



## Obligations indexées sur l'inflation : une alternative pour 2016 ?

**Yellen n'est pas la seule à croire à une reprise de l'inflation. Renversement de tendance sur les marchés de taux d'intérêt en 2016. La chute des points morts d'inflation crée des opportunités.**

### Points clés:

- L'inflation est anormalement basse
- Les perspectives inflationnistes sont au plus bas en raison de la chute des cours du brut et des craintes exagérées de ralentissement chinois
- Les craintes déflationnistes diminuent et font place à des anticipations inflationnistes modérées
- La Fed croit à une reprise en 2016
- Hausse probable des Fed Funds à 1.5% en 2016
- Réactions négatives sur les marchés de taux traditionnels aux Etats-Unis
- La chute des points morts d'inflation crée des opportunités pour les obligations liées à l'inflation
- En 2016, le renversement de tendance sur les marchés de taux d'intérêt force le besoin d'alternatives de placement
- Les TIPS et FRN constituent des alternatives intéressantes pour 2016

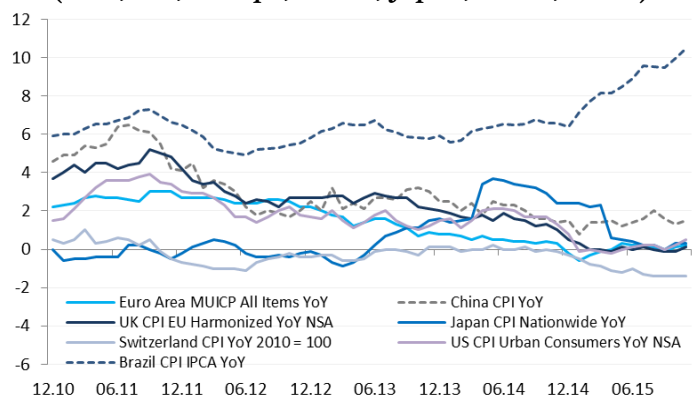
### La présidente de la Fed serait-elle la seule à croire à la reprise de l'inflation en 2016 ?

Le changement de politique monétaire intervenu le 16 décembre devrait ainsi être le premier pas d'une normalisation qui mènera les taux directeurs américains à 1.5% à la fin de l'année 2016. Pour Janet Yellen, le taux d'inflation actuel est en effet anormalement bas et parfaitement transitoire, car en grande partie dû à la chute des cours des matières premières. Elle ne pense pas que l'inflation soit désormais déterminée par d'autres facteurs que les déterminants historiques. Rien d'étonnant donc qu'elle s'attende à voir des tensions se manifester en 2016 sur les salaires, après que le taux de chômage soit passé en-dessous de 5%. La plupart des membres du FOMC semblent aussi convaincus que l'inflation atteindra prochainement l'objectif de 2% fixé.

Quelques facteurs temporaires, comme l'évolution contenue des coûts de la santé (17% de l'indice « core »), ont retenu la hausse les prix de base en 2015, mais la vigueur de l'économie américaine en 2016 devrait enfin laisser apparaître les premières tensions sur les prix.

La dernière décision de la Réserve fédérale américaine souligne ainsi la nécessité d'ajuster très progressivement sa politique monétaire à cette nouvelle situation. Mais dans le contexte présent, nous estimons toutefois que la banque centrale américaine attendra des signes plus nets sur le front de l'inflation avant de poursuivre sa politique de petits pas. A tout prendre, elle préférera sans doute même courir le risque d'être un peu en retard sur la tendance. Nous estimons par conséquent que la remontée des taux directeurs sera très graduelle en 2016. En 2015, les risques déflationnistes ont été soutenus par la correction massive des matières premières, par les craintes d'effondrement de la croissance chinoise et par le ralentissement conjoint de nombreuses économies émergentes. Ces craintes ont sans doute culminé pendant l'été, alors que les indices de prix régionaux peinaient à retrouver une tendance positive et se situaient encore proches de zéro dans la plupart des pays développés.

