

**Auteur**

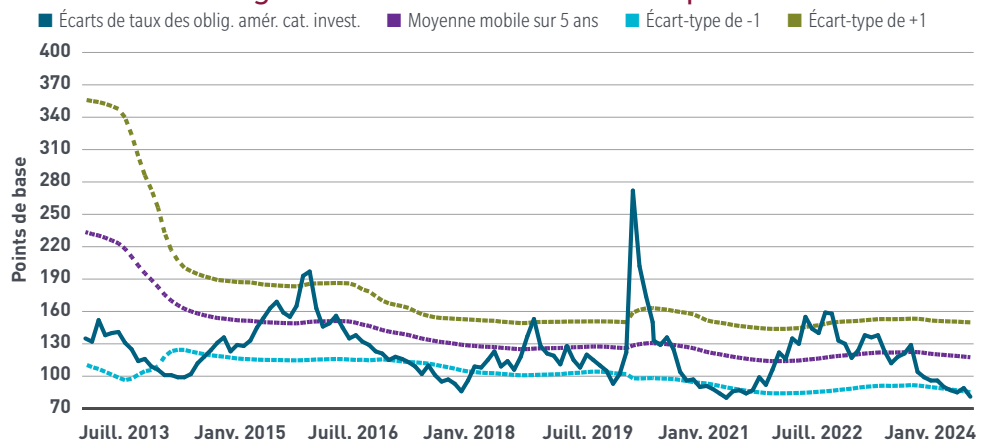


Benoit Anne  
Directeur général  
Groupe des stratégies et analyses

Pour certains investisseurs, l'évaluation des écarts de taux peut être perçue comme un obstacle important pour les titres à revenu fixe. Toutefois, nous sommes d'avis que les perspectives de rendement total des titres à revenu fixe demeurent robustes au cours de la période à venir, malgré les écarts de taux actuels qui semblent surévalués par rapport aux normes historiques. De fait, la principale source de rendement total proviendra probablement d'ailleurs, à savoir l'incidence de la baisse des taux, le portage élevé et, surtout, la contribution potentielle de l'alpha.

**Il ne fait aucun doute que les écarts de taux semblent excessifs dans de nombreux segments des titres à revenu fixe mondiaux.** Par exemple, les écarts de taux des obligations américaines de catégorie investissement se situent actuellement à environ 80 points de base (pb), ce qui est nettement inférieur à leur moyenne sur 5 ans de 118 pb (figure 1). Le niveau actuel de 80 pb correspond à une cote Z de -1,16, ce qui laisse entrevoir une importante surévaluation<sup>1</sup> qui ne se limite pas aux obligations de catégorie investissement américaines. De nombreuses catégories d'actif affichent actuellement des écarts de taux qui semblent élevés. Selon le rang centile sur 10 ans, le centile se situe proche de zéro dans le cas des obligations de catégorie investissement, des obligations à rendement élevé, des obligations municipales imposables et des obligations de sociétés des marchés émergents, ce qui donne à penser que nous observons actuellement des écarts très serrés par rapport aux normes historiques (figure 2).

