

# Les obligations municipales imposables pourraient détenir la clé de l'amélioration des portefeuilles d'IGP

## Auteurs



Michael Adams, CFA  
Gestionnaire de portefeuille  
institutionnel



Jonathan Barry, FSA, CFA  
Directeur général  
Groupe des solutions de placement

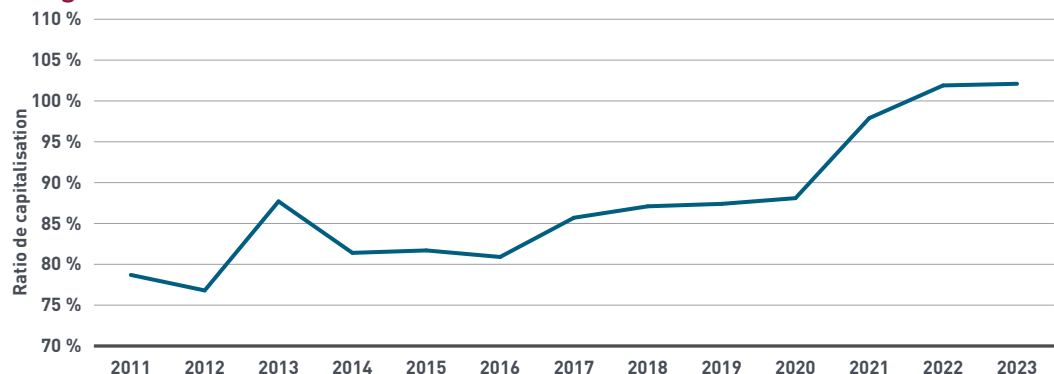
## En résumé

- Étant donné l'accélération des activités de réduction des risques pour les régimes de retraite, les obligations à long terme de grande qualité et à faible taux de défaillance sont en demande pour les portefeuilles d'investissement guidé par le passif (IGP).
- Compte tenu de la représentation plus profonde dans le segment de longue durée, de la faiblesse historique des taux de défaillance et des taux de rendement plus élevés par rapport aux obligations de sociétés de qualité comparable, les obligations municipales imposables peuvent compléter et potentiellement améliorer les portefeuilles d'IGP.
- Étant donné leurs caractéristiques, elles sont également un bon placement à intégrer dans des stratégies d'achat et de conservation qui sont généralement mises en œuvre dans le cadre d'un processus de placement plus large axé sur l'appariement du passif.
- Nous croyons qu'une approche de gestion active qui tient compte de l'univers élargi au-delà des indices standards pourrait améliorer les rendements tout en conservant les caractéristiques intéressantes liées aux taux de défaillance et à la diversification de la catégorie d'actif.

## Les activités de réduction des risques pour les régimes de retraite continuent de s'accélérer

Les régimes à prestations déterminées (PD) ont connu un changement marqué de leur situation depuis la fin de 2021, car la hausse des taux a réduit leur passif et amélioré l'état de leur capitalisation. Par conséquent, de nombreux régimes ont maintenant un état de capitalisation égal ou supérieur à 100 %, après plus d'une décennie où ils se situaient entre 80 % et 90 %.

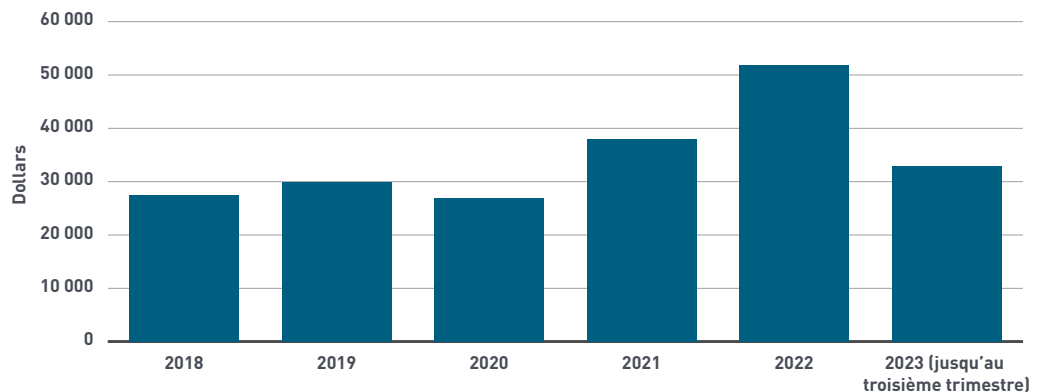
**Figure 1 : État global de la capitalisation des 100 plus importants régimes de retraite de sociétés américaines**



Source : 2023 Corporate Pension Funding Study, Milliman, avril 2023; Pension Funding Index, Milliman, janvier 2024.

