

Stratégie sur la reprise à la suite de la COVID-19 : écart entre le Canada et les États-Unis

Résumé

Les gestionnaires de portefeuille chargés d'un mandat axé sur la valeur relative peuvent convenir que l'économie canadienne pourrait souffrir davantage que celle des États-Unis en raison du confinement plus rapide et plus restrictif, de la réouverture plus lente de l'économie en mai ou en juin et de l'intervention budgétaire moins intensive au Canada. Bien que les statistiques économiques aient mis du temps à refléter une partie du ralentissement inhabituel de l'économie attribuable à la pandémie, des indices témoignent déjà de ce ralentissement, comme le déclin du produit intérieur brut (P. I. B.) au premier trimestre qui a été annoncé à la fin de mai et le revirement de la tendance du taux de chômage aux États-Unis (mais pas au Canada) le 5 juin dernier.

Choix de politiques déchirants

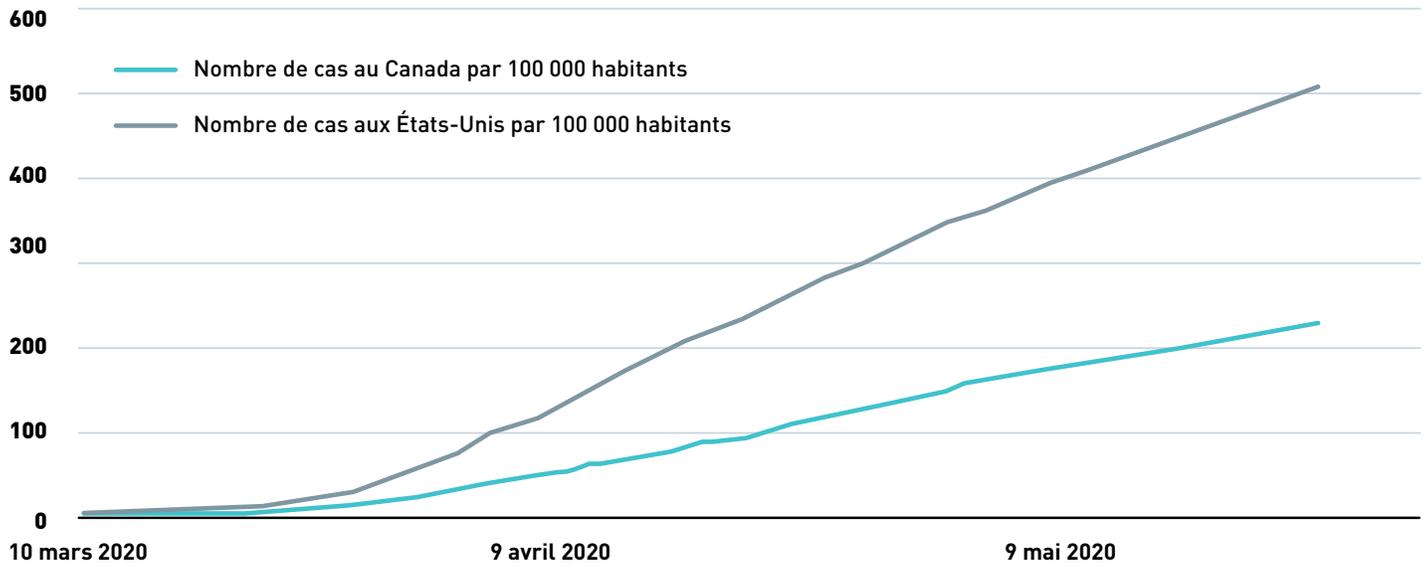
Comme nous l'avons tous lu ces derniers temps, les décideurs politiques de tous les pays doivent faire des choix déchirants entre vies emportées par la COVID-19, d'une part, et pertes de moyens de subsistance découlant du confinement et conséquences sur l'économie, d'autre part. À l'heure actuelle, les États-Unis semblent rouvrir leur économie plus rapidement que le Canada, qui procède à une réouverture progressive. Nous nous gardons de juger les décisions prises de part et d'autre, mais les rythmes de réouverture différents pourraient générer des occasions reposant sur la valeur relative d'une monnaie par rapport à l'autre dans l'avenir.