**Figure 1 : Les écarts de taux des obligations américaines de catégorie investissement semblent importants**

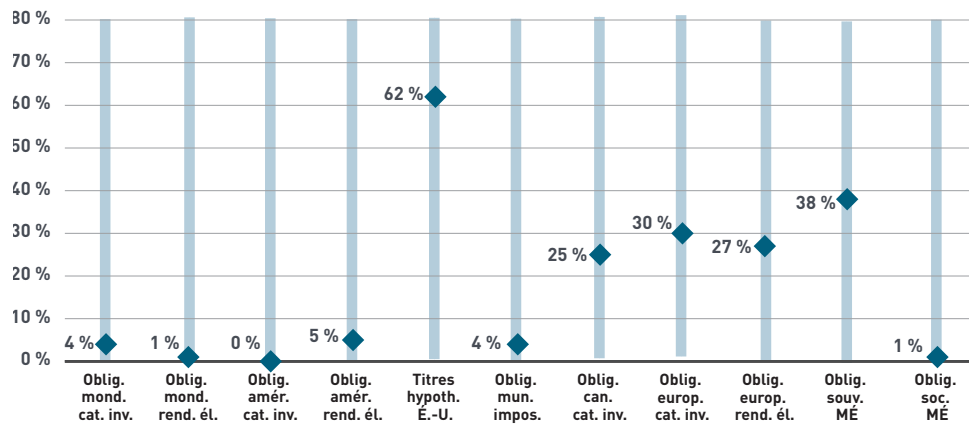


Source : Bloomberg. Oblig. amér. cat. inv. = indice Bloomberg US IG Corporate. Écarts = écarts rajustés en fonction des options. La moyenne historique est estimée sur une période mobile de 5 ans. L'écart-type de 1 par rapport à la moyenne historique indique généralement un niveau qui serait considéré comme intéressant sur le plan de l'évaluation historique (cote Z de 1). À l'inverse, le moins écart-type de 1 tend à désigner un niveau qui serait considéré comme cher. Données mensuelles d'août 2013 à octobre 2024 (au 15 octobre).

<sup>1</sup> The Big Mac, un jeu de mots sur « big macro » (grands thèmes macroéconomiques), est une publication périodique qui traite de sujets pertinents à propos du contexte macroéconomique mondial et des titres à revenu fixe mondiaux.



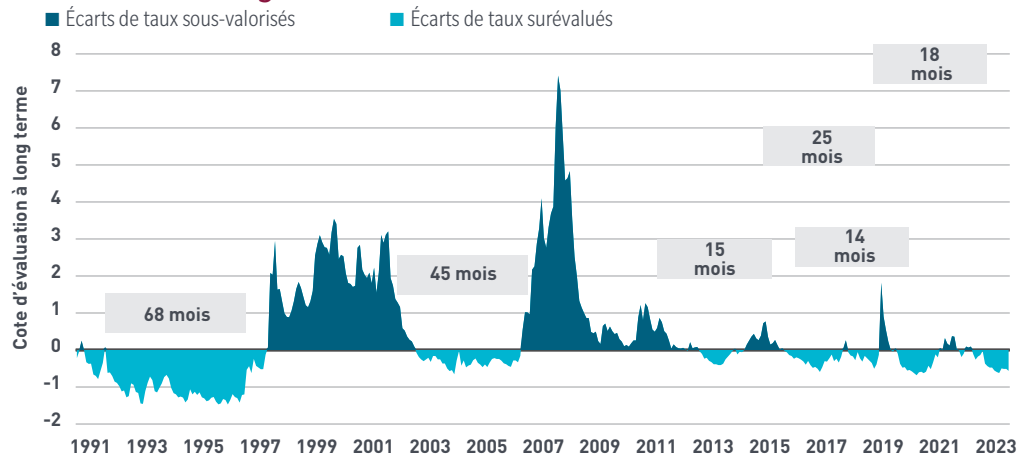
Figure 2 : Rang centile des écarts (actuel vs 10 dernières années)



Source : Bloomberg. Données quotidiennes du 15 octobre 2014 au 15 octobre 2024. Oblig. amér. cat. inv. = indice Bloomberg US Aggregate Corporate. Oblig. amér. rend. él. = indice Bloomberg US Corporate High Yield. Prêts hyp. am. = indice Bloomberg US MBS. Oblig. souv. MÉ = indice J.P. Morgan EMBI Global Diversified. Oblig. soc. march. ém. = indice J.P. Morgan CEMBI Broad Diversified. Oblig. eur. cat. inv. = indice Bloomberg Pan-Euro Aggregate Corporate. Oblig. eur. rend. él. = indice Bloomberg Pan-European High Yield. Oblig. mond. cat. inv. = indice Bloomberg Global Aggregate Corporate. Oblig. mond. rend. él. = indice Bloomberg Global Corporate High Yield. Oblig. can. cat. inv. = indice Bloomberg Canada Aggregate Corporate. Oblig. mun. imp. glob. am. = indice Bloomberg US Taxable Municipal Aggregate Eligible.

