



Ne revoyez pas vos objectifs à la baisse

# Deux idées d'investissement obligataire pour se prémunir contre la hausse de l'inflation

fr.allianzgi.com

Novembre 2021



**Matthew Chaldecott, CFA**  
Spécialiste Produit,  
Obligations

**Après plusieurs années d'inflation en berne, le second semestre 2021 pourrait rester dans les mémoires comme celui où les prix sont repartis à la hausse. Quelles options s'offrent aux investisseurs obligataires ? Voici deux idées à prendre en considération.**

## Points à retenir

- L'inflation supérieure aux attentes a surpris les marchés au second semestre 2021 et pourrait bien durer plus longtemps que beaucoup ne le pensent.
- Face à l'érosion causée par l'inflation sur les performances réelles des obligations, une stratégie d'investissement de long terme se doit de rechercher des protections.
- Parmi les solutions à envisager figurent les obligations indexées sur l'inflation et les obligations à taux variable.



**Maxia Massimiliano**  
Spécialiste Produit,  
Obligations

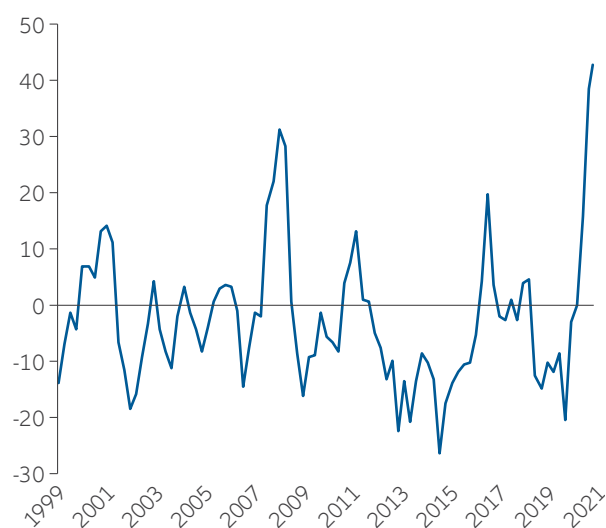
2021 pourrait rester dans les mémoires comme l'année du retour de l'inflation. L'inflation s'est maintenue à des niveaux faibles partout dans le monde pendant plusieurs décennies, mais pendant les derniers mois de 2021, les marchés ont observé des chiffres d'inflation supérieurs aux attentes, et les surprises en matière d'inflation sont à un point culminant depuis plus de 20 ans (voir **graphique 1**).

## Inflation structurelle ou temporaire ?

La pandémie de coronavirus et toutes ses conséquences, comme l'interruption de la production manufacturière début 2020, ont amené l'inflation à des niveaux si bas que même la comparaison avec les premiers mois de 2021 donne lieu à d'importants écarts. C'est ce que l'on appelle « l'effet de base », qui a tendance à se lisser au fil des mois à mesure que la base de comparaison devient plus homogène.

## Graphique 1 : après des décennies d'inflation faible, les prix s'accroissent au-delà des attentes dans l'ensemble du monde

Indicateur Citi des surprises d'inflation – Monde



Source : Bloomberg.

Value. Shared.

**Allianz**   
Global Investors

Il est certain que des facteurs temporaires entrent en jeu. Parmi eux, l'accroissement du prix des principales matières premières, et notamment le pétrole, mais aussi la reprise soutenue de la croissance économique (qui crée des phénomènes appelés écarts à la production et qui désignent les situations dans lesquelles la production réelle de l'économie est susceptible de dépasser sa production potentielle) ou encore les perturbations au niveau de l'offre.

Toutefois, d'après nos économistes, il est possible que les marchés sous-estiment le risque d'inflation plus élevée à moyen terme. Le consensus estime que la hausse actuelle de l'inflation est un phénomène passager, opinion soutenue fermement par la Réserve fédérale, la Banque centrale européenne et d'autres banques centrales.

Nous avons de bonnes raisons de penser que des forces structurelles, c'est-à-dire des facteurs permanents ou durables, pourraient faire persister l'inflation à des niveaux plus élevés. Certains changements sur le marché du travail, liés en particulier à l'inversion de la mondialisation, tirent à la hausse les prix des biens et des services. Et surtout, la politique monétaire expansionniste de la Réserve fédérale américaine et de la Banque centrale européenne, qui ont adopté des objectifs d'inflation flexibles, implique un risque de réaction trop tardive avec des taux d'intérêt incapables d'évoluer aussi vite que l'inflation.

