

Le Big Mac se prononce sur la répartition des liquidités¹

Il est temps de se départir des certificats de dépôt

Auteur

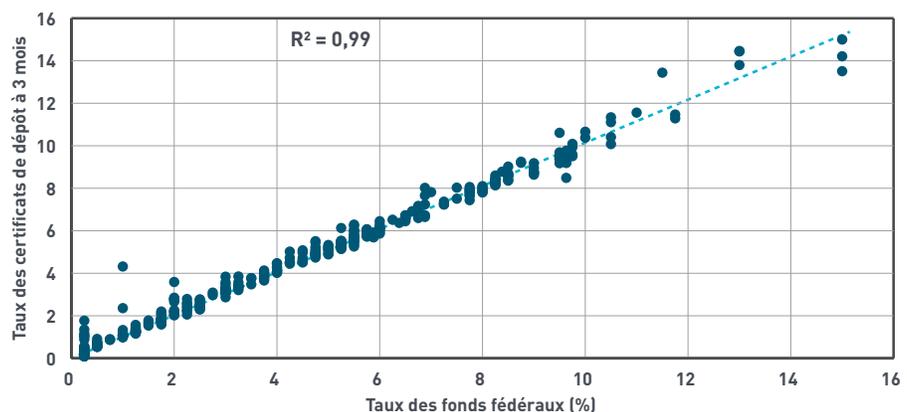


Benoit Anne
Directeur général
Groupe des solutions de placement

Les liquidités ont été une catégorie d'actif populaire au cours des derniers mois. Dans le régime macroéconomique de « crainte de la Fed », les liquidités ont été en mesure d'offrir une certaine protection contre une hausse des taux et un choc important lié à l'aversion pour le risque, tout en procurant de solides taux de rendement. Mais le contexte macroéconomique a radicalement changé. Comme le taux des fonds fédéraux se situe à un sommet ou s'en rapproche, nous croyons que les liquidités – sous la forme de certificats de dépôt – commenceront sans doute à tirer de l'arrière par rapport aux titres de créance au cours de la prochaine période. Nous préférons avoir une certaine exposition au risque de crédit comme solution de rechange intéressante aux liquidités.

Étant donné que le cycle de resserrement de la Fed est (pratiquement) terminé, nous croyons que les liquidités accuseront probablement un retour sur les titres de créance. Le sommet des taux des banques centrales a historiquement constitué un tournant important en ce qui a trait à la sous-performance des liquidités par rapport aux titres à revenu fixe. Dans le présent rapport, nous analysons le rendement des liquidités à l'aide du taux des certificats de dépôt américains à 3 mois, pour lequel les données à long terme sont facilement accessibles. Comme le montre la figure 1, il y a une corrélation extrêmement élevée entre le taux des fonds fédéraux et le taux des certificats de dépôt à 3 mois. En d'autres mots, le taux des certificats de dépôt a toujours été déterminé par le taux directeur de la Réserve fédérale américaine.

Figure 1 : Relation statistique entre le taux des fonds fédéraux et le taux des certificats de dépôt à 3 mois



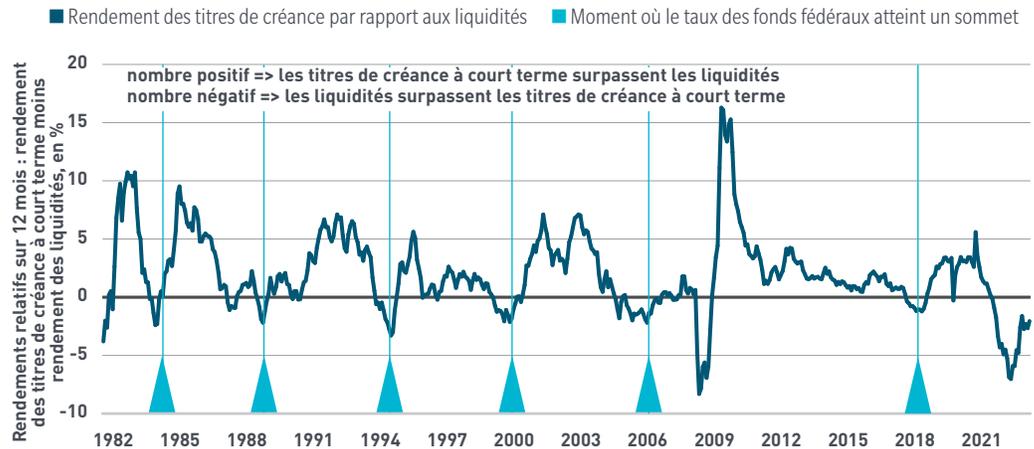
Sources : Bloomberg, Fed et base de données Fed Fred. Taux des fonds fédéraux : liquidités = taux à 3 mois ou à 90 jours et rendements : certificats de dépôt pour les États-Unis, pourcentage, mensuel, non désaisonnalisé. Données mensuelles de janvier 1982 à août 2023.