**La bonne nouvelle est qu’une évaluation exagérée des écarts de taux n’est pas rare.** En soi, un niveau d’écarts de taux élevé ne signifie pas nécessairement qu’une correction majeure des écarts se produira. En fait, tout au long de l’histoire récente, des écarts de taux importants ont eu lieu à de nombreuses reprises sur de longues périodes. Tant qu’il n’y a pas de catalyseurs de correction, les écarts de taux peuvent demeurer surévalués pendant une période prolongée, surtout si les données techniques du marché, y compris les rentrées de fonds dans la catégorie d’actif, sont robustes et si l’appétit pour le risque à l’échelle mondiale demeure sain (figure 3).

Figure 3 : Persistance des écarts de taux élevés des obligations américaines de catégorie investissement



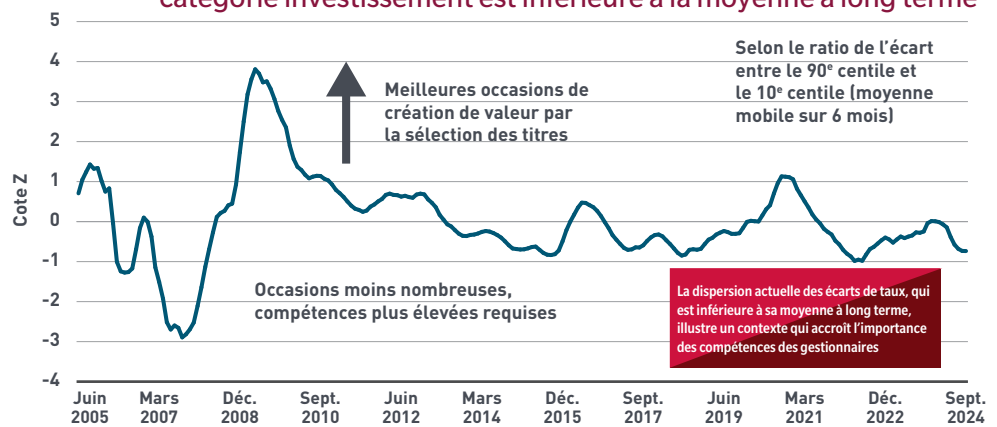
Source : Bloomberg. Oblig. amér. cat. inv. = indice Bloomberg US IG Credit. Écarts = écarts rajustés en fonction des options. Cote d’évaluation à long terme = écart de la cote Z calculé pour la période d’octobre 1991 à août 2024, selon une fenêtre élargie. Une cote Z est une mesure de l’écart par rapport à la moyenne à long terme exprimée en unités de l’écart-type. Les barres représentent les périodes où la cote Z est inférieure à 0, c.-à-d. où les écarts de taux sont élevés par rapport à leur juste valeur à long terme.



**En ce qui concerne le risque de crédit, il s’agit actuellement davantage d’alpha que de bêta.**

Compte tenu de la situation actuelle des écarts de taux, il est peu probable que la compression de ceux-ci contribue grandement au rendement total des obligations. Dans ce contexte, le rôle de l’alpha, soit le rendement excédentaire généré par le gestionnaire actif, prime. Non seulement les écarts de taux sont serrés, mais la dispersion des écarts est aussi nettement inférieure à sa moyenne historique (figure 4). Dans un tel contexte de dispersion d’écarts serrés, les occasions de création de valeur par la sélection de titres ont tendance à diminuer, ce qui signifie que la qualité du gestionnaire d’actifs et ses compétences représentent une plus-value. Autrement dit, le contexte de dispersion d’écarts de taux serrés donne la chance aux gestionnaires d’actifs hautement qualifiés de briller. Selon nous, compte tenu des évaluations actuelles, un processus de sélection des titres rigoureux et une plateforme de recherche mondiale développée risquent d’être essentiels pour créer de la valeur.