Cela étant, il est difficile de prévoir avec certitude si la hausse de l'inflation sera de nature structurelle ou plus temporaire, dans la mesure où les conséquences à long terme de la pandémie restent floues. Même s'il est clair que nous n'anticipons pas de retour de l'inflation vers les niveaux des années 1970, nous pensons que les risques d'inflation à moyen terme sont plus élevés que ne le prévoit actuellement le marché. Les primes d'inflation devraient légèrement augmenter et l'inflation deviendra plus instable.

## Deux solutions d'investissement obligatoire pour faire face à l'inflation

Si la hausse de l'inflation devait être de nature structurelle, deux solutions d'investissement obligatoire méritent d'être envisagées.

### 1. Obligations indexées sur l'inflation

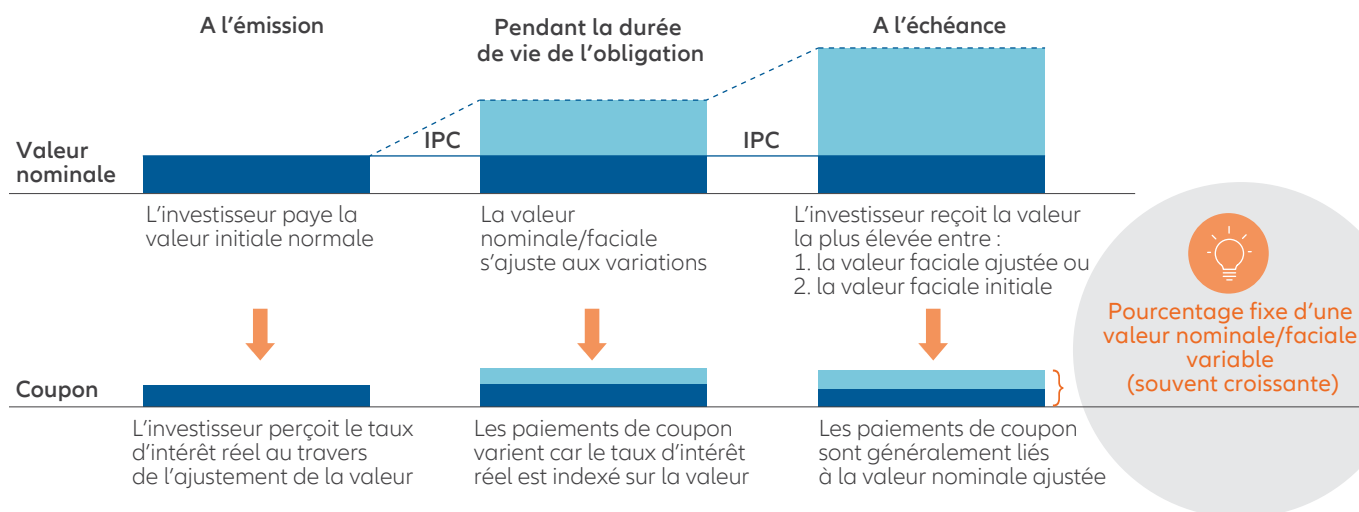
Les obligations indexées sur l'inflation sont conçues pour protéger les investisseurs contre l'inflation, car il s'agit d'instruments qui profitent de la hausse des anticipations d'inflation. Étant donné que les paiements du principal et des intérêts sont liés contractuellement à un indicateur d'inflation reconnu, comme l'Indice des prix à la consommation américain (IPC) ou l'Indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) en Europe, des prix en hausse entraînent directement un accroissement des taux des coupons et de la valeur du principal de ces titres. Le **graphique 2** illustre les variations du principal et du coupon depuis l'émission jusqu'à l'échéance.

### Quand acheter des obligations indexées sur l'inflation ?

Pour évaluer l'attrait relatif des obligations indexées sur l'inflation (appelées aussi « linkers ») par rapport aux emprunts d'État nominaux, on se réfère à ce que l'on appelle le point mort d'inflation, qui correspond à l'écart entre les rendements nominaux et les rendements réels. Autrement dit, le point mort d'inflation représente les attentes d'inflation intégrées par le marché, ou le différentiel de taux auquel il devient équivalent de détenir une obligation nominale et une obligation indexée sur l'inflation du même émetteur et de même échéance.

Par conséquent, si l'on a prévu que l'inflation soit plus élevée que le point mort d'inflation pendant la durée de vie de l'obligation, on tirera un revenu plus important de la détention du « linker », tout en réduisant en même temps le risque d'inflation. L'inverse vaut si l'on anticipe une inflation inférieure au point mort d'inflation.

