

## MONTREAL EXCHANGE

# Effondrement des taux de rendement à terme des titres d'emprunt à long terme

Depuis que s'est amorcée à la mi-février la plus récente baisse des rendements des obligations gouvernementales presque partout dans le monde, les taux de rendement à terme ont chuté de façon précipitée à des niveaux jamais vus auparavant au Canada. Dans certains cas, le taux de rendement à terme des titres d'emprunt à long terme semble indiquer que la pandémie de COVID-19 se prolongera pendant des décennies ou encore que l'inflation évoluera d'une manière tout à fait différente de ce que l'on a connu dans le passé au Canada. Les investisseurs avisés peuvent choisir de renoncer aux faibles taux de rendement à terme implicites des emprunts à long terme en raccourcissant la durée de leurs avoirs en espèces ou en ciblant des taux de rendement à terme implicites spécifiques au moyen de contrats à terme sur obligations du gouvernement du Canada de 5 ou 10 ans (CGF ou CGB).

## Effondrement des rendements

Vous tous qui lisez ces lignes êtes probablement déjà familiers avec le graphique du Tableau 1 qui illustre la réduction du rendement de diverses obligations canadiennes depuis 2003, notamment la chute précipitée vers de nouveaux creux survenue en 2020. À partir de ce seul graphique, on peut constater que les rendements des obligations de 2 à 10 ans ont diminué de manière relativement similaire au cours de cette période, contrairement au rendement des obligations de 30 ans qui a récemment dégringolé pour atteindre un nouveau creux d'environ 1 %.

**TABEAU 1**  
**Taux de rendement des obligations du gouvernement du Canada depuis 2003**



Source : Base de données des titres à rendement fixe Sapphire de BMO Marchés des capitaux<sup>1</sup>

Plus intéressant encore est le résultat de la baisse synchronisée des rendements à de nouveaux creux et l'aplatissement des courbes de rendement qui ont poussé les rendements à terme à des niveaux extrêmement bas<sup>1</sup>. Un échantillon des taux de rendement à terme d'aujourd'hui<sup>2</sup> est présenté au Tableau 2, lesquels sont inférieurs de plusieurs centaines de points de base à ceux observés lors de la grande crise financière (GCF) de 2008 et du mouvement de panique provoqué par l'instabilité qui a régné au sein de l'Union européenne dans les années subséquentes. Certes, l'économie se trouve aujourd'hui fragilisée par la pandémie, ce qui peut justifier la faiblesse extrême des taux d'intérêt à court terme, la Banque du Canada (BC) ayant exprimé sa volonté d'assouplir davantage sa politique monétaire<sup>3</sup>. Néanmoins, nous nous questionnons sur les conséquences que pourraient avoir les taux de rendement à terme des titres d'emprunt à long terme qui sont actuellement bien en deçà de ce qui devrait être considéré comme étant des niveaux acceptables.

