

Mois d'avril exécration : de meilleures possibilités liées aux opérations sur devises?

En avril, une dépréciation de 30 points de base des obligations à 5 ans a entraîné l'élargissement de l'écart entre les obligations canadiennes et américaines. Nous présentons ici¹ les données historiques de deux économies profondément interreliées dont les trajectoires divergent sur de longues périodes.

Les marchés ignorent ce que la plupart des investisseurs savent déjà

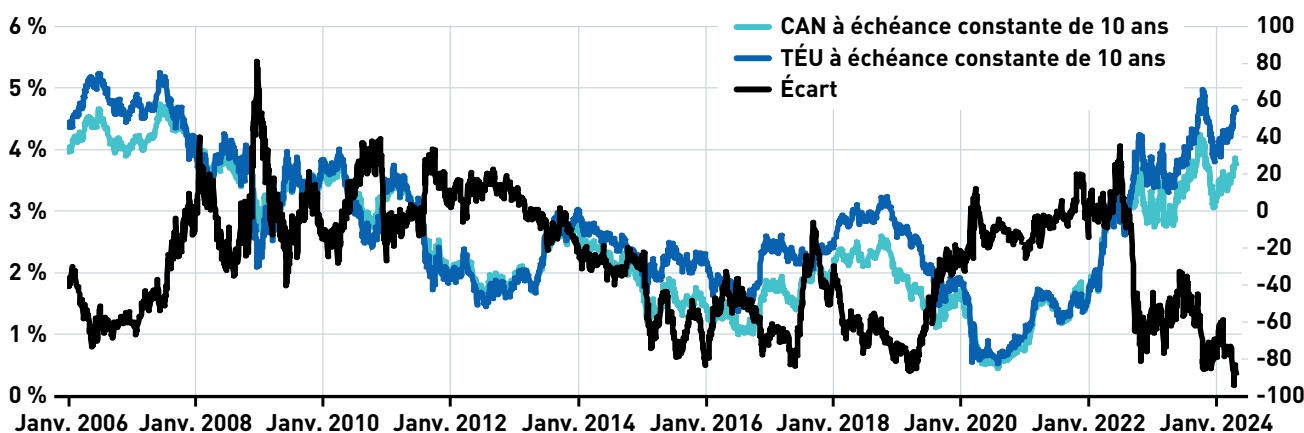
La plupart des investisseurs institutionnels canadiens sont conscients de l'énorme influence qu'exercent l'économie et les politiques économiques des États-Unis sur l'économie du Canada. On le constate dans des phrases célèbres comme celle de Trudeau (le père, pas le fils) : « Être votre voisin, c'est comme dormir avec un éléphant. » On le voit aussi dans les statistiques montrant que chaque pays est invariablement le principal partenaire commercial de l'autre. La corrélation entre les deux économies va de soi.

Par moments, cependant, et ce fut particulièrement le cas récemment, les cours de certains titres – et les scénarios prospectifs qui en découlent – semblent faire abstraction de cette situation, ou peut-être indiquer que la relation historique est à l'aube d'une mutation radicale. La figure 1 illustre la divergence extrême des taux des obligations canadiennes à 10 ans et des obligations du Trésor américain de même échéance sur près de 30 ans. Cette période, rappelons-le, illustre plus d'une génération de rendements au cours de laquelle se sont succédé un boom (et un effondrement) de l'immobilier dans les deux pays, la crise financière qui en a résulté, une crise des obligations souveraines en Europe, deux périodes d'inflation des cours des matières premières, des prix du baril de pétrole allant de 12 \$ à près de 140 \$, une pandémie mondiale et le ralentissement économique qu'elle a provoqué, deux périodes de politiques monétaires ultra-expansionnistes visant à éviter une dépression mondiale, de nombreux cycles haussiers et baissiers des marchés boursiers et, plus récemment, le marché obligataire le moins performant des quatre dernières décennies. Malgré la gravité de tous ces événements et la volatilité des marchés qui en a découlé, l'écart entre les obligations canadiennes et américaines de 10 ans atteint un niveau record ou presque, les rendements américains dépassant les canadiens d'environ 90 points de base.