¹ 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.



Dans le passé, les liquidités ont commencé à tirer de l'arrière par rapport aux titres de créance à court terme peu après le sommet du taux des fonds fédéraux. En analysant les données historiques sur la politique monétaire de la Fed depuis 1982, nous avons identifié six cycles de resserrement différents. Dans l'ensemble, le rendement des liquidités a été inférieur à celui des titres de créance à court terme trois mois après le sommet du taux des fonds fédéraux en moyenne, comme le montre la figure 2. Les rendements relatifs des titres de créance par rapport aux liquidités ont eu tendance à revenir en territoire positif peu après l'atteinte par le taux de la Fed de son sommet cyclique.

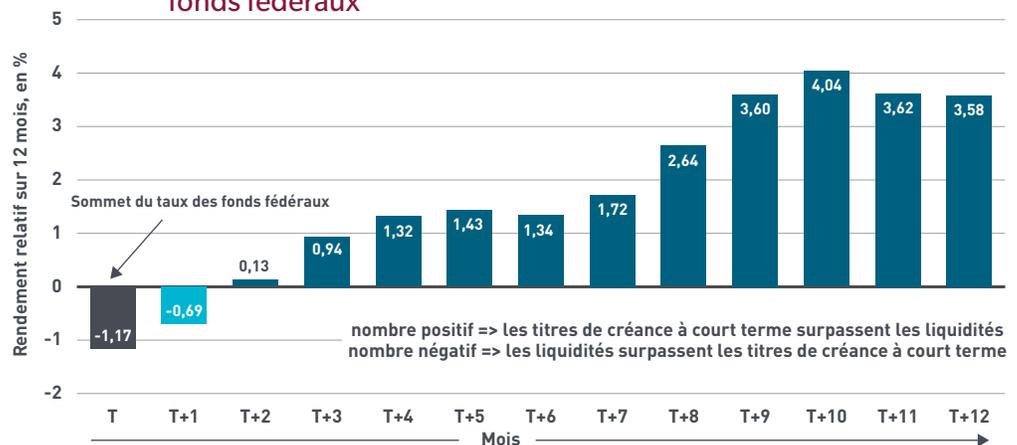
Figure 2 : Rendements relatifs des titres de créance à court terme par rapport aux liquidités, et sommets du taux des fonds fédéraux



Sources : Bloomberg, base de données Fed Fred et ICE BofA. Taux des fonds fédéraux : liquidités = taux à 3 mois ou à 90 jours et rendements : certificats de dépôt pour les États-Unis, pourcentage, mensuel, non désaisonnalisé. Titres de créance à court terme = ICE BofA, obligations de sociétés américaines de catégorie investissement de 1 an à 3 ans (indice C1A0). Données mensuelles de janvier 1982 à août 2023. Rendements annualisés calculés chaque mois.

L'ampleur de la sous-performance des liquidités a eu tendance à augmenter avec le temps. Au cours des premiers mois qui ont suivi la fin du cycle de resserrement de la Fed, la sous-performance des liquidités a été modeste. Trois mois après le sommet, par exemple, les titres de créance à court terme ont surpassé les liquidités de seulement 0,94% en moyenne. Toutefois, la sous-performance des liquidités est ensuite devenue plus importante et a atteint une moyenne de 3,6% au neuvième mois et est demeurée élevée par la suite (figure 3).