**Figure 4 : La dispersion des écarts de taux des obligations américaines de catégorie investissement est inférieure à la moyenne à long terme**



Source : Bloomberg. Titre de créance amér. cat. inv. = indice Bloomberg US IG Corporate. Dispersion des écarts de taux des obligations américaines de catégorie investissement = écart de la cote Z calculé à l’aide des données mensuelles de décembre 2004 à septembre 2024 sur une période mobile de six mois, selon une fenêtre élargie. Une cote Z est une mesure de l’écart par rapport à la moyenne à long terme en unités de l’écart-type.

**Malgré l’évaluation des écarts de taux, les prévisions de rendement total des titres de créance demeurent robustes.**

L’incidence des baisses de taux, le portage intéressant et la contribution potentielle de l’alpha devraient être les principaux facteurs de rendement de cette catégorie d’actif au cours de la prochaine année. Les conditions initiales nous semblent favorables, compte tenu du niveau actuel des taux de rendement totaux. Par exemple, le taux des obligations américaines de catégorie investissement s’établit actuellement à 5,12 %<sup>2</sup>. Cela signifie que le rendement potentiel devrait être élevé par rapport aux normes historiques. À ce rendement, il faut ajouter la contribution découlant des fluctuations des écarts de taux et des taux d’intérêt, comme l’illustre la figure 5. Dans un scénario caractérisé par une baisse des taux (suivant les conséquences des baisses de taux) et des écarts de taux stables, les rendements prévus sur un horizon d’un an pourraient se situer autour de 10 %.



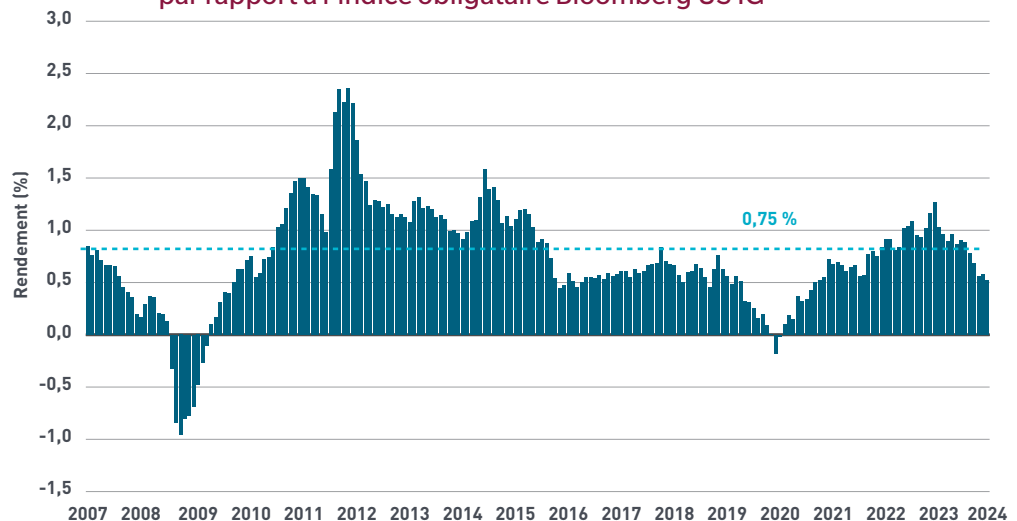
**Figure 5 : Prévisions de rendement hypothétique sur un an pour les obligations américaines de catégorie investissement selon divers scénarios de fluctuations des taux et des écarts (%)**