### Inflation – indices des prix à la consommation (USA, UK, Europe, Suisse, Japon, Chine, Brésil)



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Depuis quelques semaines toutefois, le flux de nouvelles déflationnistes semble se tarir et laisser place à de nouvelles anticipations un peu plus positives sur plusieurs fronts. Il est encore trop tôt cependant pour que les meilleures perspectives de croissance, tant aux États-Unis qu'en Europe et au Japon, ne suffisent à relancer significativement les anticipations inflationnistes.

**Cependant, ce changement de perception peut déjà constituer un point d'inflexion dans la valorisation et dans les perspectives des marchés de taux. En particulier pour le segment des obligations liées à l'inflation, désormais plus attrayantes selon nous depuis la dernière décision de la Fed.**

### La chute des points morts d'inflation crée des opportunités d'investissement pour 2016

Les points morts d'inflation des obligations indexées sur les indices de prix ont chuté en 2015 de concert avec la baisse des cours du brut et des matières premières. Pourtant, il est peu probable que la chute du brut en-dessous de 40\$ ne dure longtemps. Les conditions semblent à notre avis réunies pour une stabilisation et un rééquilibrage du marché mondial des cours de l'énergie. Une prochaine hausse des cours du brut au premier semestre 2016 aura un effet généralisé sur les indices de prix de la plupart des pays développés et émergents. Un effet de base positif affectera d'ailleurs plus largement les marchés de pays émetteurs de « linkers ».

**Même si le rebond de l'inflation sera certainement limité en 2016, le changement de tendance aura cependant un impact favorable net sur le segment des obligations liées à l'inflation, qui contrastera avec les implications négatives qui affecteront les marchés de taux fixes.**

**La reprise de l'inflation concernera sans doute d'abord les marchés obligataires américains et anglais, en raison de la dynamique de croissance plus positive et des tensions plus probables sur les marchés de l'emploi dans ces deux régions.**

**Nous voyons un potentiel haussier supérieur pour l'inflation aux États-Unis.**

**Plus généralement, l'année 2016 devrait être marquée par des politiques reflationnistes qui relègueront au second plan les craintes déflationnistes de 2015.**

Dans la zone euro, la remontée des cours du brut aura un impact favorable, mais il restera limité par l'absence

probable de tensions sur les salaires et par le programme d'achat de titres de la BCE prolongé jusqu'en mars 2017. Au Japon, les doutes subsistent sur l'efficacité des mesures de soutien décidées par le gouvernement. Mais celui-ci attend fermement que les profits exceptionnels réalisés par les sociétés nippones, grâce à la chute du yen, soient redistribués en partie sous la forme de hausse de salaires. Il espère que la hausse du pouvoir d'achat des ménages relance la consommation et la croissance avant d'avoir un effet positif sur les chiffres d'inflation.

**Ces changements pourraient bien provoquer les modifications significatives et longtemps attendues de mouvement de taux et des perspectives pour les marchés obligataires.**

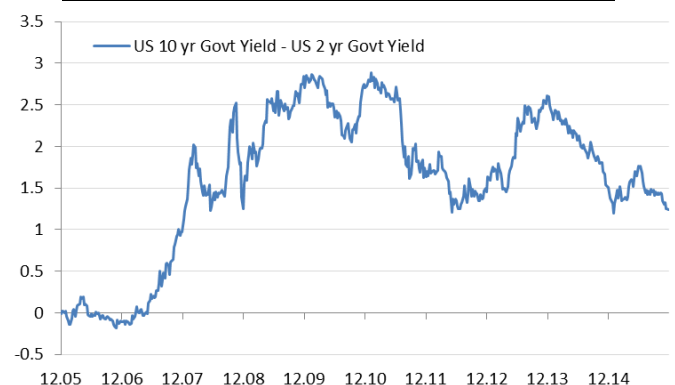
**La normalisation de la politique monétaire américaine et le retour des taux européens à des niveaux proches des points bas atteints en avril 2015 relancent aujourd'hui à nouveau la nécessité de solutions alternatives.**

**Les obligations liées à l'inflation offrent précisément une alternative possible aux obligations traditionnelles, dont les rendements attendus ne présentent plus beaucoup d'attrait.**

### Aplatissement de la courbe de taux US

Un accroissement des données pointant vers une reprise progressive de l'inflation devrait provoquer un retour des anticipations inflationnistes et un aplatissement de la courbe des taux aux États-Unis.