En raison de l'amélioration des ratios de capitalisation, de nombreux promoteurs accélèrent les activités de réduction des risques, que ce soit en augmentant la pondération des titres à revenu fixe ou en effectuant un transfert des risques pour les régimes de retraite (TRRR) avec un assureur tiers. Le volume des opérations de TRRR a atteint un sommet record en 2022, et le marché a enregistré une activité de près de 200 milliards de dollars au cours des cinq dernières années, comme le montre la figure 2 ci-dessous.

**Figure 2 : Activités de transfert du risque pour les régimes de retraite, de 2018 à 2023**



Source : LIMRA Third Quarter 2023 US Group Annuity Risk Transfer Study.

À mesure que les régimes à PD arrivent à maturité et que les participants vieillissent, la durée du passif diminue naturellement. Les taux d'intérêt plus élevés ont également réduit de deux à trois ans la durée typique du passif des régimes par rapport à la fin de 2021<sup>1</sup>. Un meilleur état de capitalisation et <sup>une</sup> durée plus courte du passif peuvent permettre de couvrir une plus grande partie du passif au moyen d'obligations physiques. Bien que la plupart des portefeuilles d'IGP soient composés d'obligations du Trésor et d'obligations de sociétés américaines de catégorie investissement, nous croyons que d'autres catégories d'actif, comme les obligations municipales imposables, pourraient aussi jouer un rôle important dans les stratégies d'IGP.

### Les avantages potentiels des obligations municipales imposables dans une stratégie d'IGP ou d'achat et de conservation

Les approches d'IGP traditionnelles utilisent une combinaison d'obligations du Trésor américain et d'obligations de sociétés américaines de catégorie investissement pour créer des portefeuilles dont les profils de durée et de qualité du crédit sont comparables à ceux du passif d'un régime. Dans de nombreux cas, des instruments dérivés sont utilisés pour prolonger la durée au-delà de ce qui est réalisable au moyen d'obligations physiques et pour combler les différences dans le profil de durée qui ne peuvent être facilement éliminées par des obligations physiques.

Les obligations du Trésor sont largement représentées dans le segment de longue durée; toutefois, leurs taux de rendement sont généralement inférieurs aux taux d'actualisation des régimes de retraite, ce qui se traduit souvent par un besoin d'actifs à rendement plus élevé. Les obligations de sociétés de catégorie investissement sont attrayantes en raison de la taille de ce marché, de leur durée raisonnablement longue et des taux de rendement généralement plus élevés que ceux des obligations du Trésor. Ils sont également corrélés avec les taux d'actualisation des régimes de retraite, qui découlent des taux de rendement des obligations de sociétés de catégorie investissement. Toutefois, les obligations de sociétés peuvent présenter un risque de défaillance et sont généralement peu représentées dans les segments de 10 ans à 20 ans de la courbe des taux. Ces inconvénients peuvent contribuer à un décalage possible entre l'actif et le passif.

Les obligations municipales imposables peuvent aider à combler certaines des lacunes des obligations de sociétés. Comparativement aux obligations de sociétés, les obligations municipales imposables

- sont de qualité supérieure et près de 75 % d'entre elles sont notées AAA ou AA
- ont des taux de défaillance historiques plus bas; le taux de défaillance des obligations municipales imposables notées A étant inférieur à celui des obligations de sociétés notées AAA et AA
- ont historiquement affiché une prime de taux par rapport aux obligations de sociétés de qualité comparable
- ont une représentation profonde dans les échéances de 10 ans à 20 ans

La figure 3 montre que les obligations municipales imposables se comparent avantageusement aux obligations de sociétés sur plusieurs plans. Ce qui est peut-être le plus intéressant, c'est que les taux de défaillance historiquement plus bas des obligations municipales imposables permettent aux régimes d'affecter des capitaux accrus à des titres de créance de qualité inférieure afin d'accroître davantage les taux de rendement sans augmenter le risque de défaillance.

**Figure 3 : Comparaison des obligations municipales imposables et des obligations de sociétés américaines de catégorie investissement**