Figure 3 : Ampleur des rendements relatifs des titres de créance à court terme par rapport aux liquidités après le sommet du taux des fonds fédéraux



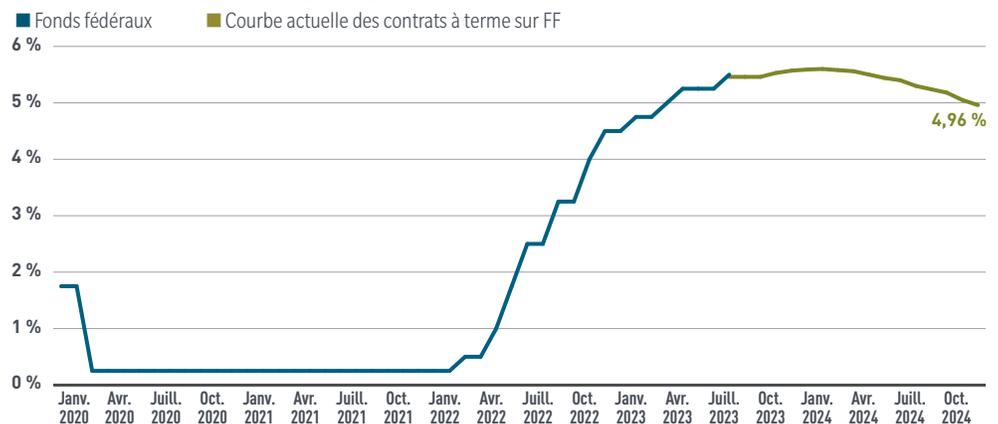
Sources : Bloomberg, base de données Fed Fred et ICE BofA. Taux des fonds fédéraux : liquidités = taux à 3 mois ou à 90 jours et rendements : certificats de dépôt pour les États-Unis, pourcentage, mensuel, non désaisonnalisé. Titres de créance = ICE BofA, obligations de sociétés américaines de catégorie investissement de 1 an à 3 ans (indice C1A0). Données mensuelles de janvier 1982 à juillet 2023. Rendements sur 12 mois. Selon la moyenne des six périodes où le taux a atteint un sommet depuis 1982.



Nous sommes peut-être déjà dans le deuxième mois. Le débat se poursuit quant à savoir si la Fed a déjà terminé son cycle de resserrement, à la suite de sa plus récente hausse de taux en juillet, mais nous avons essentiellement atteint la fin du cycle ou nous en sommes très près. Selon nous, de nombreux arguments convaincants soutiennent l'opinion selon laquelle le taux de la Fed a déjà atteint son sommet cyclique. En particulier, des progrès substantiels en matière de désinflation ont procuré un degré de confiance beaucoup plus élevé à la banque centrale. Si nous sommes effectivement dans le deuxième mois, cela donne à penser que, selon notre analyse historique, la sous-performance des liquidités approche à grands pas.

Compte tenu de la politique monétaire actuelle de la Fed, les taux des liquidités devraient diminuer au cours des prochains trimestres. Comme nous l'avons vu plus haut, le taux des fonds fédéraux est le principal facteur qui influence les taux des liquidités. La courbe des contrats à terme fondés sur le taux des fonds fédéraux laisse entrevoir la possibilité d'une réduction du taux des fonds fédéraux à 4,96 % d'ici la fin de 2024, les baisses de taux commençant au troisième trimestre. Cette baisse de taux nuirait aux perspectives de rendement des liquidités.

Figure 4 : Fonds fédéraux et courbe des contrats à terme fondés sur le taux des fonds fédéraux



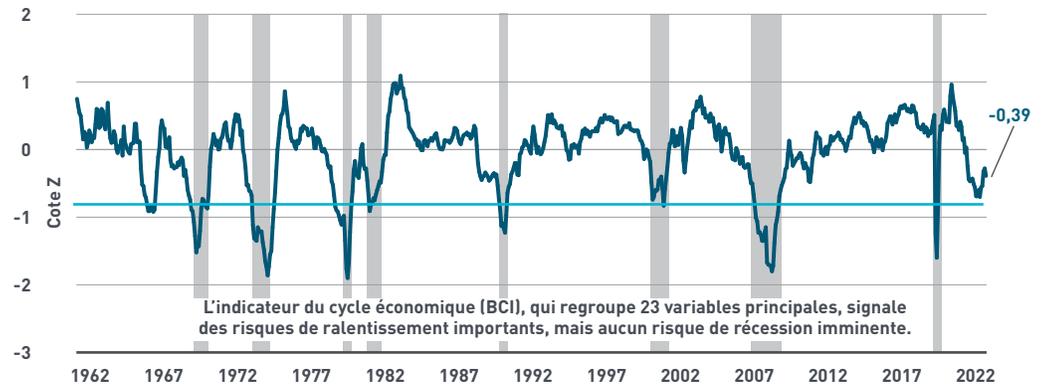
Source : Bloomberg. Données mensuelles de janvier 2020 à août 2023. Taux directeurs implicites fondés sur les contrats à terme mensuels sur les fonds fédéraux de septembre 2023 à décembre 2024, rajustés de 0,125 % pour tenir compte de la limite supérieure des fonds fédéraux. Données au 21 septembre 2023.