**Différentiel de taux 2 ans et 10 ans du Trésor**



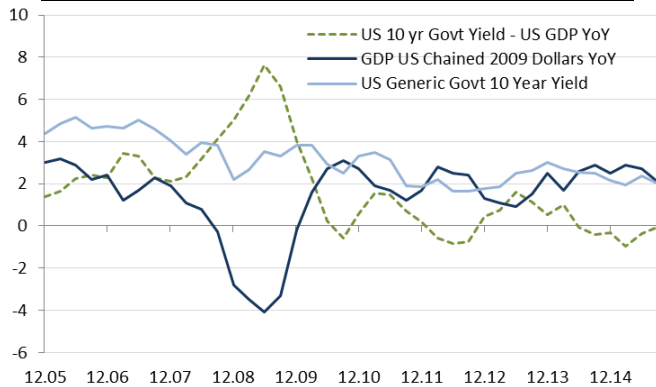
Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

A long terme, les taux longs ont été plus élevés que le taux de croissance du PIB. Depuis 2010, ce n'est plus le cas et un prochain retournement de tendance est désormais plus probable.

**Le cycle de normalisation de politique monétaire débuté le 16 décembre coïncidera certainement avec**

une phase de remontée des taux longs au-dessus du taux de croissance du PIB, ce qui laisse supposer une hausse des taux dix ans vers 2.75%.

### Croissance du PIB vs Taux 10 ans et différentiel

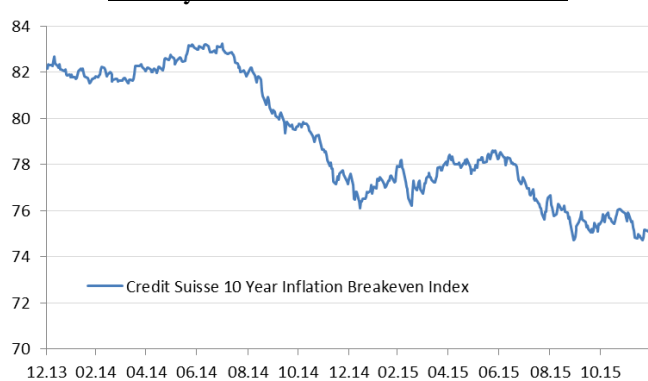


Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

### Anticipations inflationnistes au plus bas

Aux Etats-Unis, comme en Europe, les anticipations inflationnistes ont certainement touché leurs points bas en septembre au plus fort des incertitudes sur les perspectives de croissance en Chine. L'indice CS 10 year Inflation Breakeven Index montre un changement de tendance depuis cette date et un renforcement perceptible des anticipations au cours des derniers mois. Cet indice a en effet rebondi de 74.7 à 76.1 avec l'apaisement des incertitudes économiques, avant de reculer à nouveau de quelques points. Ce mouvement se confirme à l'analyse directe de l'écart de rendement entre les TIPS (une forme spécifique des obligations liées à l'inflation) et les taux à 10 ans.

### CS 10 year Inflation Breakeven Index



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

### Obligations liées à l'inflation

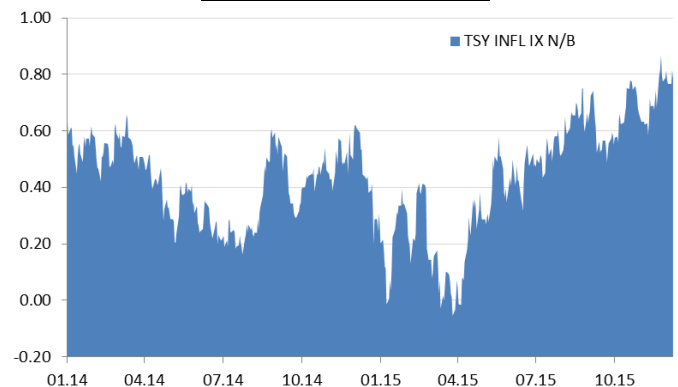
Les obligations liées à l'inflation constituent une forme spécifique de placement obligataire, dont le principal est indexé à l'inflation, ce qui élimine les risques de moins-value en cas de hausse des indices de