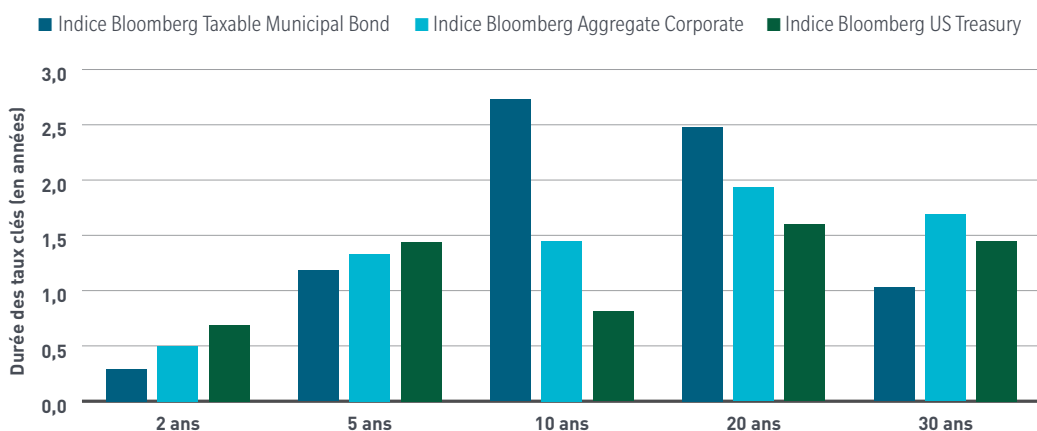
	Poids (%)		Taux de défaillance (%)		Taux de rendement (%)	
	Obligations municipales	Obligations de sociétés	Obligations municipales	Obligations de sociétés	Obligations municipales	Obligations de sociétés
AAA	15,8 %	1,1 %	0,0 %	0,4 %	4,7 %	4,6 %
AA	60,8 %	6,8 %	0,0 %	0,7 %	4,8 %	4,7 %
A	20,6 %	45,2 %	0,1 %	1,4 %	5,1 %	5,0 %
BBB	2,8 %	47,0 %	1,0 %	3,6 %	5,7 %	5,3 %

Source : Bloomberg, Moody's Investor Services. Pondération et taux de rendement au 31 janvier 2024. Taux de défaillance des obligations municipales tirés du rapport de Moody sur les finances publiques intitulé « US Municipal Bond Defaults and Recoveries. » Données annuelles du 31 décembre 1970 au 31 décembre 2022. Taux de défaillance des obligations de sociétés américaines issus de la base de données sur les défaillances et les cotes de Moody's. Données annuelles du 31 décembre 1970 au 31 décembre 2022. Remarque : Les chiffres peuvent ne pas totaliser 100 % en raison de l'arrondissement des chiffres.

### Les obligations municipales imposables pourraient détenir la clé d'un meilleur appariement du passif

À mesure que l'état de capitalisation s'améliore, les promoteurs de régime et les assureurs cherchent généralement non seulement à appairer la durée totale de l'actif avec le passif qu'ils tentent d'immuniser, mais aussi à protéger les durées des taux clés contre les fluctuations dans différentes parties de la courbe des taux. Toutefois, les obligations de sociétés sont traditionnellement peu représentées dans les segments de 10 ans à 20 ans de la courbe des taux, ce qui signifie souvent que des produits dérivés sont nécessaires pour obtenir les profils de durée des taux clés souhaités.

Comme nous le voyons à la figure 4, les obligations municipales imposables ont une durée des taux clés nettement plus longue que celle des obligations de sociétés ou des obligations du Trésor dans les segments de 10 ans à 20 ans de la courbe des taux, ce qui pourrait aider à combler les écarts de taux clés qui pourraient se produire lorsque les promoteurs utilisent ces actifs. Cela pourrait permettre de couvrir davantage de passifs au moyen d'obligations physiques, et les promoteurs pourraient ainsi réduire l'exposition aux produits dérivés ainsi que les risques de liquidités et de contrepartie qui y sont associés, tout en diminuant la surveillance de la gouvernance qui accompagne les produits dérivés.

**Figure 4 : Comparaison de la durée des taux clés**

Source : Bloomberg, au 15 février 2024.

### Les régimes pourraient profiter de l'augmentation et de l'élargissement de l'exposition aux obligations municipales imposables

Bien que les caractéristiques mentionnées ci-dessus militent fortement en faveur des obligations municipales imposables, l'occasion devient encore plus intéressante lorsque l'on tient compte de l'ampleur de la catégorie d'actif. Le marché des obligations municipales, imposables ou exonérées d'impôt, est fragmenté et de nombreuses émissions ne sont pas incluses dans les indices. Il y a environ 84 000 émissions dans l'univers des obligations municipales imposables, et plus de 73 000 d'entre elles ne sont pas incluses dans un indice en raison des limites de taille imposées par le fournisseur de l'indice. Ces émissions non admissibles font généralement l'objet d'une moins grande couverture de recherche et d'un intérêt moindre de la part des investisseurs, ce qui se traduit souvent par une inefficacité et une prime de taux de rendement découlant d'un risque d'illiquidité quelque peu accru.

L'augmentation de l'exposition aux obligations municipales imposables notées A et BBB peut également permettre aux promoteurs de régimes de retraite d'utiliser à leur avantage le taux de défaillance inférieur à celui des obligations de sociétés. Les régimes qui imposent une limite de qualité inférieure pour les obligations de sociétés pourraient envisager d'augmenter cette limite pour les obligations municipales imposables en raison de leurs caractéristiques favorables quant aux taux de défaillance. Il pourrait en résulter de meilleurs taux de rendement sans sacrifier le risque de crédit.