¹ Les investisseurs peuvent aussi se reporter à notre analyse d'il y a six mois sur le sujet, « [Les hausses de taux d'intérêt ouvrent des possibilités liées aux opérations sur devises](#) », publiée par la Bourse de Montréal en novembre 2023.

FIGURE 1

Rendements des obligations à échéance constante de 10 ans : obligations canadiennes (CAN) et obligations du Trésor des États-Unis (TÉU)

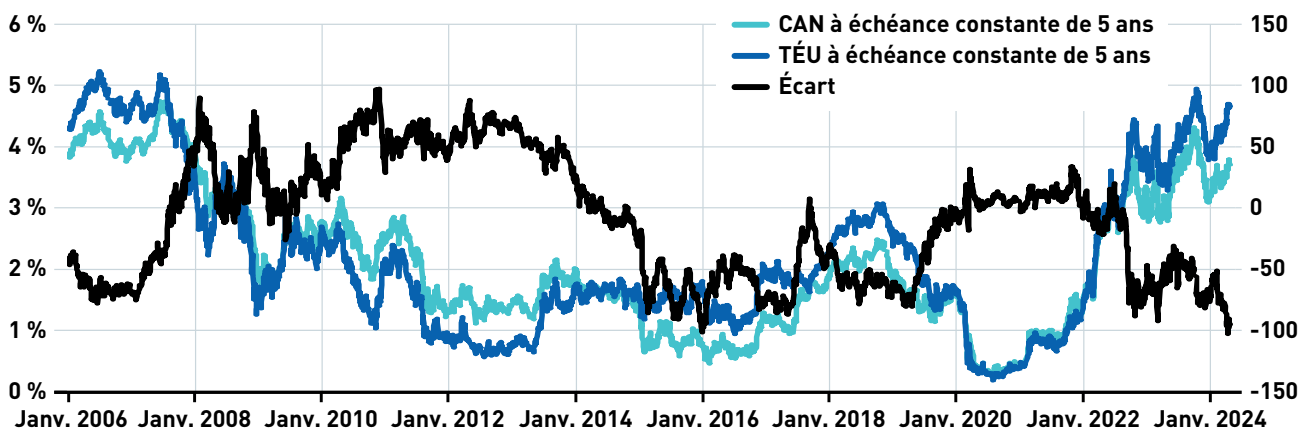


Source : Réserve fédérale américaine (H.15), base de données sur les titres à revenu fixe Sapphire de BMO Marchés des capitaux¹

Bien entendu, ce n'est pas le seul point de la courbe des rendements qui semble attrayant après l'évolution des cours d'avril. L'écart pour les titres de 5 ans touche ou dépasse également des niveaux inédits, les rendements américains étant supérieurs aux canadiens d'environ 100 points de base. L'écart de taux des titres de 5 ans est illustré à la figure 2.

FIGURE 2

Rendements des obligations à échéance constante de 5 ans : obligations canadiennes (CAN) et obligations du Trésor des États-Unis (TÉU)



Source : Réserve fédérale américaine (H.15), base de données sur les titres à revenu fixe Sapphire de BMO Marchés des capitaux¹

Est-ce justifié?

Deux facteurs expliquent la grande divergence entre les rendements américains et canadiens : l'un concerne la théorie des attentes à l'égard des taux, et l'autre, la préférence pour la liquidité.

La question de la préférence pour la liquidité s'explique facilement avec des exemples reposant sur des titres à revenu fixe canadiens; il suffit de regarder la partie longue de la courbe des rendements, où les caractéristiques de couverture des obligations à échéance très éloignée sont historiquement si précieuses pour les grands fonds nationaux des secteurs de l'assurance et des caisses de retraite que le rendement des obligations à long terme au Canada ne dépasse presque jamais celui des États-Unis, sauf très temporairement et uniquement en période de stress économique extrême (crise financière, pandémie, épisode d'inflation de 2021). Il semble cependant peu plausible, d'après les données sur 30 ans, que cet effet soit applicable à d'autres parties de la courbe des rendements au Canada, comme cette demande excédentaire de titres à revenu fixe canadiens a un caractère lié à la durée qui lui est propre.