Gravité de la situation et intervention

Bien que la crise de la COVID-19 ne soit absolument pas sans conséquence au Canada, sa gravité y paraît bien faible en comparaison de la situation au sud de la frontière. Au début de mars, le Canada connaissait un taux de croissance du nombre de cas de COVID-19 comparable à celui des États-Unis¹, mais, depuis des mois maintenant, le taux d'infection de la population canadienne évolue à moins de la moitié du rythme du taux américain, comme l'illustre la figure 1. Les nombres de décès ont progressé à peu près dans cette même proportion pendant la même période, comme le montre la figure 2.

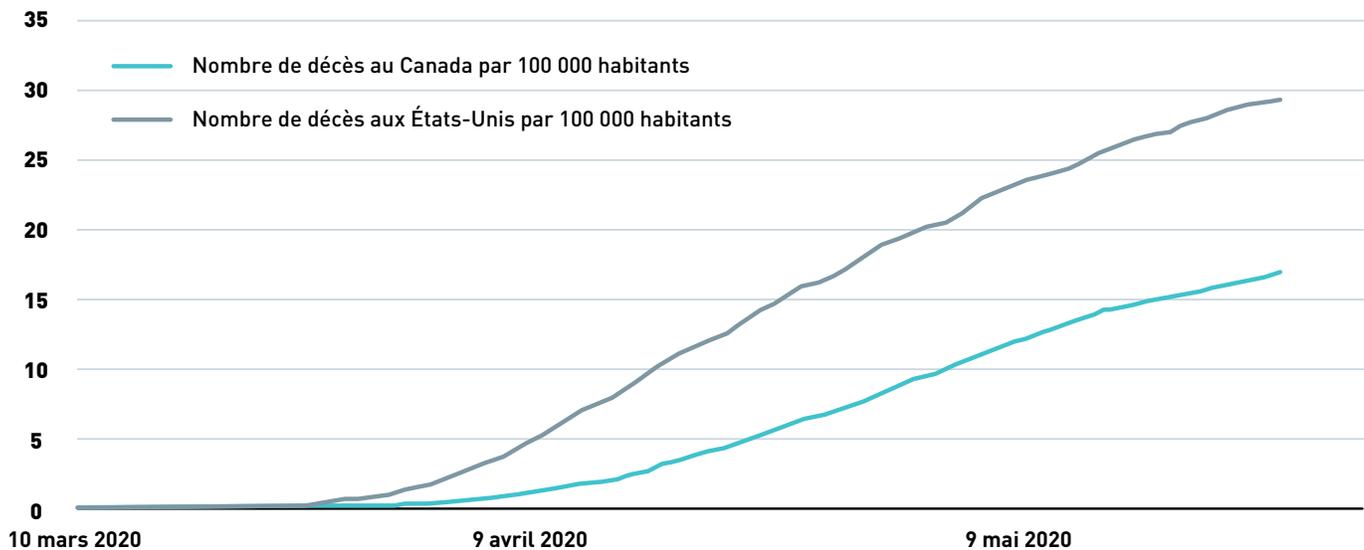
1. Dans les deux pays, le nombre de cas doublait presque tous les deux jours du milieu à la fin du mois de mars.

FIGURE 1
Nombre de cas par 100 000 habitants



Source : New York Times, Statistique Canada

FIGURE 2
Nombre de décès par 100 000 habitants



Source: New York Times, Statistics Canada

Le fait qu'il ait été décidé d'imposer un confinement presque partout au Canada le 23 mars ou avant, alors que les États-Unis n'ont pas appliqué de mesures similaires avant le 27 mars est fort probablement l'une des raisons expliquant les taux plus bas d'infection et de mortalité concernant la COVID-19 au Canada. Si les taux d'infection et de décès ont été plus faibles au Canada, le prix à payer en contrepartie est l'incidence possiblement accrue sur l'activité économique du pays, ce qui présente un intérêt pour les gestionnaires de portefeuille.

Mesures budgétaires

Les mesures budgétaires prises à l'égard de la réduction sévère de la demande globale causée par le confinement et par la crainte généralisée des interactions sociales ont été similaires dans tous les pays.

Déjà en date du 18 mars, le gouvernement fédéral du Canada avait annoncé une multitude de nouvelles mesures destinées à contrer la propagation du virus, à soutenir la demande des consommateurs et à appuyer les entreprises pendant la pandémie. La myriade de mesures prises comprend les reports de paiements hypothécaires, les prestations versées aux travailleurs ayant perdu leur emploi, les allocations versées aux familles à faible revenu, les allocations versées aux personnes qui prennent soin d'enfants, les allocations versées aux aînés, les prestations versées aux étudiants, ainsi que l'accès à du crédit pour les entreprises, comme des prêts garantis sans intérêt. Ces mesures, sur le plan des dépenses fédérales, s'élèvent à 11,5 % du P. I. B., ce qui comprend les montants accordés en étroite collaboration avec les provinces.