Il convient également de noter que les taux de rendement indiqués à la figure 3 sont fondés sur l'indice des obligations municipales imposables, et nous croyons qu'il pourrait être raisonnable de s'attendre à des taux de rendement un peu plus élevés lorsqu'ils dépassent l'indice. Cette prime de rendement serait vraisemblablement assortie d'un certain sacrifice supplémentaire pour la liquidité; toutefois, les investisseurs à long terme, comme les régimes de retraite et les assureurs, pourraient trouver que ce compromis est bienvenu.

## Le moment est peut-être venu d'envisager d'établir ou d'étoffer une position d'obligations municipales imposables

Étant donné que les taux de rendement se situent à des sommets inégalés depuis des années et que le marché a progressé par suite de l'augmentation de l'offre,<sup>2</sup> le moment est peut-être bien choisi pour les promoteurs de régime et les assureurs d'envisager d'investir dans des obligations municipales imposables dans un portefeuille d'IGP. Nous croyons que les obligations municipales imposables présentent de nombreux avantages par rapport aux obligations de sociétés, notamment une qualité supérieure, des taux de défaillance historiques plus faibles, des taux de rendement plus élevés et une représentation plus large dans le segment à long terme de la courbe des taux.

Nous croyons qu'une approche à gestion active qui tire parti de l'ensemble des émissions profitera aux investisseurs. Un gestionnaire actif dispose de plusieurs leviers de création de valeur, dont l'accès aux primes d'illiquidité, un risque qui, selon nous, peut être bien toléré en raison des longues périodes de détention associées aux régimes de retraite et aux assureurs. ▲

### Notes

<sup>1</sup> Source : FTSE Pension Discount Curve, données au 30 novembre 2023. Le taux d'actualisation de régime à « moyen terme » a augmenté, passant de 2,74 % au 31 décembre 2022 à 5,28 % au 30 novembre 2023, tandis que la durée a diminué, passant de 16,83 ans à 13,41 ans au cours de la même période. Le taux d'actualisation de régime à « court terme » a augmenté, passant de 2,63 % à 5,26 % et la durée a diminué, passant de 13,42 ans à 10,96 ans au cours de la même période.

<sup>2</sup> La taille de l'indice Bloomberg Taxable Municipal Bond est passée de 313 G\$ en décembre 2018 à 411 G\$ en décembre 2023. La taille totale du marché des obligations municipales imposables était de 663 G\$ en décembre 2023.

Les placements dans des titres de créance peuvent perdre de la valeur en raison du déclin de la qualité du crédit de l'émetteur, de l'emprunteur, de la contrepartie ou autre entité responsable du remboursement, des actifs sous-jacents ou de l'évolution du contexte économique ou politique, de la situation de l'émetteur ou d'autres conditions, ou à la perception à l'égard de ces facteurs. Certains types de titres de créance peuvent être plus sensibles à ces facteurs, et donc plus volatils. Par ailleurs, les titres de créance comportent des risques de taux d'intérêt (habituellement, quand les taux d'intérêt grimpent, les cours baissent). Par conséquent, la valeur du portefeuille pourrait diminuer en période de hausse des taux d'intérêt.

Source : FTSE International Limited (« FTSE ») © FTSE, 2024. « FTSE » est une marque de commerce des sociétés membres du London Stock Exchange Group et est utilisée par FTSE International Limited sous licence. « FT-SE », « FOOTSIÉ » et « FTSE4GOOD » sont des marques de commerce des sociétés membres du London Stock Exchange Group. « Nareit » est une marque de commerce de la National Association of Real Estate Investment Trusts (« Nareit ») et « EPRA » est une marque de commerce de la European Public Real Estate Association (« EPRA ») et elles sont toutes utilisées par FTSE International Limited (« FTSE ») sous licence. L'indice Nareit FTSE EPRA est calculé par FTSE. FTSE, Euronext N. V., Nareit et EPRA ne parrainent pas, n'appuient pas et ne font pas la promotion de ce produit avec lequel elles n'ont aucun lien, et n'acceptent aucune responsabilité à cet égard. FTSE, Euronext N. V., Nareit et EPRA détiennent tous les droits de propriété intellectuelle relatifs aux valeurs des indices et à la liste de constituants. Ni FTSE ni ses parties cédantes n'acceptent de responsabilité pour les erreurs ou les omissions dans les indices et/ou notations de FTSE ou dans les données sous-jacents. Aucune autre diffusion des données de FTSE n'est autorisée sans l'accord écrit de FTSE.

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 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<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 of Oman (décret royal 4/74) ou la Capital Market Law of 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 n'a pas été approuvé par le Financial Services Board 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.