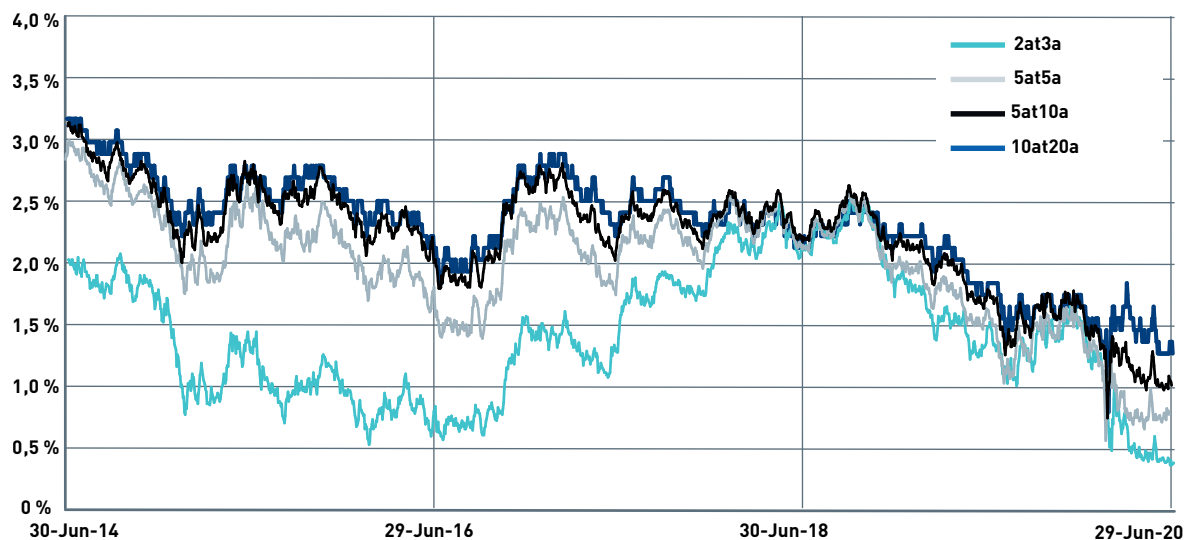
**TABLEAU 2**

Coefficient implicite à terme	Rendement
2aT3a	0,387 %
2aT5a	0,476 %
5aT5a	0,765 %
5aT10a	0,989 %
10aT20a	1,338 %

Le Tableau 2 ci-dessous offre un survol historique des rendements à terme sous forme graphique. On y voit notamment le coefficient 2at3a (taux de rendement à 3 ans débutant dans 2 ans), lequel est à juste titre extrêmement faible, ainsi que les taux de rendement à terme de plus longue échéance, nommément les coefficients 5at5a et 10at20a qui, pour la première fois depuis au moins 20 ans, ont chuté bien en dessous de la barre des 1,5 %<sup>4</sup>.

**TABLEAU 3**

**Taux de rendement à terme des obligations du gouvernement du Canada depuis 2014**



Source: Base de données des titres à rendement fixe Sapphire de BMO Marchés des capitaux<sup>i</sup>

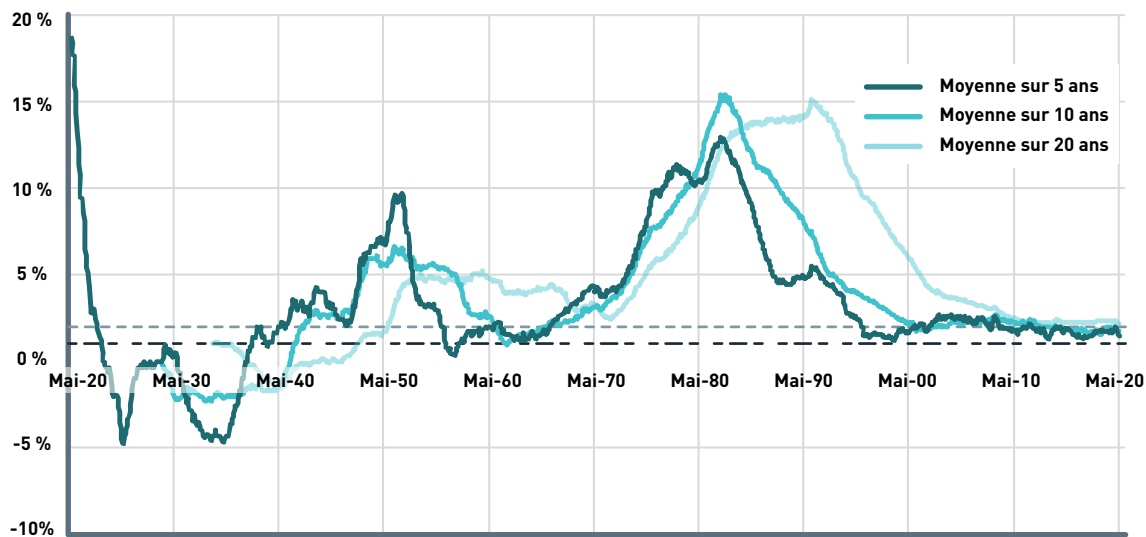
1. Notre évaluation des taux de rendement à terme repose sur l'utilisation des rendements non ajustés des obligations à échéance constante. Plus loin sur la courbe de rendement, on observe une différence de convexité. Une méthode d'évaluation extrêmement précise consisterait à ajuster à la hausse les rendements à long terme pour tenir compte de la valeur positive associée à la détention de la convexité. Pour les lecteurs intéressés par ce concept, la formule d'approximation linéaire figure dans les notes à la fin du document.
2. 14 juillet 2020
3. Un résumé pertinent des mesures de politique monétaire novatrices, y compris des programmes d'achat d'actifs à grande échelle, mises en œuvre pour protéger l'économie canadienne en 2020, peut être consulté à l'adresse : <https://www.banqueducanada.ca/marches/operations-marches-octroi-liquidites/covid-19-mesures-soutenir-economie-systeme-financier/>
4. Plus probablement plus de 50 ans étant donné la forte poussée de l'inflation et des rendements survenue dans les années 1970, bien que nous n'ayons pas vérifié cette hypothèse.