Oblig. amér. cat. inv.	Fluctuations des écarts de taux au cours de la prochaine année (pb)									
	-45	-30	0	+30	+60	+90	+120	+150	+180	+210
+150	-2,18	-3,22	-5,31	-7,39	-9,48	-11,56	-13,65	-15,73	-17,82	-19,90
+120	-0,10	-1,14	-3,22	-5,31	-7,39	-9,48	-11,56	-13,65	-15,73	-17,82
+90	1,99	0,95	-1,14	-3,22	-5,31	-7,39	-9,48	-11,56	-13,65	-15,73
+60	4,07	3,03	0,95	-1,14	-3,22	-5,31	-7,39	-9,48	-11,56	-13,65
+30	6,16	5,12	3,03	0,95	-1,14	-3,22	-5,31	-7,39	-9,48	-11,56
0	8,24	7,20	5,12	3,03	0,95	-1,14	-3,22	-5,31	-7,39	-9,48
-30	10,33	9,29	7,20	5,12	3,03	0,95	-1,14	-3,22	-5,31	-7,39
-60	12,41	11,37	9,29	7,20	5,12	3,03	0,95	-1,14	-3,22	-5,31
-90	14,50	13,46	11,37	9,29	7,20	5,12	3,03	0,95	-1,14	-3,22
-120	16,58	15,54	13,46	11,37	9,29	7,20	5,12	3,03	0,95	-1,14
-150	18,67	17,63	15,54	13,46	11,37	9,29	7,20	5,12	3,03	0,95

Bloomberg : Oblig. amér. cat. inv. = indice Bloomberg US IG Corporate. Taux de départ et durée au 29 octobre 2024. Les rendements hypothétiques représentent une fourchette de résultats, sont fournis à titre indicatif seulement et ne doivent pas être considérés comme une indication du rendement futur. Le chiffre affiché en gras au milieu représente le rendement le plus défavorable par rapport à l'Indice Bloomberg US Corporate. Le tableau illustre une fourchette de rendement, selon le rendement le plus défavorable et des variations progressives des taux d'intérêt ou des écarts de taux. Cette analyse prend pour hypothèse que si les taux d'intérêt et les écarts de taux demeurent inchangés, le rendement le plus défavorable de l'indice devient le facteur le plus important pour déterminer le rendement réalisé au cours de la prochaine année, ce qui permet de prendre en compte le rendement le plus défavorable de départ. Cette analyse prend pour hypothèse qu'il n'y a aucune défaillance parmi les obligations, que les obligations qui constituent l'indice ne changent pas et que toutes les obligations sont détenues jusqu'à l'échéance. Les variations des taux d'intérêt représentent un changement parallèle de la courbe des taux à la fin de la période et les mesures de durée et de durée des écarts sont rajustées en fonction des options.

En dehors du bêta, les rendements excédentaires ont toujours été importants, ce qui renforce les arguments en faveur d'une gestion active des titres à revenu fixe. Si l'on examine l'historique des gestionnaires d'actifs qui utilisent le Bloomberg US Credit comme indice de référence, la création de valeur générée au cours des 20 dernières années a atteint 75 pb par année en moyenne, ce qui est substantiel. Les leviers de création de valeur à la disposition du gestionnaire d'actifs sont diversifiés, qu'il s'agisse de la sélection des titres, de la répartition sectorielle, de la valeur relative ou du positionnement sur la courbe des taux. Étant donné que le bêta sur 20 ans de l'indice US IG Credit se situe actuellement à 4,03 %, une création de valeur de 75 pb représente une hausse importante.

**Figure 6 : Rendement excédentaire moyen sur une période mobile de trois ans – Stratégie d'obligations de sociétés américaines moyenne par rapport à l'indice obligataire Bloomberg US IG**



Source : eVestment Alliance, LLC. L'univers des titres à revenu fixe mondiaux eVestment a été examiné pour détecter les gestionnaires actifs selon une approche non couverte et a été comparé à l'indice Bloomberg US Credit. Les rendements sont présentés avant déduction des frais et en dollars américains. Données trimestrielles d'avril 2004 à mars 2024. Le rendement passé n'est pas garant du rendement futur.