prix. Le coupon versé périodiquement est exprimé en termes réels et est donc stable pendant la durée de vie de l'obligation. Cela dit, la valeur des versements de coupon évolue dans en fonction de la valeur du « principal » ajustée pour l'inflation. Le prix du remboursement de l'obligation à la maturité est ajusté à l'inflation sur la période.

Le premier Etat important à émettre des obligations liées à l'inflation et payant un rendement réel fixe fut le Royaume-Uni dans les années 80. Le gouvernement américain a, quant à lui, créé en 1997 ses premières obligations liées à l'inflation appelées TIPS. De nombreux autres Etats ont depuis émis des obligations liées à l'inflation sous différentes formes.

Les TIPS (Treasury Inflation-Protected Securities) sont une forme de titres obligataires liés à l'inflation émis par le Trésor américain. Dans le cas des TIPS, la valeur du principal est ajustée pour tenir compte de l'évolution de l'indice des prix à la consommation (CPI-U « Not seasonally adjusted US City Average All Items Consumer Price Index for all Urban Consumers ») et le paiement de l'intérêt est ajusté à la valeur du titre. Les paiements augmentent lorsque l'inflation progresse et diminuent dans le cas contraire. L'investisseur retrouve la valeur du principal, investissement original, additionné de l'ajustement. Le rendement d'un TIPS correspond au rendement réel exigé par les investisseurs.

### TIPS 10 ans rendement



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

L'écart de rendement entre une obligation du Trésor et le TIPS du même gouvernement et de la même durée correspond par conséquent à l'inflation attendue.

Depuis avril 2015, on observe une hausse de 0% à 0.80% (taux réels des TIPS) tandis que les taux des obligations du Trésor à dix ans avançaient de 2.03% à 2.3%.

Les Floating Rate Note (FRN) sont une autre forme d'obligations liées à l'inflation, qui répond aussi aux besoins d'investisseurs soucieux de se protéger contre les

moins-values en capital qui seraient engendrées par les hausses de taux d'intérêt à court/moyen termes à venir.

Les **FRN** sont des obligations particulières, car les coupons sont recalculés périodiquement en fonction d'un taux de référence et d'une marge. Plusieurs types de taux de référence peuvent être choisis. En général il s'agit de taux à court terme. En période de hausse de taux d'intérêt, l'investisseur conserve son obligation et profite du réajustement à la hausse du coupon versé selon la formule décrite à l'émission. Les réajustements de coupons peuvent être annuels, trimestriels, mensuels ou même quotidiens.

**La « durée » des FRN est par nature plus réduite et convient donc particulièrement bien aux investisseurs ayant des anticipations de hausse de taux.**

Le gouvernement américain a commencé à émettre des FRN à deux ans en janvier 2014, basés sur les taux des Treasury bills à 3 mois. Ceux-ci constituent une alternative intéressante aux placements à court terme, dans la mesure où les FRN permettent de bénéficier de la hausse des taux courts pendant la période de détention de l'obligation (deux ans).

En Europe, l'Allemagne émettra certainement plus de 10 milliards d'obligations indexées en 2016. Mais une émission de 15 milliards arrivera à échéance au même moment, ce qui impliquera certainement une émission nette négative, dans un contexte de hausse de la demande des investisseurs pour de tels titres.