La loi CARES a été adoptée aux États-Unis le 27 mars dernier à la suite d'un processus politique abrégé qui avait débuté vers le 23 mars. Comme au Canada, on y trouve une myriade de mesures qui comprennent des prestations versées directement aux personnes, notamment à celles qui prennent soin d'enfants, et des avances de prêt et des prêts destinés aux entreprises en difficulté. Ces mesures s'élèvent à 3 billions de dollars ou à 15 % du P. I. B.², dépassant celles adoptées par le Canada, après rajustement en fonction de la taille relative des deux économies. D'autres mesures de stimulation ont été rejetées par le Sénat. Les États, incapables d'emprunter, ont adopté de petites mesures surtout destinées à acheminer le financement d'urgence directement aux hôpitaux afin de lutter contre la pandémie.

Intervention monétaire

Dans l'ensemble, l'intervention monétaire de chacun des pays a été rapide et presque immédiate : réductions de taux totalisant 150 points de base appliquées à chaque monnaie en dehors des réunions prévues aux calendriers, programmes de délais de grâce à l'égard des paiements hypothécaires, assouplissement quantitatif sous forme d'achats d'obligations gouvernementales, facilités de liquidités sur le marché monétaire, protection des banques et autres négociants principaux contre le retrait de liquidités; achats d'obligations de sociétés, achats de papier commercial, programme de liquidités contre obligations municipales aux États-Unis et achats d'obligations provinciales à court terme et de prêts hypothécaires au Canada. Les programmes comportent toute la gamme de mesures et il ne fait aucun doute que tous les lecteurs les connaissent bien à ce stade-ci.

Le résultat net des programmes susmentionnés a été une augmentation des actifs au bilan de la Banque du Canada, passant de 120 milliards de dollars avant la crise de la COVID-19 à 442 milliards de dollars à la fin de mai 2020, soit une hausse de 268 %. À la Réserve fédérale américaine, les actifs sont passés de 4,15 trillions de dollars à 7,04 trillions de dollars pendant la même période, ce qui représente une augmentation de seulement 70 %. Bien que la Réserve fédérale ait eu une « longueur d'avance » en ce qui concerne tous les types d'assouplissement quantitatif depuis la crise financière de 2008 et qu'elle dispose d'une plus grande quantité d'actifs³ à son bilan par rapport à la Banque du Canada, il est relativement évident que l'économie canadienne a requis un plus grand assouplissement monétaire que celles des États-Unis en lien direct avec la pandémie.

Répercussions économiques et réouverture de l'économie

Compte tenu des plus petites mesures budgétaires, de la plus grande intervention monétaire inhabituelle sur les marchés secondaires et du confinement plus rapide, on devrait s'attendre à ce que l'économie canadienne souffre globalement plus que celles des États-Unis. Bien que les données soient fragmentaires pour le moment, l'hypothèse semble s'avérer. Le P. I. B. en dollars constants du Canada a chuté de 8,2 % au premier trimestre, tandis que celui des États-Unis a seulement baissé de 5 %. L'écart est largement attribuable à deux facteurs.

En premier lieu, les consommateurs canadiens ont acheté moins de biens que leurs voisins américains pendant le confinement, particulièrement sur le plan des biens durables et des biens semi-durables. Souvenez-vous que le Canada est entré en confinement plus rapidement que l'essentiel des États-Unis au début de la pandémie. Par ailleurs, à notre connaissance, moins d'endroits au Canada ont été le théâtre de tentatives de défi au confinement.

En second lieu, les États-Unis ont profité d'une augmentation de l'exportation nette lorsque l'importation a chuté davantage que l'exportation, ce qui semble indiquer que l'économie intérieure souffrait pendant que des économies recevant les exportations américaines ne souffraient pas. La situation a été différente au Canada, la chute rapide des cours du pétrole nuisant considérablement à l'exportation.