## Analyse des titres à revenu fixe

Novembre 2024



**Dans l'ensemble, les perspectives de rendement total des titres à revenu fixe demeurent solides, principalement en raison de la contribution des baisses de taux prévues et du portage élevé. Il est toutefois peu probable que les écarts de taux contribuent de façon importante au rendement. En fin de compte, pour ce qui est des titres de créance, nous croyons que le contexte est beaucoup plus favorable à l'alpha comme source de rendement qu'au bêta. ▲**

### Notes

<sup>1</sup> Une cote Z est une mesure de l'écart par rapport à la moyenne à long terme en unités de l'écart-type. Une cote Z de 1 (écart-type de 1 par rapport à la moyenne historique) indique généralement un niveau qui serait considéré comme intéressant sur le plan de l'évaluation historique. À l'inverse, une cote Z de -1 tend à désigner un niveau qui serait considéré comme cher.

<sup>2</sup> Source : Bloomberg. Oblig. amér. cat. inv. = indice Bloomberg US IG Corporate. Données au 29 octobre 2024.

# Analyse des titres à revenu fixe

Novembre 2024



Source : Bloomberg Index Services Limited. BLOOMBERG<sup>MD</sup> est une marque de commerce et de service de Bloomberg Finance L.P. et de ses sociétés affiliées (collectivement « Bloomberg »). Bloomberg ou les concédants de licence de Bloomberg détiennent tous les droits patrimoniaux des indices Bloomberg. Bloomberg n'approuve ni n'endosse ce document, n'offre de garantie quant à l'exactitude ou l'exhaustivité des renseignements qu'il contient ou n'offre de garantie, expresse ou implicite, relativement aux résultats pouvant être obtenus par suite de leur utilisation et, dans toute la mesure où cela est permis par la loi, ne saurait être tenue responsable des préjudices ou dommages pouvant en découler.

Les renseignements proviennent de sources jugées fiables, mais J.P. Morgan ne garantit pas leur exhaustivité ni leur exactitude. L'indice est utilisé avec permission. On ne peut copier, utiliser ou distribuer l'indice sans obtenir au préalable le consentement écrit de J.P. Morgan. © J.P. Morgan Chase & Co., 2023. Tous droits réservés.

Les opinions exprimées dans le présent document sont celles du Groupe des stratégies et analyses de MFS au sein de l'unité de distribution de MFS et peuvent différer de celles des gestionnaires de portefeuille ainsi que des analystes de recherche de MFS. Ces opinions peuvent changer sans préavis et ne doivent pas être interprétées comme des conseils de placement, des recommandations de titres ou une indication d'intention de placement du conseiller au nom de MFS. La diversification ne garantit pas un gain ou une protection contre les pertes. Le rendement passé n'est pas garant du rendement futur.

## RENSEIGNEMENTS MONDIAUX

Sauf indication contraire, les logos ainsi que les noms des produits et services sont des marques de commerce de MFS<sup>MD</sup> et de ses sociétés affiliées, qui peuvent être déposées dans certains pays.

Distribué par : **États-Unis** – MFS Institutional Advisors, Inc. (« MFSI »), MFS Investment Management et MFS Fund Distributors, Inc., membre de la SIPC; **Amérique latine** – MFS International Ltd.;

**Canada** – MFS Gestion de Placements Canada Limitée. **Note à l'intention des lecteurs du Royaume-Uni et de la Suisse** : Publié au Royaume-Uni et en Suisse par MFS International (UK) Limited (« MIL UK »), une société privée à responsabilité limitée inscrite en Angleterre et au pays de Galles sous le numéro 03062718, dont les activités de placement sont autorisées et réglementées par la UK Financial Conduct Authority. Le siège social de MIL UK, filiale indirecte de MFS<sup>MD</sup>, se trouve au One Carter Lane, Londres (EC4V 5ER), au Royaume-Uni. **Note à l'intention des lecteurs européens**

(hors Royaume-Uni et Suisse) : Publié en Europe par MFS Investment Management (Lux) s. à r. l. (MFS Lux) – société autorisée en vertu des lois du Luxembourg en tant que société de gestion pour les fonds domiciliés au Luxembourg – les deux offrent des produits et des services de placement aux investisseurs institutionnels. Le siège social de cette société à responsabilité limitée se situe au 4, rue Albert Borschette, Luxembourg L-1246. Tél. : 352 2826 12800. Le présent document est réservé aux investisseurs professionnels (dans la mesure où les organismes de réglementation locaux le permettent). On ne doit pas s'y fier et il ne doit pas être distribué si cela contrevient à la réglementation locale; **Singapour** – MFS International Singapore Pte. Ltd. (CRN 201228809M);

**Australie/Nouvelle-Zélande** – MFS International Australia Pty Ltd (« MFS Australia ») (ABN 68 607 579 537) détient le permis numéro 485343 pour la prestation de services financiers en Australie.