Compte tenu du contexte macroéconomique, il nous semble logique d'accroître le risque de crédit.

En effet, les perspectives macroéconomiques se sont améliorées au cours des dernières semaines, les craintes d'une récession s'atténuant quelque peu. En effet, les arguments en faveur d'un atterrissage en douceur se sont raffermis, ce qui est moins favorable à une orientation fortement défensive. Il s'agit d'un événement important pour les titres à revenu fixe, car il pourrait réduire le risque d'un élargissement important des écarts en cas de récession. Toutefois, compte tenu de la vitesse et de l'ampleur de ce cycle de hausses, le risque d'un resserrement plus musclé semble faible, ce qui serait favorable pour les titres à revenu fixe. Notre indicateur du cycle économique montre maintenant que le risque de récession a considérablement diminué, même si le risque d'un ralentissement important de la croissance persiste (figure 5).



Figure 5 : L'indicateur du cycle économique : regroupement d'indicateurs avancés précis pour les États-Unis

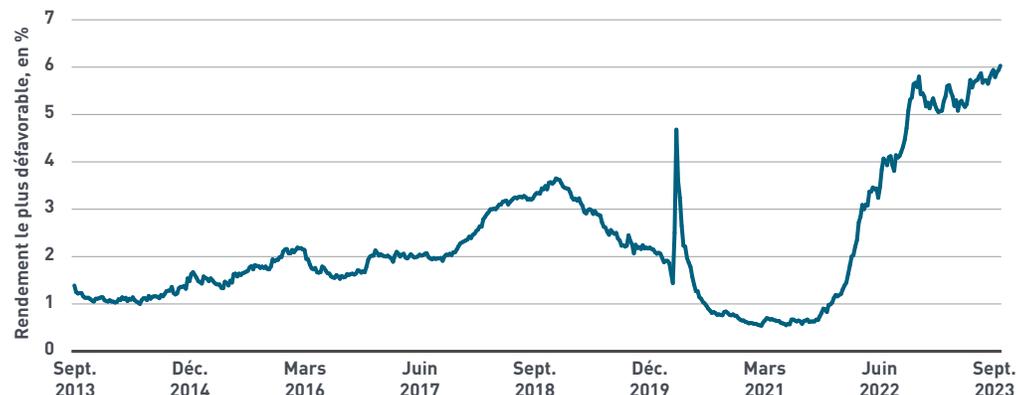


Sources : Données de Bloomberg. Données mensuelles de janvier 1962 à août 2023. L'indice BCI regroupe les cotes z de 23 variables. Les zones ombrées désignent les récessions officielles aux États-Unis telles que définies par le National Bureau of Economic Research (NBER). La cote Z correspond au nombre d'écart-types d'un point donné au-dessus ou en dessous de la moyenne. La ligne horizontale indique une cote Z de -0,75, ce qui signale un écart important par rapport à la moyenne. Reportez-vous à la remarque finale pour connaître toutes les sources!

Les taux du marché ont augmenté récemment pour les bonnes raisons. L'an dernier, la correction des taux a été principalement attribuable au choc de l'inflation. Ce n'est plus le cas. Nous sommes maintenant d'avis que la récente intervention relative aux taux reflète l'amélioration des perspectives de croissance. Cependant, nous ne croyons pas que la correction des taux sera durable. Selon nous, les taux du marché se stabiliseront à un niveau plus élevé et la volatilité des taux diminuera, ce qui favorise les rendements des titres à revenu fixe à long terme.

Les évaluations des titres de créance à court terme nous semblent plutôt favorables. Pour commencer, le taux de rendement actuel des obligations à court terme est d'environ 6,0 %, ce qui est assez élevé par rapport aux normes historiques, et supérieur d'environ 60 points de base (pb) aux taux actuels des certificats de dépôt (figure 6). Cela signifie qu'avec une durée de 1,8, l'indice des obligations à court terme devrait subir une hausse de taux de 30 pb pour que le rendement atteigne le même niveau que les taux des certificats de dépôt à 3 mois (en supposant que le taux des certificats de dépôt demeure inchangé au cours de la même période). Le taux de départ plus élevé contribue à réduire le risque de rendements plus faibles. La figure 7 présente les diverses combinaisons des prévisions de rendement sur un an pour les obligations américaines de catégorie investissement de 1 an à 3 ans selon divers scénarios de fluctuations des taux et des écarts. Dans l'ensemble, seul un scénario extrême (illustré en rouge) entraînerait un rendement négatif sur une période d'un an.