2. Liste des mesures (Policy Tracker) recensées par le Fonds monétaire international

3. Après rajustement en fonction de la différence de taille entre les deux économies, bien sûr.

Sur le plan des indicateurs non liés au P. I. B., le taux de chômage du Canada a grimpé de 7,3 points de pourcentage à la fin du mois d'avril par rapport au mois d'avril 2019. Aux États-Unis, ce taux a connu une hausse de 11,4 points de pourcentage, mais le taux d'activité au Canada a chuté considérablement plus qu'aux États-Unis – il semble que les Canadiens aient simplement abandonné la recherche d'emploi pendant le confinement, alors que les Américains ont poursuivi leur recherche⁴. Les pertes d'emploi se sont élevées à 3 millions au Canada (10 % de la population de 15 ans et plus) contre 25,4 millions aux États-Unis (aussi 10 % de la population de 15 ans et plus), mais les deux économies ont rebondi légèrement selon les données surprenantes sur le marché du travail publiées le 5 juin dernier.

Sur le plan de la réouverture de l'économie, le Canada semble suivre une stratégie progressive bien que son taux de croissance du nombre d'infections par le coronavirus soit inférieur à celui des États-Unis et que ses nombres d'infections et de décès par 100 000 habitants soient beaucoup plus bas. À l'inverse, les autorités américaines se sont engagées à rouvrir l'économie et à la maintenir ouverte, quels que soient les futurs développements. Compte tenu de sa période de distanciation sociale plus longue, de sa plus forte réduction du P. I. B. par habitant (jusqu'à maintenant) et de la moindre stimulation budgétaire de la part des gouvernements fédéral et provinciaux, nous croyons que le Canada est susceptible de subir de plus lourdes conséquences économiques découlant de la pandémie que les États-Unis.

Stratégie possible

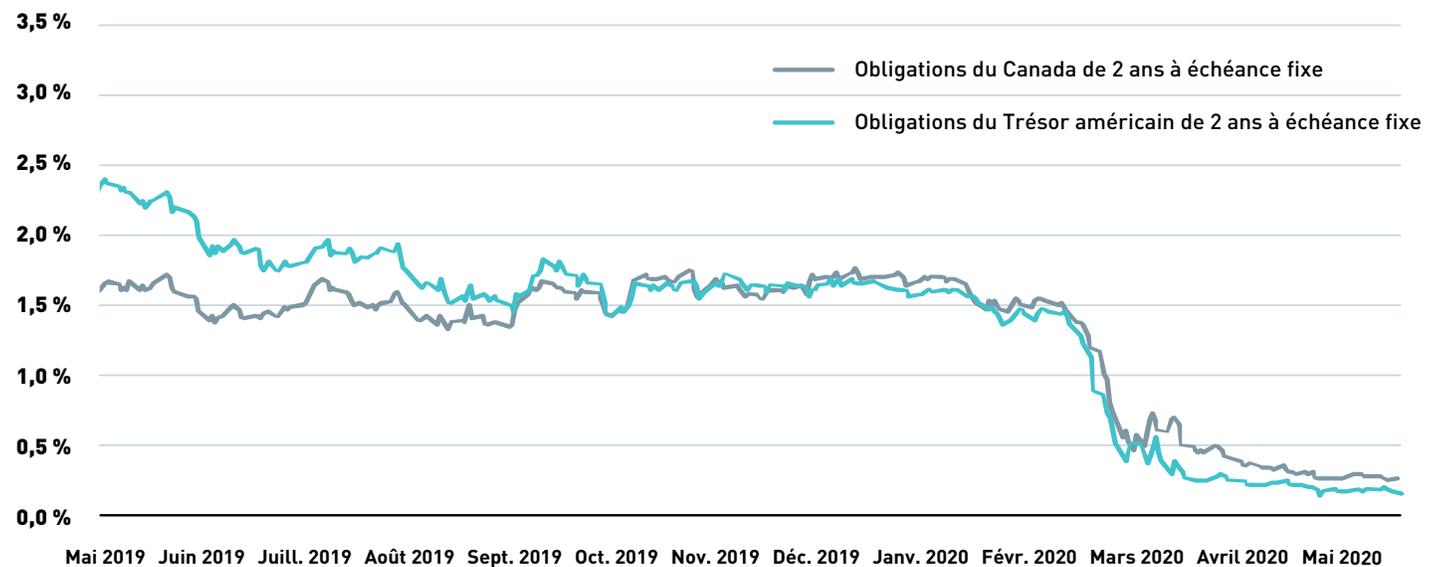
Bien que le moment où cela se produira fasse l'objet de bien des discussions, les taux d'intérêt finiront par revenir à des niveaux plus normaux. Au vu des arguments susmentionnés, un investisseur pourrait établir une position acheteur sur obligations du Canada contre une position vendeur sur obligations américaines ou encore négocier des contrats à terme comme il est décrit ci-après.