MFS Australia est régie par l'Australian Securities and Investments Commission; **Hong Kong** – MFS International (Hong Kong) Limited (« MIL HK »), une société privée à responsabilité limitée inscrite auprès de la Hong Kong Securities and Futures Commission (« SFC ») et réglementée par celle-ci. MIL HK est autorisée à exercer des activités réglementées de négociation de titres et de gestion d'actifs, et peut fournir certains services de placement à des « investisseurs professionnels » au sens de la Securities and Futures Ordinance (« SFO »); **pour les investisseurs professionnels en Chine** – MFS Financial Management Consulting (Shanghai) Co., Ltd. 2801-12, 28th Floor, 100 Century Avenue, Shanghai World Financial Center, Shanghai Pilot Free Trade Zone, 200120, Chine, une entreprise chinoise à responsabilité limitée réglementée pour fournir des services-conseils en gestion financière; **Japon** – MFS Investment Management K.K. est inscrite à titre d'opérateur d'instruments financiers, Kanto Local Finance Bureau (FIBO) No. 312, membre de l'Investment Trust Association du Japon et de la Japan Investment Advisers Association. Comme les frais assumés par les investisseurs varient selon les circonstances (produits, services, période de placement, conditions du marché, etc.), le montant total et les méthodes de calcul ne peuvent être indiqués à l'avance. Tous les placements comportent des risques, y compris les fluctuations de marché, et les investisseurs peuvent perdre le capital investi. Avant de faire des placements, les investisseurs devraient obtenir et lire attentivement le prospectus et les documents indiqués dans l'article 37-3 de la Financial Instruments and Exchange Act; **Bahreïn** – Ce document n'a pas été approuvé par la Central Bank of Bahrain, qui n'assume aucune responsabilité à l'égard de son contenu. Il n'y aura aucune offre publique dans le Royaume de Bahreïn et le présent document ne doit être lu que par le destinataire et ne doit pas être transmis, fourni ou montré au public en général. La Central Bank of Bahrain n'assume aucune responsabilité quant à l'exactitude et à l'exhaustivité des déclarations et des renseignements contenus dans le présent document et se dégage expressément de toute responsabilité à l'égard de toute perte consécutive à la fiabilité accordée à la totalité ou à une partie du contenu du présent document. Le conseil d'administration et la direction de l'émetteur acceptent la responsabilité des renseignements contenus dans le présent document. Au meilleur des connaissances et des convictions du conseil d'administration et de la direction, qui ont tous pris toutes les précautions raisonnables pour s'assurer qu'il en soit ainsi, les renseignements contenus dans le présent document sont conformes aux faits et n'omettent rien qui soit à même d'avoir une incidence sur la fiabilité de ces renseignements; **Koweït** – Ce document ne doit pas être largement diffusé au public au Koweït. Les renseignements n'ont pas été autorisés à des fins d'offre par la Kuwait Capital Markets Authority ou tout autre organisme gouvernemental pertinent du Koweït. Aucune offre privée ou publique à l'égard des renseignements n'est présentée au Koweït, et aucune entente relative aux renseignements ne sera conclue au Koweït. Aucune activité de marketing, de sollicitation ou d'incitation n'est utilisée pour offrir ou commercialiser les renseignements au Koweït; **Oman** – Pour les résidents du Sultanat d'Oman : Les renseignements contenus dans le présent document ne constituent pas une offre publique de titres dans le Sultanat d'Oman, comme le prévoient la Commercial Companies Law d'Oman (décret royal 4/74) ou la Capital Market Law d'Oman (décret royal 80/98). Ces renseignements sont diffusés de façon limitée strictement aux entités constituées en personne morale qui correspondent à la description des investisseurs avertis (article 139 des dispositions réglementaires de la Capital Market Law). Le destinataire reconnaît être un investisseur averti