**Graphique 2 : paiements de la valeur nominale et du coupon pendant la durée de vie d'une obligation indexée sur l'inflation**

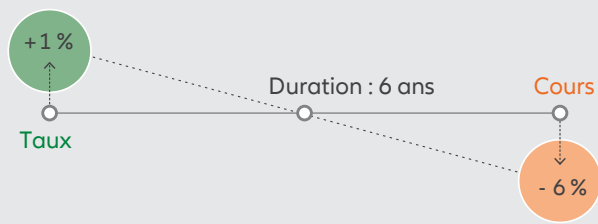


Source : Bloomberg.

Cela signifie que le moment idéal pour investir dans des obligations indexées sur l'inflation est un environnement dans lequel l'inflation est en hausse et les marchés anticipent une inflation encore plus élevée à l'avenir, comme c'est le cas aujourd'hui. Ce lien explicite avec les variations de l'inflation fait de ces titres un outil efficace pour intégrer des performances réelles dans un portefeuille.

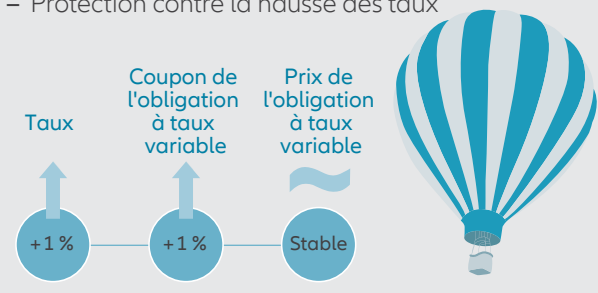
### Obligations traditionnelles (taux fixe)

- Coupon fixe jusqu'à l'échéance
- Sensibilité à la hausse des taux d'intérêt
- Risque de taux déterminé par la durée



### Obligations à taux variable

- Coupons variables, réajustés périodiquement
- Coupons indexés sur des taux d'intérêt
- Protection contre la hausse des taux



Une phase prolongée de baisse des prix, ou déflation, serait en revanche un contexte moins favorable à un investissement en obligations indexées sur l'inflation, car le principal et les paiements de coupon seraient alors basés sur un scénario déflationniste. Cependant, afin d'atténuer ce risque, de plus en plus d'obligations indexées sur l'inflation comportent un mécanisme de protection contre la déflation, qui garantit que le principal du titre ne puisse devenir inférieur à la valeur nominale à maturité, de telle sorte que seuls les coupons soient affectés en cas de baisse des prix.

Comme tous les autres titres de créance, les obligations indexées sur l'inflation sont exposées au risque de taux d'intérêt, autrement dit de durée. Celui-ci peut devenir problématique si les rendements réels s'inscrivent en hausse à la suite de l'adoption de politiques monétaires plus restrictives par les banques centrales, car les obligations indexées sur l'inflation présentent généralement une durée élevée. Pour atténuer ce risque, les gérants de portefeuille peuvent avoir recours aux swaps permettant d'isoler et de gérer séparément le risque d'inflation.

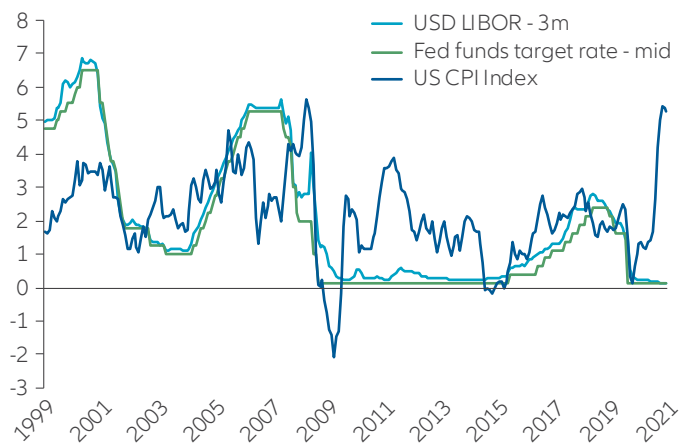
## 2. Obligations à taux variable

Autre segment du marché obligataire susceptible de surperformer dans un environnement inflationniste, celui des obligations à taux variable, dont le coupon est indexé sur un taux de base spécifique. En principe, l'ajustement des coupons à taux variable a lieu environ tous les trois mois : comme les flux de trésorerie s'ajustent avec les taux d'intérêt, le prix des obligations a tendance à demeurer stable, aux alentours de la valeur nominale.