## Conséquences de la faiblesse des taux de rendement à terme sur l'inflation

Du point de vue des anticipations inflationnistes, il faut se demander ce que signifie pour un acheteur un coefficient 5at10a (rendement d'une obligation de 10 ans débutant dans 5 ans) de 1 %. La Banque du Canada s'étant jusqu'à maintenant montrée particulièrement habile dans la réalisation de sa cible d'inflation à long terme de 2 %<sup>5</sup>, ce résultat donne à penser que l'acheteur d'une obligation à long terme du gouvernement du Canada est désormais disposé à parier que la banque centrale ne sera plus à même d'atteindre sa cible, et ce, malgré la mise en œuvre de mesures de stimulation monétaire potentiellement illimitées.

Le tableau qui suit présente l'évolution de l'inflation canadienne au cours des 100 dernières années. Nous avons calculé le taux d'inflation moyen sur des périodes de 5, 10 et 20 ans. Les séries chronologiques ont été tracées sur l'axe des y. Des lignes horizontales en pointillés indiquant les taux de référence de 1 % et 2 % ont également été tracées. Il est à noter que dans le cas des taux de rendement à terme de plus longue durée, jamais l'inflation annuelle moyenne sur 20 ans n'est descendue sous la barre des 2 % au Canada, sauf entre 1935 et 1945, une décennie où la rétrospective sur 20 ans inclut la Grande Dépression dans son intégralité.

**TABLEAU 4**  
**IPC canadien annuel, période de 100 ans**



Source : Statistique Canada

L'investisseur qui est disposé à accepter des rendements extrêmement faibles sur les obligations à long terme, et les faibles taux de rendement à terme qui en résultent, estime probablement que l'inflation n'atteindra pas des niveaux suffisamment élevés au cours des 30 ou 40 prochaines années pour éroder le pouvoir d'achat de son capital. Sur une période de 30 ans, 14 % du pouvoir d'achat sera érodé par une inflation supérieure de seulement 50 points de base au rendement d'un instrument financier. À la lumière du graphique ci-dessus portant sur l'évolution de l'inflation sur plusieurs générations, même si l'on ne tient pas compte de l'inflation galopante observée entre 1970-1980, il semble peu probable que l'inflation puisse demeurer aussi faible pendant plusieurs générations.

Bien entendu, nous ne contestons pas le fait que l'inflation a chuté de façon précipitée au cours des 50 dernières années ni que les progrès technologiques, la tendance générale à la mondialisation et l'évolution démographique ont fait baisser les prix. On peut considérer appropriés les rendements sur cinq ans en raison des dommages causés à l'économie par la pandémie et des commentaires formulés par la Banque du Canada lors de son annonce préétablie du 15 juillet dernier. On peut supposer que l'inflation et les taux au jour le jour demeureront extrêmement faibles pour les quelques années à venir, et ce, indépendamment de la manière ou du moment où la pandémie sera maîtrisée. Il demeure cependant difficile de concevoir que la COVID-19 puisse avoir un impact aussi marqué sur l'économie à long terme, en annihilant notamment les hausses de prix pour les deux prochaines générations.