Situation actuelle des marchés

Le moins qu'on puisse dire, les taux de rendement ont baissé sur les deux marchés, mais ils ont davantage chuté sur les marchés américains que sur les marchés canadiens. La figure 3 illustre la chute rapide des taux obligataires de deux ans dans chacun des pays, passant d'environ 1,5 % aux taux actuels de 0,25 % et de 0,15 % au Canada et aux États-Unis respectivement. Les taux de cinq ans ont connu des variations similaires (non illustrées).

FIGURE 3

Taux des obligations du Canada et du Trésor américain de 2 ans à échéance fixe



Source : Federal Reserve H.15, base de données sur les titres à revenu fixe Sapphire de BMO Marchés des capitaux¹

4. Les prestations versées aux chômeurs temporaires par le Canada semblent plus généreuses, alors que les personnes sans emploi en raison de la pandémie peuvent recevoir 2 000 \$ par période de quatre semaines pendant une période d'au plus quatre mois, en plus de certaines subventions salariales généreuses qui font défaut aux États-Unis. À l'opposé, les chèques américains émis en vertu de la loi CARES ont été retardés en raison du grand volume.

Passons des taux aux écarts : la figure 4 et la figure 5 montrent la variation de l'écart entre le Canada et les États-Unis au cours de la dernière année concernant les obligations de deux ans et de cinq ans respectivement. En ce qui concerne notre hypothèse à l'égard de la reprise à la suite de la COVID-19, nous devrions seulement nous concentrer sur les variations des écarts depuis le début de l'année. Nous avançons que, si l'économie américaine reprend plus vite que celle du Canada en raison d'une réouverture prompte, l'écart devrait revenir vers des niveaux plus semblables à ceux qui étaient en vigueur avant l'époque du virus.

FIGURE 4
Taux des obligations du Canada de 2 ans moins le taux des obligations du Trésor américain de 2 ans



Source : Federal Reserve H.15, base de données sur les titres à revenu fixe Sapphire de BMO Marchés des capitaux

FIGURE 5
Taux des obligations du Canada de 5 ans moins le taux des obligations du Trésor américain de 5 ans



Source : Federal Reserve H.15, base de données sur les titres à revenu fixe Sapphire de BMO Marchés des capitaux