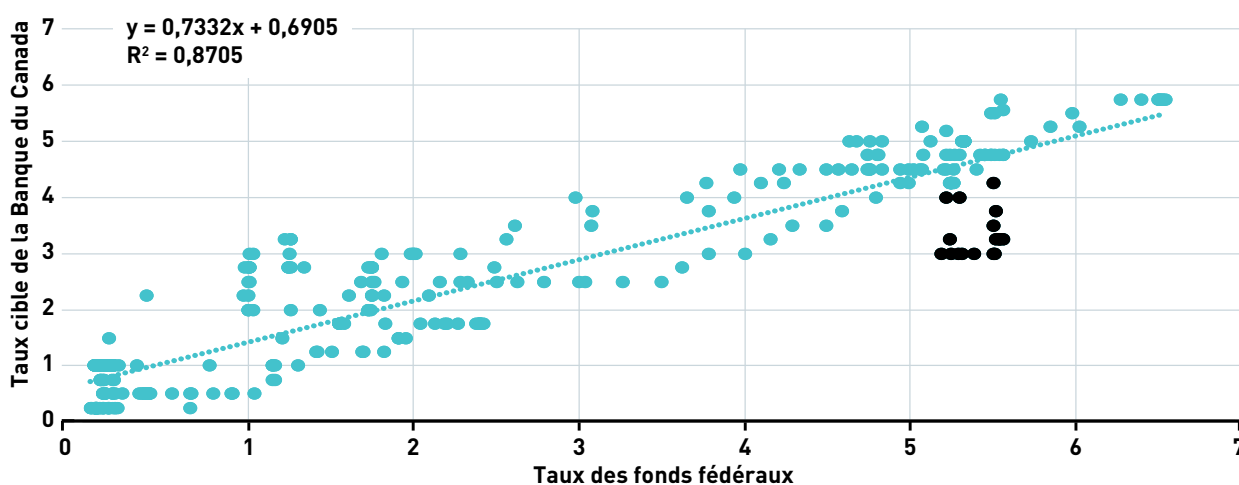
Le deuxième facteur, celui qui concerne les attentes du marché, s'explique facilement lui aussi, du moins en théorie. Bien que les participants au marché fassent souvent référence à « ce que pense le marché », nous savons que le niveau auquel s'établissent les cours n'est en fait que celui que fixent l'ensemble des participants d'après les informations disponibles. Le marché ne « pense » pas, mais il peut supposer certains scénarios, même si ceux-ci ont peu de chances de se concrétiser. La théorie des attentes indiquerait ici que les taux d'intérêt à un jour au Canada seront inférieurs d'environ 100 points de base² à ceux des États-Unis, en moyenne, pour les cinq prochaines années.

L'histoire dit le contraire (en quelque sorte)

Comme le Canada et les États-Unis ont un long passé d'interdépendance économique étroite et laissent leurs monnaies respectives flotter librement, il n'est pas étonnant que notre politique monétaire du premier ne diverge pas de façon spectaculaire de celle de nos voisins. La figure 3, qui représente graphiquement l'évolution du taux des fonds fédéraux américains par rapport à celle du taux cible de la Banque du Canada, montre une corrélation de plus de 93 % depuis 1995 ($R^2 = 0,87$).