5. Point médian de la fourchette qui fait l'objet d'une révision tous les cinq ans.

6. Moins certain que les avancées technologiques dans le contexte politique actuel.

Les étudiants en histoire économique se souviendront que dans la foulée de la dépression, le gouvernement canadien (ainsi que ceux d'autres pays, bien entendu) a introduit dans l'économie une grande variété de stabilisateurs automatiques; essentiellement des programmes de dépense publique qui s'intensifient lorsque les dépenses privées diminuent. Au Canada, cela a pris la forme de l'assurance-emploi en 1940, de l'aide au revenu plus tard dans les années 40, de régimes d'épargne fiscalement avantageux à la fin des années 50, du Régime de pensions du Canada en 1965, de l'assurance-maladie au milieu des années 60, des suppléments à la Pension de la Sécurité de la vieillesse en 1985, ainsi qu'au maintien d'un système d'imposition progressif pour les sociétés et les particuliers qui réduit leur fardeau fiscal lorsque ces derniers gagnent moins d'argent. Tous ces programmes, de par leurs modalités uniques, garantissent que les dépenses sont transférées de l'économie privée vers le public en période de stress économique. Aucun de ces programmes n'existait durant la dépression, la banque centrale n'ayant été créée qu'à la mi-parcours de cette crise.

## Un scénario sans issue pour les dépenses publiques?

Nous nous interrogeons à savoir si une faiblesse extrême des taux de rendement à terme de titres d'emprunt à long terme ne mène pas à une impasse<sup>7</sup> dans le dédale macroéconomique. Si nous partons d'un scénario suivant lequel TOUS les stabilisateurs macroéconomiques échouent complètement ou ne fournissent pas un contrepoids suffisant au secteur privé endommagé par la pandémie pour des décennies, cela ne signifie-t-il pas que le gouvernement et la banque centrale ne pourraient plus assumer les paiements et fournir des mesures de relance? Ce scénario ne présume-t-il pas l'incapacité du gouvernement d'emprunter? Dans l'affirmative, quelle serait la valeur des obligations gouvernementales? Les faibles taux de rendement à terme des obligations à long terme impliquent une position d'emprunt extraordinairement forte du gouvernement, des décennies de politique monétaire extrême et, concurremment, une économie gravement affaiblie, incapable de générer ne serait-ce que 1 % d'inflation sur deux générations. Nous comprenons comment cela pourrait se maintenir pendant quelques années, voire une demi-décennie ou plus, mais nous nous demandons comment un gouvernement pourrait dépenser davantage, engranger moins de revenus et imprimer de l'argent au moyen d'une politique monétaire extrême, tout en restant dans une position des plus avantageuses pour emprunter à l'aide d'une devise forte<sup>8</sup> plus de trois décennies plus tard.

Les investisseurs ont peut-être brièvement élucidé cette énigme de la pensée macroéconomique lors de la dernière mise à jour de la gestion de la dette. Les obligations ont fait l'objet de ventes massives ce jour-là, les investisseurs ayant reconnu que le coût d'une intervention économique de grande envergure se traduisait nécessairement par une émission bien plus importante de titres d'emprunt et un budget gouvernemental moins solide sur le plan financier<sup>9</sup>.

## Conséquences

Nous soupçonnons que pour la grande majorité des gestionnaires de portefeuille, cette énigme de la faiblesse extrême des taux de rendement à terme des titres d'emprunt à long terme constitue une tentative de deviner ce qui se passe dans la tête de quelqu'un d'autre. Ce genre de défi étant impossible à relever, il vaut rarement la peine que l'on s'y attarde. Dans un marché considéré comme étant généralement efficace, même en tenant compte des actions de la banque centrale, le prix des obligations ne demeure rien de plus que le prix des obligations.

Toutefois, ceux qui en viennent à croire que les obligations ne peuvent plus générer un rendement suffisamment élevé pour offrir une protection contre toute érosion future due à l'inflation, peuvent choisir de renoncer aujourd'hui au rendement implicite du coefficient 5at25a de l'obligation de 30 ans et subir passivement les faibles taux engendrés par la pandémie en raccourcissant l'échéance d'une partie de leur portefeuille. Pour ce faire, un investisseur pourrait vendre des obligations de 30 ans et investir le même montant notionnel<sup>10</sup> dans des obligations de 5 ans. Ceux qui estiment que les coefficients 10at20a ou 10at30a sont trop faibles pour répondre à leurs besoins pourraient respectivement vendre des obligations de 30 ans ou 40 ans et investir les montants notionnels dans des obligations de 10 ans.

