

# Le rendement des bons du trésor affecté par la hausse de l'inflation

● **Jean François Ulcoq (AfrAsia) :** « L'important est que la BOM ne laisse pas les taux réels descendre trop bas pendant trop longtemps »

Le retour de l'inflation élevée ne fait pas bon ménage avec les instruments financiers à taux fixe comme les bons du Trésor. Si l'inflation était restée modérée ces derniers temps, elle a bondi à 6,5% en juillet dernier et ceux qui investissent dans les obligations d'État - comme les fonds de pension, banques, compagnies d'assurances et individus - voient leur rendement rétrécir comme peau de chagrin.



L'inflation fait pression sur le rendement des instruments à taux fixe. À titre d'exemple, si le rendement d'une obligation est de 4 % et que l'inflation est de 6%, le rendement réel de l'obligation est de -2 % (soit 4 - 6 %). Ce qui fait que les placements dans les *treasury bills*, *treasury notes* et autre *government bonds* n'a pas trop la cote depuis mars 2020. « Depuis l'année dernière, les taux de rendement ont bien baissé avec la Covid-19. C'est aussi le cas à l'étranger, aux États-Unis et en Europe. Chez nous le taux d'inflation, year-on-year, a atteint 6,5% à fin juillet ; c'est beaucoup comparé à juin 2020 lorsque l'inflation était à 1,5% », explique un spécialiste

de l'investissement. De 1,5% en juin 2020, l'inflation a augmenté drastiquement à 5,9% en juin 2021, pour ensuite atteindre 6,5% le mois dernier. Cette forte hausse a des conséquences directes sur le rendement des instruments financiers - toutes échéances confondues. Résultat, les investisseurs se retrouvent avec des rendements réels négatifs. Il faut noter que, malgré une reprise en mars dernier, le rendement des obligations a chuté le mois dernier. « Since April 2021, local yields had started picking up. However, during July, local yields fell again. The yield on the 5-Year Government of Mauritius Bond stood at 2.62% as at end-July,

representing a drop of 0.41% for the month. Real yields were negative across all maturities », peut-on lire dans un *Investment Dashboard*. Selon les données obtenues par Aon Investment solutions auprès de *Primary dealers*, entre juin et juillet cette année : le rendement sur les obligations d'un an est passé de 1,38% à 0,94%. Le rendement pour les obligations à maturité de 3 ans a chuté de 2,32% à 1,89% et celui des obligations de 10 ans est passé de 4,14% à 3,78%. Et même le rendement des obligations de 20 ans demeure nettement en deçà (4,64% en juillet) du taux d'inflation actuel (6,5%).

Les spécialistes notent que « beaucoup de gens ne ré-

alisent pas qu'ils bénéficient finalement d'un rendement négatif. Ces taux de rendement sur les instruments financiers de l'État sont illusoire car lorsqu'on enlève le taux d'inflation, les investisseurs se retrouvent perdants. » Ce spécialiste attire l'attention également sur certains 'bonds' en Afrique qui peuvent séduire certains investisseurs au premier abord en arborant des taux de rendement mirobolants de 20% ou 22% « mais n'oubliez pas que ces pays font face à une très forte inflation et donc le rendement réel de ces obligations sera nettement inférieur à 20% ».

Selon le dernier rapport de la Banque de Maurice, le rendement moyen pondéré

(overall weighted yield) des instruments à taux fixe était de 1,29% en juin. Dans le détail le rendement pour les obligations à échéance de 91 jours était de 1,01% et de 1,22% pour celles de 182 jours. Pour les instruments à maturité d'un an le rendement moyen pondéré était de 1,48%.

Les investissements dans les actifs à revenus fixes comme les bons du Trésor permettent aux investisseurs institutionnels (banques, compagnies d'assurances, fonds de pension, etc.) et individuels, de diversifier leur portefeuille car ils sont considérés comme des placements peu risqués - voire 'risk free.' Mais dans une conjoncture d'inflation élevée, les spéciali-

stes conseillent la diversification du portefeuille.

Et comment va évoluer la courbe de rendement dans les prochains mois ? Difficile à dire. Lorsque l'inflation était sous contrôle, le 'fixed income' était un placement attrayant mais là l'inflation devrait augmenter dans les prochains mois, notamment avec la dépréciation de la roupie. « Nous importons beaucoup et éventuellement les prix des produits importés vont augmenter et l'inflation également. Donc, les investisseurs vont suivre cela de près », soulignent les spécialistes. Et en période de forte inflation, les investisseurs tendent à privilégier les placements dans les actions et l'immobilier.

**JEAN FRANÇOIS ULCOQ (AfrAsia Bank) :**

## « L'emprunteur est récompensé mais l'épargnant est pénalisé »

Jean François Ulcoq, Head of Fixed income & Liquidity management chez AfrAsia, apporte son éclairage au débat avec la remontée de l'inflation qui entraîne des intérêts réels négatifs sur les obligations d'État. Il souligne qu'il s'agit d'une situation très paradoxale où l'emprunteur est récompensé mais l'épargnant est pénalisé. Il estime que la Banque centrale ne doit pas laisser les taux réels descendre trop bas pendant trop longtemps, cela d'autant qu'elle possède suffisamment d'instruments de politique monétaire pour absorber l'excès de liquidité persistant dans le marché interbancaire, et guider les taux des bons du Trésor vers des niveaux moins bas.