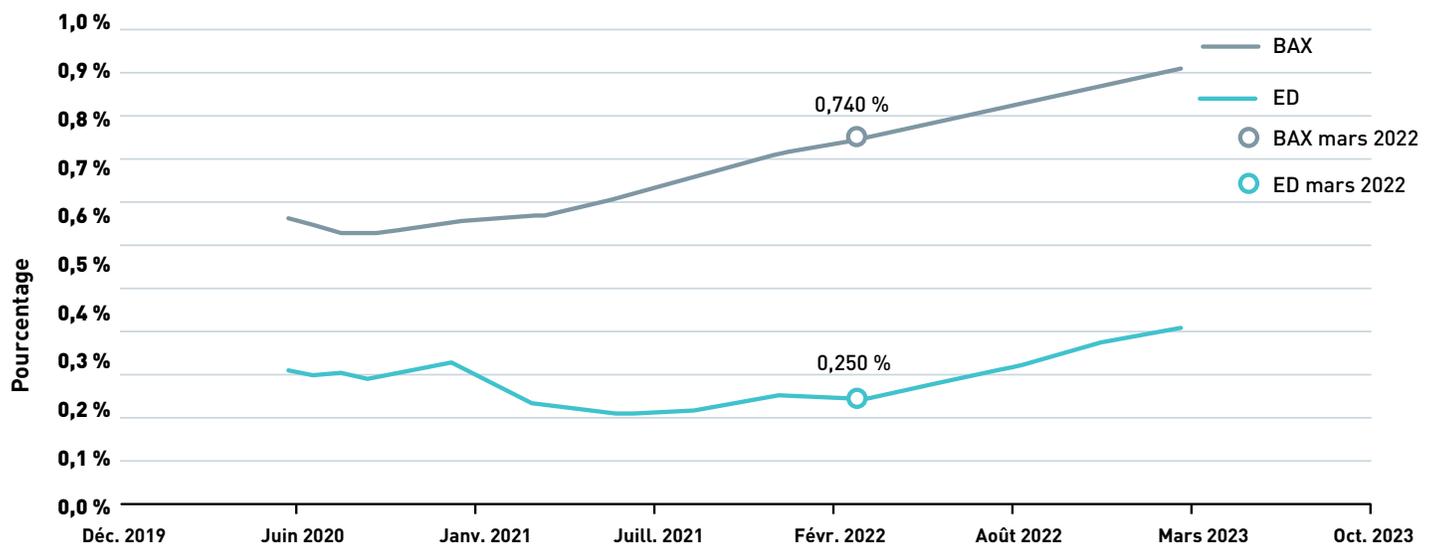
BAX et CRA

La figure 4 montre que l'élargissement de l'écart depuis le début de l'année n'est pas extrême; cependant, pour un investisseur qui s'attend à ce que les États-Unis connaissent une reprise rapide avant le Canada (ou à ce que la Banque du Canada soit à la traîne pour toute autre raison), il pourrait être sensé de négocier le segment des échéances les plus courtes de la courbe des taux.

Au début de juin, un gestionnaire de portefeuille pourrait acheter le contrat à terme sur acceptations bancaires canadiennes de trois mois (BAX) de mars 2022 et vendre le contrat à terme sur eurodollars de mars 2022 selon un écart d'environ 50 points de base, comme on le voit dans la figure 6, qui illustre la courbe des contrats à terme sur taux d'intérêt à court terme de chacune des monnaies. La position progresserait favorablement d'un peu plus de 15 points de base au cours de la première année.

FIGURE 6

Courbes du contrat à terme sur acceptations bancaires canadiennes de trois mois (BAX) et du contrat à terme sur eurodollars (ED)



Source : CME Group et Bourse de Montréal

Il serait possible de mettre en œuvre une autre version de la même stratégie au moyen du contrat à terme de trois mois sur le taux CORRA (CRA) une fois que la Bourse de Montréal aura lancé ce nouveau produit le 12 juin. Un investisseur renoncerait ainsi au rendement positif du glissement vers le bas de la courbe de l'écart de crédit intégrée dans les taux des acceptations bancaires (faible, mais favorable), mais il s'agirait d'une stratégie⁵ reposant directement sur les interventions relatives de la banque centrale, dont l'écart pourrait être établi au moyen de contrats à terme sur le taux des fonds fédéraux ou de contrats à terme sur le taux SOFR (Secured Overnight Financing Rate) aux États-Unis⁶.

CGF/FV

Sans être aussi absolue, une stratégie plus prudente consisterait à prendre une position basée sur la reprise économique à la suite de la COVID-19 au moyen des taux de rendement de cinq ans. Comme le montre la figure 5, l'écart des taux de rendement de cinq ans a connu des variations considérables vers la fin du second semestre de 2019 et il s'est élargi depuis le début de l'année, passant de -5 à +4. Bien que l'écart des taux de cinq ans ait été très grand à +28 à un moment pendant les débuts de la pandémie à la mi-mars, cela était probablement lié aux réactions extrêmes sur les marchés, à savoir la tendance à l'achat d'actifs refuges comme les obligations du Trésor américain à court terme, ce qui n'a pas été le cas immédiatement pour les obligations du Canada.

Le 5 juin, un gestionnaire de portefeuille pouvait acheter le contrat à terme sur obligations du gouvernement du Canada de 5 ans (CGF) de septembre 2020 (CGFU20) à 126,55 (taux de rendement du contrat à terme de 0,573 %) et vendre le contrat à terme sur obligations du Trésor américain de cinq ans (FV) de septembre 2020 (FVU0) à 124,804 (taux du contrat à terme de 0,525 %),

5. Pour obtenir de plus amples renseignements sur le contrat à terme de trois mois sur le taux CORRA, visitez l'adresse m-x.ca/corra et la page des [caractéristiques du produit](#).