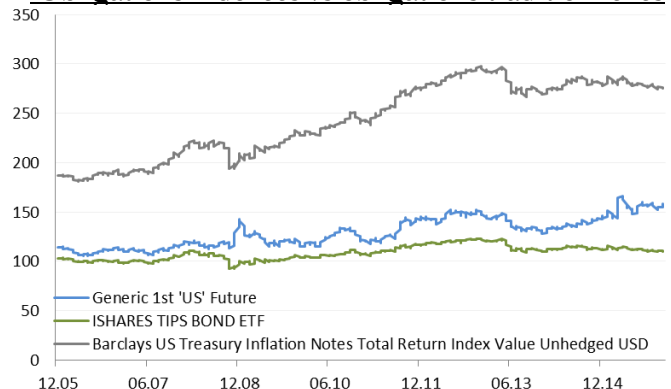
La politique anti-déflationniste de la BCE développera ses effets en 2016 en poussant enfin l'inflation européenne au-dessus du dernier taux d'inflation de +0.2% publié pour le mois de novembre. Même si l'objectif d'inflation de la BCE de 2% reste encore éloigné, celui-ci gagnera en pertinence et en crédibilité avec la reprise conjoncturelle attendue pour 2016.

**Les points morts d'inflation pour la zone euro devraient dans ce contexte aussi en profiter.**

## Obligations liées à l'inflation : opportunités pour 2016 ?

En 2015, la performance du marché des obligations liées à l'inflation aux Etats-Unis était de -1.84% au 29.12.2015 (Barclays US Treasury Inflation Note TR USD) contre +6.03% pour les obligations traditionnelles (US Treasury Long Bond).

### Obligations indexées vs obligations traditionnelles



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

En cette fin d'année 2015, les marchés obligataires sont encore largement influencés par les incertitudes concernant les perspectives de croissance.

En l'absence de renversement de tendance des cours du brut, ils ne sont par ailleurs pas encore tout à fait prêts à anticiper un retour de l'inflation. Et cela, malgré les créations monétaires massive et la volonté des banques centrales de voir progresser les indices de prix de +2% en moyenne.

## Conclusion

**Le renversement de tendance sur les marchés de taux se précise aux Etats-Unis et au Royaume-Uni.**

**Les obligations liées à l'inflation constituent désormais une alternative aux obligations traditionnelles, qui ne manqueront pas de souffrir des hausses de taux d'intérêt attendues aux Etats-Unis et au Royaume-Uni en particulier.**

BBGI Group est soumis à l'Autorité de surveillance des marchés financiers (FINMA) et offre les services suivants à ses clients suisses et internationaux:

- Gestion institutionnelle
- Gestion de patrimoine privé
- Fonds de placement
- Conseil indépendant pour clients institutionnels et privés
- Gestion active du risque monétaire
- Placement immobilier

*Information importante* : Ce document et ses annexes sont confidentiels et destinés exclusivement à leur destinataire et ne peuvent être donc reproduits sans l'accord écrit explicite de BBGI Group. Ceux-ci sont mis à disposition à titre informatif et ne constituent en aucun cas une offre ou une sollicitation d'achat, de vente ou de souscription. BBGI Group ne peut être tenu pour responsable de n'importe quelle décision prise sur la base des informations mentionnées, qui ne constituent d'ailleurs pas non plus un conseil, lié ou non à des produits ou services financiers. Ce document et ses annexes sont basés sur des informations disponibles publiquement. En aucune circonstance, ces derniers ne peuvent être utilisés ou considérés comme un engagement de leurs auteurs. BBGI Group s'efforce d'utiliser des informations réputées fiables et ne peut être tenu pour responsable de leur exactitude et de leur intégralité. D'autre part, les opinions et toutes les informations fournies peuvent faire l'objet de modification sans avis préalable. Les prix ou marges mentionnés ne sont qu'indicatifs et restent sujets à modification sans préavis en fonction de l'évolution des conditions des marchés. Les performances passées et simulations ne sont pas représentatives des résultats futurs. Les opinions, vues et prévisions exprimées dans ce document et ses annexes reflètent les vues personnelles de leurs auteurs et ne traduisent pas les opinions de BBGI Group.

**BBGI Group**  
 Rue Sigismond Thalberg no 2  
 1201 Genève -Suisse  
 T: +41225959611 F: +41225959612  
 info@bbgi.ch - www.bbgi.ch