**Depuis quand peut-on observer que le taux d'inflation dépasse le rendement des bons du Trésor ?**

L'inflation CPI annuelle au mois de juillet 2021 était de 6,5% (Year-on-Year), par rapport à 1,5% en juillet 2020. L'inflation globale (*headline*), très utilisée localement, était à 2,6% en juillet 2021 (période de 12 mois) par rapport à 1,8% en juillet 2020. Avec des importations de biens et services au-dessus de 50% du PIB, nous sommes inévitablement affectés par l'inflation, particulièrement pendant cette période de pandémie, de dépréciation de la roupie face au dollar américain, de même qu'une montée spectaculaire du fret maritime et aérien qui affecte nos importations de plein fouet.

Presque toujours plus élevés que les taux d'épargne, les bons du Trésor (*Treasury bills*) sont

émis par le gouvernement à travers la Banque de Maurice (BOM) dans le marché à court terme. Avec des échéances typiquement à moins d'un an, ils sont extrêmement populaires principalement depuis l'ouverture du marché secondaire par la BOM en 2017. Les taux auxquels sont échangés ces titres varient constamment d'après l'offre et la demande du marché monétaire local. Dans l'application stricte de son 'Monetary Policy Framework' publié en 2006, la BOM contrôle l'excès d'argent dans le système en vue de rapprocher le 'overnight interbank money market rate' avec le Repo Rate. Mais historiquement, l'écart entre le Repo et les bons du Trésor n'a pas été toujours très stable.

Depuis l'ouverture du marché secondaire en 2017, la BOM avait tendance à rapprocher le taux du bon du Trésor de 12 mois avec le Key Repo Rate. En 2018-2019 lorsque le Repo Rate

était à 3,50%, le bon du Trésor de 12 mois a fluctué entre 3,50% et 3% durant quasiment toute cette période. Ce n'est vraiment qu'à partir de 2020 que les taux des obligations à court terme sont vraiment tombés. De janvier à mai 2020, au début de la pandémie les taux se sont écrasés sur toute la courbe locale lorsque les investisseurs ont cherché refuge dans les obligations du gouvernement ; le bon du Trésor de 3 mois tombe de 2,50% à 0,15% durant ces quelques mois, du jamais vu à Maurice !

**Et que fait la Banque de Maurice ?**

Dès le début de la pandémie, elle a réagi très rapidement en baissant drastiquement le 'Key Repo Rate' de 3,35% à 1,85%. En même temps, elle a augmenté la quantité de liquidité disponible sur le marché interbancaire pour

éviter une éventuelle crise de liquidité, ce qui aurait été catastrophique pour le pays. Mais avec la montée récente de l'inflation nous commençons à faire face à un problème mondial, celui des intérêts réels négatifs. Ce phénomène se produit lorsque les taux de rendement sont en dessous de celui de l'inflation, comme en Europe, au Japon et même aux US depuis 2020. C'est une situation très paradoxale où l'emprunteur est récompensé mais l'épargnant est pénalisé. Ceci s'est déjà produit à Maurice, le plus récent était au début de 2018 lorsque l'inflation était brièvement montée à 5% (*Headline*) et 7% (*year-on-year*). Avec la pandémie, de plus en plus de banques centrales n'ont pas eu d'autre choix que d'appliquer une politique très accommodante à taux très faible. L'idée est d'inciter les banques à écouler ces excédents sous forme de prêts pour supporter l'économie et stimuler l'emploi.

Ceci a eu des impacts très bénéfiques pour les emprunteurs, et a aidé beaucoup d'entreprise à avoir accès à une liquidité persistante durant une longue période et permis de contribuer à conserver l'emploi dans beaucoup de secteurs affectés par la pandémie. L'excès de liquidité sur le

marché est passé d'environ Rs 12 milliards à plus de Rs 40 milliards par moments depuis le début de la pandémie jusqu'au début de cette année. Beaucoup de compagnies ont profité pour refinancer leur endettement et émettre des obligations à court, moyen et long termes car toute la courbe des taux s'est aplatie pendant plus d'un an.

Bien sûr, les fonds de pension directement dépendants des rendements d'obligations ont subi une période extrêmement difficile. Normalement, les perspectives d'inflation sont un facteur déterminant de l'évolution des taux d'intérêt à long terme, mais avec le manque de visibilité sur l'économie et l'excès de liquidité dans le système monétaire local, c'est toute la courbe des taux qui est tombée à des niveaux record.

**Quelle est la solution pour améliorer le rendement des obligations de l'État ?**

Compte tenu du ralentissement extraordinaire de l'activité économique, il est absolument impossible pour la Banque centrale d'augmenter le Repo Rate pour le moment. Même si les mesures budgétaires de support et de relance ont été bien accueillies par



le marché, la BOM a aussi peu de visibilité que nous tous avec une pandémie qui continue d'affecter la planète entière. L'important est que la BOM ne laisse pas les taux réels descendre trop bas pendant trop longtemps. Évidemment, le plus difficile pour la BOM est de trouver un juste milieu qui plaise à tout le monde. Néanmoins, elle possède suffisamment d'instruments de politique monétaire pour absorber l'excès de liquidité persistant dans le marché interbancaire, et guider les taux des bons du Trésor vers des niveaux moins bas sans pour autant pénaliser l'emprunteur.