6. Un gestionnaire de portefeuille qui croit que l'économie canadienne reprendra bien plus rapidement que celle des États-Unis pourrait préférer la version CORRA/SOFR en position inverse, puisqu'il économiserait les coûts associés au rendement négatif du glissement vers le bas de la courbe.

ce qui représentait un écart de taux de rendement d'environ 5 points de base. La stratégie comporterait un portage légèrement positif et elle serait profitable si les taux de rendement canadiens ne remontaient pas aussi rapidement que les taux américains dans un scénario de reprise à la suite de la COVID-19. La figure 7 montre qu'une stratégie jumelant une position acheteur sur 172 contrats CGF et une position vendeur sur 137 contrats FV comporterait une valeur monétaire d'un point de base (VM01) et un risque de change neutres. Par ailleurs, cet écart aurait une VM01 totale de 10 000 \$ CA, qu'il serait possible d'adapter convenablement à la taille de la plupart des portefeuilles.

FIGURE 7

	CGFU20	FVU0
Prix du contrat	126,55	124,80
Obligation la moins chère à livrer (MCL)	à 1,25 % échéant le 1er mars 2025	à 1,5 % échéant le 30 novembre 2026
Nombre d'années à courir avant l'échéance de l'obligation MCL	4,73	4,48
Facteur de concordance	0,8151	0,8362
VM01 de l'obligation MCL	4,7	4,5
VM01 du contrat	5,8	5,4
Nombre de contrats pour une valeur de 10 000/point de base en monnaie locale	172,0	184,6
Taux de change en \$ CA	1,0000	1,3499
Nombre de contrats pour une valeur de 10 000 \$ CA/point de base	172,0	136,8

Source: CME Group et Bourse de Montréal

Risques

Bien entendu, la pandémie de 2020 a entraîné des développements imprévus et elle continuera probablement de la sorte. Entre autres, les risques énumérés ci-après se posent pour quiconque suit une stratégie d'écart Canada/États-Unis.

1. Il s'agit d'une année électorale aux États-Unis et la Réserve fédérale est, à bien des égards, moins indépendante que par le passé. Autrefois, la conduite normale aurait consisté à éviter l'ingérence, voire l'apparence d'ingérence, dans le processus politique pendant les campagnes électorales. Cela peut avoir changé ou non à la suite des récentes tentatives de politisation de la Réserve fédérale, mais, dans tous les cas, celle-ci pourrait avoir des réticences à simplement aborder le sujet d'une réduction des mesures de stimulation monétaire en vigueur avant le vote de novembre, peu importe la situation économique.
2. Le Canada a une plus grande capacité d'emprunt que les États-Unis sur le plan de la dette publique totale⁷ par rapport au P. I. B. et il a généralement tendance à appliquer plus rapidement des mesures budgétaires. Même en situation de gouvernement minoritaire, le Canada peut stimuler davantage l'économie, tandis que les États-Unis semblent avoir du mal à le faire à l'approche de l'été.
3. Les marchés volatils peuvent causer une ruée vers les obligations du Trésor américain, laquelle ne se reflète généralement pas immédiatement sur les obligations canadiennes. Cela peut entraîner des pointes temporaires de l'écart entre les deux monnaies, ce qui nuirait à l'évaluation à la valeur de marché de la stratégie.
4. Bien que les deux banques centrales prennent déjà de fortes mesures d'assouplissement quantitatif en achetant des obligations d'État, si la Réserve fédérale se faisait plus incisive que la Banque du Canada (c'est-à-dire en assouplissant davantage sa politique monétaire) ou si elle commençait à viser des taux de rendement négatifs dans ses achats d'obligations, alors le Canada pourrait ne pas lui emboîter le pas et la stratégie d'écart opposant une position acheteur sur les obligations du Canada et une position vendeur sur les obligations du Trésor américain en souffrirait.

7. Tous les niveaux de gouvernement confondus.



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

irderivatives@tmx.com

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, 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 Marchés des capitaux » est une marque de commerce de la Banque de Montréal, utilisée sous licence.

© Bourse de Montréal Inc.

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.

« BAXMD », « OBXMD », « QNXMD », « OIS-MXMC », « CGZMD », « CGFMD », « CGBMD », « LGBMD », « OGBMD », « SXOMD », « SXFMD », « SXMMD », « SCFMD », « SXAMD », « SXBMD », « SXHMD », « SXYMD » et « USXMD » sont des marques déposées de la Bourse.

« OBWMD », « OBYMD », « OBZMD », « SXKMD », « SXUMD », « SXJMD », « SXVMD », Bourse de Montréal et son logo sont des marques de commerce de la Bourse. « TMXMD » et « Groupe TMXMD » sont des marques déposées de TSX Inc.

Imprimé au Canada © Bourse de Montréal Inc., août 2019