Figure 6 : Taux des titres de créance à court terme



Sources : Bloomberg et ICE BofA. Titres de créance à court terme = ICE BofA, obligations de sociétés américaines de catégorie investissement de 1 an à 3 ans (indice C1A0). Données hebdomadaires du 13 septembre 2013 au 21 septembre 2023.



Figure 7 : Prévisions de rendement sur un an pour les titres de créance américains à court terme selon divers scénarios de fluctuations des taux et des écarts (%)

Oblig. de sociétés amér. de cat. inv. de 1 an à 3 ans

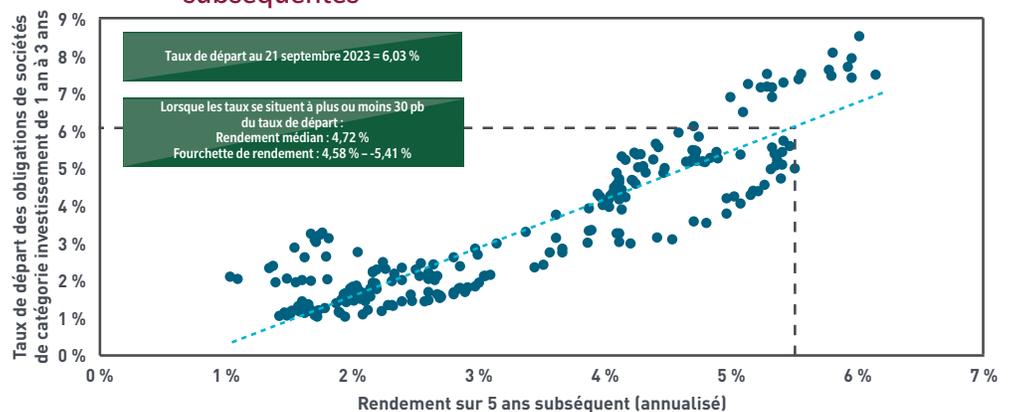
Fluctuations des écarts au cours de la prochaine année

		-150	-120	-90	-60	-30	0	+30	+60	+90	+120	+150	+180	+210
Fluctuations des taux au cours de la prochaine année (pb)	+150	5,98	5,43	4,96	4,42	3,88	3,35	2,81	2,28	1,74	1,21	0,67	0,14	-0,40
	+120	6,54	5,98	5,49	4,96	4,42	3,88	3,35	2,81	2,28	1,74	1,21	0,67	0,14
	+90	7,09	6,54	6,03	5,49	4,96	4,42	3,88	3,35	2,81	2,28	1,74	1,21	0,67
	+60	7,65	7,09	6,56	6,03	5,49	4,96	4,42	3,88	3,35	2,81	2,28	1,74	1,21
	+30	7,65	7,65	7,10	6,56	6,03	5,49	4,96	4,42	3,88	3,35	2,81	2,28	1,74
	0	8,76	8,20	7,63	7,09	6,54	6,03	5,43	4,87	4,32	3,76	3,21	2,65	2,10
	-30	9,31	8,76	8,17	7,63	7,10	6,56	6,03	5,49	4,96	4,42	3,88	3,35	2,81
-60	9,87	9,31	8,70	8,17	7,63	7,10	6,56	6,03	5,49	4,96	4,42	3,88	3,35	
-90	10,42	9,87	9,24	8,70	8,17	7,63	7,10	6,56	6,03	5,49	4,96	4,42	3,88	
-120	10,98	10,42	9,77	9,24	8,70	8,17	7,63	7,10	6,56	6,03	5,49	4,96	4,42	
-150	11,53	10,98	10,31	9,77	9,24	8,70	8,17	7,63	7,10	6,56	6,03	5,49	4,96	