Dans chacun des scénarios susmentionnés, l'investisseur se retrouve bien entendu avec une position vendeur (à découvert) sur l'obligation à long terme<sup>11</sup>. Il doit également être conscient que certains ajustements devront de temps à autre être apportés à la transaction, l'obligation à court terme acquérant rapidement le statut de

7. Une expression associée à l'origine à l'éloge de la raison, une ironie qui ne nous a pas échappé!

8. Une devise à l'abri d'une dégradation causée par l'inflation, ce qu'impliquent des rendements obligataires faibles, demeurera toujours extrêmement faible.

9. L'agence de notation Fitch a déjà abaissé la cote de crédit du Canada qui demeure néanmoins excellente à AA+.

10. Montants notionnels équivalents, et non de durées ou de valeurs VM01 similaires.

11. Par rapport au référentiel pour les portefeuilles en espèces de référence.

titre d'emprunt anciennement émis. Cette situation pourrait être évitée en utilisant les contrats à terme sur obligations du gouvernement du Canada de 5 ou 10 ans (CGF ou CGB). Bien que nécessitant un roulement vers le contrat actif à chaque trimestre, ces instruments, toujours liquides, sont en tout temps faciles et peu coûteux à négocier. Par exemple, un investisseur qui dispose de ses obligations de 30 ans pour les remplacer par des contrats CGB d'un montant notionnel équivalent qui seraient roulés vers le contrat actif chaque trimestre maintiendrait ou améliorerait la liquidité de son placement et réduirait les coûts de négociation relatifs à la position initiale. Tout ça, sans avoir à craindre que l'obligation de 10 ans ne devienne un titre d'emprunt anciennement émis non liquide dans les années à venir.

Pour les investisseurs à effet de levier en quête d'une approche très ciblée, on pourrait penser que les 75 points de base associés au coefficient 5at5a ne seraient pas suffisants. Un investisseur pourrait alors réaliser de manière fort efficace cette transaction dans son entièreté au moyen de contrats à terme, soit en vendant des contrats CGB et en achetant des contrats CGF pour des montants notionnels équivalents (dans ce cas, cela reviendrait à négocier un nombre équivalent de contrats). Un investisseur prônant plutôt une stratégie à effet de levier de valeur relative pourrait quant à lui minimiser l'utilisation de son bilan au moyen de contrats assortis des mêmes échéances, si disponibles (par exemple pour obtenir un coefficient 5at5a), s'évitant ainsi des opérations de financement à la fois chronophages et coûteuses sur le marché au comptant.

- i. BMO Marchés des capitaux est un nom commercial utilisé par BMO Groupe financier pour les services de vente en gros de la Banque de Montréal, de BMO Harris Bank N.A. (membre de la FDIC), de Bank of Montreal Ireland Plc et de Bank of Montreal (China) Co. Ltd., et pour les services de courtage auprès des clients institutionnels de BMO Capital Markets Corp. (membre de la SIPC) aux États-Unis, de BMO Nesbitt Burns Inc. (membre du Fonds canadien de protection des épargnants) au Canada et en Asie et de BMO Capital Markets Limited (autorisée et réglementée par la Financial Conduct Authority) en Europe et en Australie. « BMO Marché des capitaux » est une marque de commerce déposée de la Banque de Montréal, utilisée aux termes d'une licence.
- ii. Il est possible d'évaluer de façon approximative les taux de rendement à terme des obligations gouvernementales au moyen des rendements au comptant de titres d'emprunt à échéance constante à l'aide de la formule suivante :  
« Taux de rendement d'une obligation de 3 ans débutant dans 2 ans » =  $2at5a = \frac{[VM01_{5a} \times \text{rendement}_{5a}] - (VM01_{3a} \times \text{rendement}_{3a})}{(VM01_{5a} - VM01_{3a})}$