qui possède de l'expérience en affaires et en finances et qui est en mesure d'évaluer les avantages et les risques d'un placement; **Afrique du Sud** – Le présent document et les renseignements qu'il contient ne constituent pas et ne visent aucunement à constituer une offre publique de titres en Afrique du Sud et, par conséquent, ne doivent pas être interprétés comme tels. Ce document ne doit pas être largement diffusé au public en Afrique du Sud. Le présent document n'a pas été approuvé par la Financial Sector Conduct Authority et ni MFS International (U.K.) Limited ni ses fonds ne sont enregistrés à des fins de vente publique en Afrique du Sud; **Émirats arabes unis** – Le présent document et les renseignements qu'il contient ne constituent pas et ne visent aucunement à constituer une offre publique de titres aux Émirats arabes unis et, par conséquent, ne doivent pas être interprétés comme tels. Les renseignements ne sont offerts qu'à un nombre limité d'investisseurs exemptés des Émirats arabes unis qui appartiennent à l'une des catégories suivantes d'investisseurs qualifiés non physiques : (1) un investisseur capable de gérer ses placements lui-même, notamment : a) le gouvernement fédéral, les gouvernements locaux, les entités gouvernementales et les autorités ou les sociétés détenues en propriété exclusive par ces entités; b) les entités et organisations internationales; ou c) une personne autorisée à exercer une activité commerciale dans les Émirats arabes unis; à condition que le placement soit l'un des objets de cette personne; ou (2) un investisseur représenté par un gestionnaire de placement inscrit auprès de la Securities and Commodities Authority (individuellement un « investisseur qualifié non physique »). Les renseignements et les données n'ont pas été approuvés, autorisés ou enregistrés auprès de la Central Bank of the UAE, la Securities and Commodities Authority, la Dubai Financial Services Authority, la Financial Services Regulatory Authority ou toute autre autorité compétente en matière d'octroi de permis ou tout autre organisme gouvernemental des Émirats arabes unis (les « autorités »). Les autorités n'assument aucune responsabilité à l'égard des placements que le destinataire désigné effectue à titre d'investisseur qualifié non physique en fonction de l'exactitude des renseignements portant sur les titres. Si vous ne comprenez pas le contenu du présent document, vous devriez consulter un conseiller financier autorisé; **Arabie saoudite** – Le présent document ne peut être distribué dans le royaume sauf aux personnes autorisées en vertu des Investment Funds Regulations publiés par la Capital Market Authority. La Capital Market Authority ne fait aucune déclaration quant à l'exactitude ou à l'exhaustivité du présent document et se dégage expressément de toute responsabilité à l'égard de toute perte consécutive, ou découlant de la fiabilité accordée, à toute partie du présent document. Les acheteurs éventuels des titres offerts aux présentes doivent effectuer leur propre contrôle diligent pour vérifier l'exactitude des renseignements portant sur les titres. Si vous ne comprenez pas le contenu du présent document, vous devriez consulter un conseiller financier autorisé; **Qatar** – Ce document/fonds n'est offert qu'à un nombre limité d'investisseurs qui sont disposés et aptes à mener une enquête indépendante sur les risques associés à un placement au titre de ce document/fonds. Le document ne constitue pas une offre publique et est réservé à l'usage du destinataire désigné; il ne doit pas être remis ou montré à toute autre personne (mis à part les employés, les agents ou les consultants dans le cadre de l'examen du destinataire). Le fonds n'a pas été et ne sera pas enregistré auprès de la Qatar Central Bank ni en vertu des lois de l'État du Qatar. Aucune opération ne sera conclue dans votre territoire et toute demande de renseignements concernant le document/fonds doit être adressée à votre personne-ressource à l'extérieur du Qatar.