Un exemple tiré du quotidien est celui d'un prêt immobilier dont les mensualités varient en fonction du taux de référence d'une banque centrale. De l'autre côté de l'équation, des banques et des entreprises émettent des obligations dont les coupons sont généralement

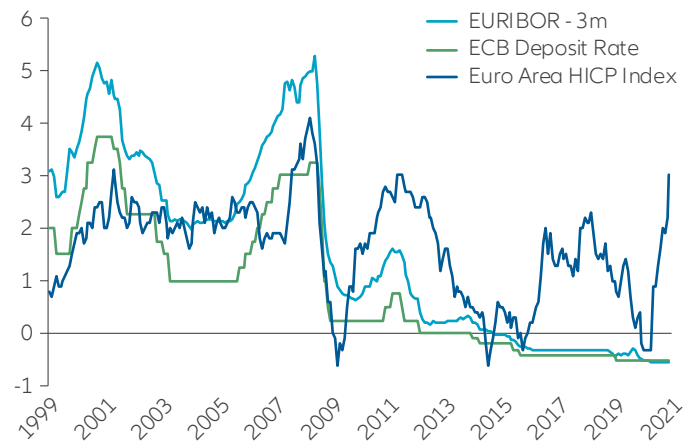
**Graphique 3 : les décisions des banques centrales en matière d'inflation suivent généralement les taux du marché**

Libor américain, taux des fonds fédéraux et inflation américaine



Source : Bloomberg.

Euribor, taux de dépôt de la BCE et inflation dans la zone euro



Source : Bloomberg.

indexés sur des taux du marché à court terme, comme le LIBOR (London Interbank Offered Rate) ou des indices interbancaires plus récents, à l'image du SOFR (Secured Overnight Financing Rate) aux États-Unis et du taux SONIA (Sterling Overnight Indexed Average) au Royaume-Uni.

L'un des avantages potentiels d'indexer une obligation à taux variable sur des taux du marché est que ces derniers ont tendance à se montrer réactifs face aux risques d'inflation. À l'inverse, les politiques des banques centrales accusent souvent du retard, par inertie ou par volonté délibérée de soutenir la croissance et l'emploi. On peut voir dans le **graphique 3** que le taux du marché évolue souvent (mais pas toujours) plus tôt et dans des proportions plus importantes que le taux de référence des banques centrales en cas de variation de l'inflation. Par conséquent, les investisseurs bénéficient de la stabilité du prix des obligations à taux variable, tout en touchant un revenu supplémentaire en cas de hausse effective de l'inflation et des taux du marché à court terme.

La prime du coupon des titres à taux variable par rapport au taux de référence est appelée « marge d'escompte » et reflète le risque induit par l'émetteur et l'obligation proprement dite. Cette marge peut aller de quelques points de base pour une obligation très bien notée et garantie par un collatéral solide, à plusieurs pour cent dans le cas d'obligations d'entreprises de moindre qualité.

Les obligations à taux variable intègrent par conséquent un risque de crédit, ce qui n'est pas le cas des obligations indexées sur l'inflation, généralement émises par des gouvernements. De plus, en termes simplifiés, la performance des obligations à taux variable peut être davantage dictée par des opinions de marché sur l'inflation à court terme, alors que celle des titres indexés sur l'inflation reflète les anticipations à long terme relatives aux points morts d'inflation.

La performance des obligations à taux variable est donc liée au cycle économique et au sentiment des investisseurs. Certains titres individuels peuvent faire l'objet de rétrogradation de leur note de solvabilité, voire de défauts de paiements dans la situation la plus défavorable. En revanche, quand la croissance économique et les résultats des entreprises sont bien orientés, les marges d'escompte se réduisent et les obligations à taux variable affichent des performances robustes.

En termes de scénarios économiques, les obligations à taux variable ont tendance à mal se comporter dans les périodes de déflation et de croissance en baisse,

comme l'a parfaitement illustré le premier trimestre 2020. L'environnement le plus favorable pour ces titres est une croissance vigoureuse, accompagnée d'une hausse de l'inflation et des taux du marché à court terme, comme en 2004-2006 ou en 2017-2018. Des conditions de stagflation (forte inflation et ralentissement de la croissance économique) auraient des conséquences mitigées : des taux en hausse seraient bénéfiques aux obligations à taux variable, dont les coupons deviendraient plus élevés, mais seuls les émetteurs défensifs et les mieux notés afficheraient de bonnes performances. Les entreprises plus cycliques et de rang inférieur à investment grade ont typiquement besoin de croissance pour que leur dette soit viable.