Kevin Dribnenki écrit des articles sur les dérivés sur titres à revenu fixe et les possibilités qu'offrent les marchés canadiens. M. Dribnenki a géré pendant plus de dix ans des portefeuilles de titres à revenu fixe à valeur relative, d'abord à titre de gestionnaire de portefeuille pour le Régime de retraite des enseignantes et des enseignants de l'Ontario, puis pour la société BlueCrest Capital Management. Au cours de cette période, il a géré des portefeuilles d'obligations canadiennes sur le marché au comptant ainsi que des portefeuilles internationaux alpha à effet de levier. Il a aussi donné plusieurs conférences sur les titres à revenu fixe et les dérivés. Il est titulaire d'un baccalauréat en économie de l'Université de Victoria et d'un MBA de la Richard Ivey School of Business, et il est analyste financier agréé (CFA).

## Pour plus d'information, contactez :

**T: +1 514 871-3501**

**E: [irderivatives@tmx.com](mailto:irderivatives@tmx.com)**

**[m-x.ca/futures](https://m-x.ca/futures)**

i BMO Marchés des capitaux est un nom commercial utilisé par BMO Groupe financier pour les services bancaires en gros de la Banque de Montréal, BMO Harris Bank N.A. (membre de la FDIC), de Bank of Montreal Ireland Plc et de Bank of Montreal (China) Co. Ltd, et pour les services de courtage auprès des clients institutionnels de BMO Capital Markets Corp. (membre de la SIPC) aux États-Unis, de BMO Nesbitt Burns Inc. (membre du Fonds canadien de protection des épargnants) au Canada et en Asie et de BMO Capital Markets Limited (autorisée et réglementée par la Financial Conduct Authority) en Europe et en Australie. «

Les opinions exprimées dans ce document ne représentent pas nécessairement le point de vue de Bourse de Montréal Inc. Le présent document est offert à titre informatif uniquement. Les informations contenues dans le présent document, y compris les données financières et économiques, les cours boursiers ainsi que les analyses et interprétations de ceux-ci, sont fournies à titre informatif seulement et ne doivent en aucun cas être interprétées dans quelque territoire que ce soit comme un conseil ou une recommandation concernant l'achat ou la vente d'instruments dérivés, de titres sous-jacents ou d'autres instruments financiers, ou comme un conseil de nature juridique, comptable, fiscale ou financière ou un conseil de placement. Bourse de Montréal Inc. vous recommande de consulter vos propres conseillers en fonction de vos besoins avant de prendre des décisions afin de tenir compte de vos objectifs de placement, de votre situation financière et de vos besoins individuels. Bourse de Montréal Inc., ses sociétés affiliées, ses administrateurs, ses dirigeants, ses employés et ses mandataires ne pourront être tenus responsables des dommages, des pertes ou des frais découlant d'éventuelles erreurs ou omissions dans le présent document, de l'utilisation de renseignements figurant dans celui-ci ou des décisions prises sur la base de ceux-ci.

« BAX<sup>MD</sup> », « OBX<sup>MD</sup> », « ONX<sup>MD</sup> », « OIS-MX<sup>MD</sup> », « CGZ<sup>MD</sup> », « CGF<sup>MD</sup> », « CGB<sup>MD</sup> », « LGB<sup>MD</sup> », « OGB<sup>MD</sup> », « SXO<sup>MD</sup> », « SXF<sup>MD</sup> », « SXM<sup>MD</sup> », « SCF<sup>MD</sup> », « SXA<sup>MD</sup> », « SXB<sup>MD</sup> », « SXH<sup>MD</sup> », « SXY<sup>MD</sup> » et « USX<sup>MD</sup> » sont des marques déposées de la Bourse. « OBW<sup>MD</sup> », « OBY<sup>MD</sup> », « OBZ<sup>MD</sup> », « SXK<sup>MD</sup> », « SXU<sup>MD</sup> », « SXJ<sup>MD</sup> », « SXV<sup>MD</sup> », Bourse de Montréal et son logo sont des marques de commerce de la Bourse. « TMX<sup>MD</sup> », « Voir le futur. Réaliser l'avenir.<sup>MD</sup> » et « Groupe TMX<sup>MD</sup> » sont des marques déposées de TSX Inc.

Imprimé au Canada

© Bourse de Montréal Inc., août 2020