et ne reflètent pas nécessairement les opinions exprimées ou présentées par d'autres supports de communication, stratégies ou fonds de Schroders.

Réservé aux investisseurs et aux conseillers financiers professionnels. Ce document n'est pas destiné aux particuliers.

Ce document n'est destiné qu'à des fins d'information et ne constitue nullement une publication à caractère promotionnel. Il ne constitue pas une offre ou une sollicitation d'achat ou de vente d'un instrument financier quelconque. Il n'y a pas lieu de considérer le présent document comme contenant des recommandations en matière comptable, juridique ou fiscale, ou d'investissements. Schroder Investment Limited (Schroders) considère que les informations contenues dans ce document sont fiables, mais n'en garantit ni l'exhaustivité ni l'exactitude. Nous déclinons toute responsabilité pour toute opinion erronée ou pour toute appréciation erronée des faits. Cela ne limite en aucune manière la responsabilité de Schroders à l'égard de ses clients en vertu du Financial Services and Markets Act 2000 (tel qu'éventuellement modifié) ou de toute autre système réglementaire. Aucun investissement et/ou aucune décision d'ordre stratégique ne doit se fonder sur les opinions et les informations contenues dans ce document.

Publié par Schroder Investment Limited, 31 Gresham Street, London EC2V 7QA, société agréée et contrôlée par la Financial Services Authority. Pour votre sécurité, les communications peuvent être enregistrées et surveillées.