À noter que les obligations à taux variable peuvent réduire, mais pas complètement éliminer, le risque de taux d'intérêt, car un décalage de quelques mois peut avoir lieu avant le réajustement des coupons. Dans le secteur des titres adossés à des actifs/créances hypothécaires, les obligations sont souvent garanties par des collatéraux spécifiques ou des actifs de l'émetteur (de manière à ce que les créanciers, comme le fonds, puissent revendiquer en priorité les actifs en question en cas de faillite ou de défaut de paiement de l'émetteur). La valeur du collatéral peut se révéler insuffisante pour honorer les engagements de l'émetteur et l'accès du fonds à celui-ci peut être limité par des lois sur les faillites ou l'insolvabilité. Nos analyses, opinions et techniques d'investissement sont susceptibles de ne pas avoir les résultats que nous escomptons.

### Un plan à long terme pour faire face à l'inflation

L'inflation est une des forces les plus préjudiciables aux investisseurs obligataires, car elle réduit les performances réelles des titres. Une protection contre le risque d'inflation se doit donc d'être envisagée dans toute stratégie d'investissement à long terme.

Les obligations indexées sur l'inflation offrent non seulement une couverture naturelle contre la hausse de l'inflation, mais sont en outre un outil efficace pour les investisseurs en quête de diversification dans un portefeuille obligataire plus large, car leur corrélation avec les autres instruments obligataires est généralement moins importante. Chez Allianz Global Investors, notre expertise ne se limite pas aux obligations indexées sur l'inflation et couvre de nombreux moteurs de performance liés à l'inflation, comme les swaps d'inflation, les transactions sur les points morts d'inflation et la gestion active de la durée et du positionnement sur les courbes.

De la même façon, les obligations à taux variable peuvent apporter des bienfaits aux portefeuilles en période d'inflation et de taux à court terme en hausse, même si les banques centrales choisissent de laisser l'économie « tourner à plein régime ». Dans ce domaine aussi, une gestion active s'impose néanmoins, en raison de la présence potentielle du risque de crédit.

Pour en revenir aux conditions macroéconomiques actuelles, l'inflation fait bel et bien son retour. Et même si le consensus estime toujours que les moteurs de l'inflation du moment sont passagers, nous pensons pour notre part qu'elle pourrait être plus élevée que ce à quoi bien des observateurs s'attendent. C'est pourquoi les investisseurs ont peut-être intérêt à rechercher des moyens de protection dès à présent.

#### **Tout investissement comporte des risques.**

La valeur et le revenu d'un investissement peuvent diminuer aussi bien qu'augmenter et l'investisseur n'est dès lors pas assuré de récupérer le capital investi. L'investissement dans des instruments dit « fixed income » peuvent exposer l'investisseur à divers risques liés à la solvabilité, aux taux d'intérêt, à la liquidité ainsi qu'à une flexibilité restreinte.

L'environnement économique changeant, les conditions de marchés peuvent affecter ces risques et impacter la valeur de votre investissement. En période de hausse des taux d'intérêt nominaux, la valeur des instruments dits de « fixed income » (incluant les positions courtes) devraient diminuer. A l'inverse, durant les périodes de baisse des taux d'intérêt, la valeur de ces instruments devrait augmenter. Le risque de liquidité peut retarder les rachats et retraits. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Si la devise dans laquelle les performances passées sont présentées n'est pas la devise du pays dans lequel l'investisseur réside, l'investisseur doit savoir que, du fait des fluctuations de taux de change entre les devises, les performances présentées peuvent être inférieures ou supérieures une fois converties dans la devise locale de l'investisseur. Les avis et opinions exprimés dans la présente communication reflètent le jugement de la société de gestion à la date de publication et sont susceptibles d'être modifiés à tout moment et sans préavis.

Certaines des données fournies dans le présent document proviennent de diverses sources et sont réputées correctes et fiables à la date de publication.

Les conditions de toute offre ou contrat sous-jacent, passé, présent ou à venir, sont celles qui prévalent. Ceci est une communication publicitaire éditée par Allianz Global Investors GmbH, [www.allianzgi.com](http://www.allianzgi.com), une société à responsabilité limitée enregistrée en Allemagne, dont le siège social se situe Bockenheimer Landstrasse 42-44, 60323 Francfort/M, enregistrée au tribunal local de Francfort/M sous le numéro HRB 9340 et agréée par la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht ([www.bafin.de](http://www.bafin.de)).

Des informations sur le Résumé des droits des investisseurs sont disponibles ici ([www.regulatory.allianzgi.com](http://www.regulatory.allianzgi.com)) Allianz Global Investors GmbH a constitué une succursale en France, Allianz Global Investors GmbH, Succursale Française, [www.allianzgi.fr](http://www.allianzgi.fr), partiellement soumise à la réglementation de l'Autorité des Marchés Financiers ([www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)). La reproduction, publication ou transmission du contenu, sous quelque forme que ce soit, est interdite; excepté dans les cas d'autorisation express d'Allianz Global Investors GmbH.