Sources : Bloomberg et ICE BofA. Oblig. de sociétés amér. de cat. inv. de 1 an à 3 ans = ICE BofA, obligations de sociétés américaines de catégorie investissement de 1 an à 3 ans (indice C1A0). Rendement actuel de 6,03 % au 21 septembre 2023. Durée actuelle au 21 septembre 2023. Le rendement prévu sur un an est estimé en fonction du taux de rendement actuel + la variation nette entre le taux et l'écart de taux x la durée. Les références au rendement prévu ne sont ni des promesses ni des estimations du rendement réel que pourrait réaliser un investisseur, et il ne faut pas s'y fier. Les prévisions sont présentées à titre indicatif seulement et elles ne doivent pas être considérées comme étant des conseils ou interprétées comme étant des recommandations ou des garanties de rendement. Elles reposent sur des estimations et des hypothèses subjectives qui n'ont pas encore eu lieu ou qui pourraient ou non se réaliser. Les prévisions comportent des limites, car elles ne reposent pas sur des opérations réelles, mais elles sont plutôt basées sur les modèles et les données compilées par MFS. Les résultats ne sont pas représentatifs des rendements réels qui pourraient être obtenus. Les rendements peuvent varier considérablement d'un investisseur à l'autre.

Par le passé, les taux de départ ont eu tendance à afficher une corrélation avec les rendements subséquents. Les données historiques laissent entrevoir une forte relation entre les taux d'entrée et les rendements subséquents. Au cours des périodes historiques où le taux de départ des obligations à court terme se situait entre 4,6 % et 5,2 %, soit une fourchette de 30 pb autour du taux actuel, les rendements sur 5 ans subséquents fluctuaient entre 4,4 % et 5,46 %, le rendement médian étant de 4,72 % (figure 8).

Figure 8 : Titres de sociétés américaines de catégorie investissement de 1 an à 3 ans : taux de départ et rendement total des 5 années subséquentes



Sources : Bloomberg. ICE BofA. Titres de créance à court terme = ICE BofA, obligations de sociétés américaines de catégorie investissement de 1 an à 3 ans (indice C1A0). Données mensuelles de janvier 2000 à août 2023. Le rendement passé n'est pas garant du rendement futur.

Dans l'ensemble, comme le cycle de resserrement de la Fed tire à sa fin, nous croyons que le moment est peut-être venu de se départir de nos certificats de dépôt. En effet, nous croyons que les liquidités devraient enregistrer des rendements inférieurs à ceux des obligations à court terme au cours de la prochaine période. Nous sommes optimistes à l'égard d'une certaine exposition au risque de crédit comme solution de rechange aux liquidités, compte tenu des évaluations intéressantes, de l'amélioration du contexte de croissance et de la dynamique favorable de l'inflation. ▲



Notes

¹ Le BCI intègre les variables suivantes : Demandes d'assurance-chômage initiales (Department of Labor), Permis de construire (US Census Bureau), Indice de diffusion de l'enquête sur les perspectives des entreprises de la Fed de Philadelphie (Fed de Philadelphie (Fed de Philadelphie), ventes de logements neufs (US Census Bureau), Indice de confiance des consommateurs (Université du Michigan), Indice de confiance des consommateurs (Conference Board), Indice des dépenses en immobilisations prévues composé des enquêtes régionales de la Fed (New York, Richmond, Dallas, Kansas City, Philadelphie), Nouvelles commandes de l'ISM (Institute for Supply Management), Variation des marges bénéficiaires des sociétés (Bureau of Economic Analysis), Croissance des bénéfices des sociétés (Bureau of Economic Analysis), Niveau des marges bénéficiaires des sociétés (Bureau of Economic Analysis), Écart de production (Congressional Budget Office), Indice des prix à la consommation aux États-Unis (Bureau of Labor Statistics), Empire State Manufacturing Survey (Fed de New York), National Association of Home Builders Market Index (NAHB), Indice de confiance des petites entreprises de la NFIB (NFIB), Mises en chantier résidentielles (Census bureau), Sondage d'opinion auprès des responsables des prêts, pourcentage net des répondants américains qui resserrent les normes relatives aux prêts commerciaux et industriels aux petites entreprises (Fed), Indice manufacturier ISM (Institute for Supply Management), Indice ISM des services (Institute for Supply Management), Ratio de placement : investissement fixe en % du PIB – transformé en série mensuelle par interpolation (Bureau of Economic Analysis), Modification du ratio de rémunération. Rémunération personnelle des employés reçue en % du PIB. Variation sur 12 mois du ratio (Bureau of Economic Analysis), coût unitaire de la main-d'œuvre (Bureau of Labor Statistics).

Source : Bloomberg Index Services Limited. BLOOMBERG^{MD} 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 opinions exprimées dans le présent document sont celles du Groupe des solutions de placement 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.

Sauf indication contraire, les logos ainsi que les noms des produits et services sont des marques de commerce de MFS^{MD} 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^{MD}, 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 se situe au S. à r. l. 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*.