FIGURE 3

Taux des fonds fédéraux et taux cible de la Banque du Canada



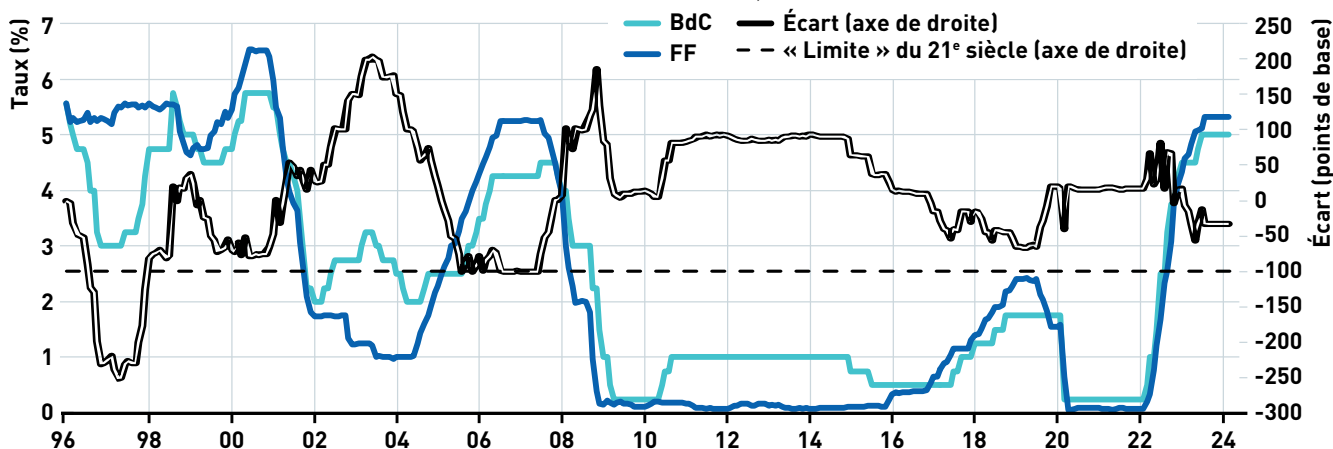
Source : Federal Reserve Bank of St. Louis, base de données sur les titres à revenu fixe Sapphire de BMO Marché des capitaux¹

Bien sûr, qui dit forte corrélation ne dit pas nécessairement faible écart. Toutefois, la figure 4, qui retrace l'évolution du rapport entre les taux à un jour des États-Unis et du Canada depuis 1996, montre que, d'ordinaire, l'écart ne dépasse pas 100 points de base (taux inférieur : Canada) depuis au moins 25 ans. L'écart important observé en 1996-1997 correspond à la réaction de la Banque du Canada à un brusque resserrement budgétaire. Le ministre des Finances de l'époque, Paul Martin, avait apporté plusieurs modifications à la structure budgétaire, ce qui avait affaibli l'économie canadienne par rapport à l'économie américaine. Cette disparité anormalement prononcée des taux à un jour, en réponse à l'événement de politique budgétaire le plus extrême de l'histoire économique moderne du Canada (abstraction faite de la pandémie mondiale de 2024), n'a duré que 15 mois.

² De 98 points de base plus exactement, en raison des différences entre la composition semestrielle et la composition annuelle pour les obligations et les cotations du taux à un jour, respectivement.

FIGURE 4

Taux des fonds fédéraux et taux cible de la BdC, 1996-2024



Source : Federal Reserve Bank of St. Louis, base de données sur les titres à revenu fixe Sapphire de BMO Marché des capitaux¹

Nous notons que, dans la figure 4, l'écart moyen entre le taux cible de la Banque du Canada et le taux des fonds fédéraux est d'environ +7 (taux supérieur : Banque du Canada) pour la période postérieure à 1996 et d'environ +17 si nous excluons la période historique de resserrement budgétaire de Paul Martin au milieu des années 1990. De plus, la moyenne quinquennale la plus faible de la période couverte par la figure 4 est de +21 (taux supérieur : Canada), pour un intervalle qui comprend la période historique de perturbation budgétaire³. Ces écarts moyens sont beaucoup, beaucoup plus élevés que l'écart que suppose le marché pour les cinq prochaines années.

Facteurs économiques

Nous n'allons pas revenir sur tout ce qui distingue les deux économies, mais plusieurs facteurs nous semblent dignes de mention dans l'analyse du type d'occasion de négociation traité ici.

Notons d'abord, et c'est peut-être le plus important, le fait que la monnaie flottante du Canada soit reconnue pour laisser à la banque centrale le loisir d'attendre que la Réserve fédérale prenne les devants en matière de politique monétaire. La situation actuelle le démontre bien : le rendement des obligations canadiennes est systématiquement inférieur à celui des obligations du Trésor américain depuis un certain temps. Le dollar canadien a subi une baisse qui améliore la compétitivité des exportations canadiennes, chose qui tend à stimuler l'économie du grand exportateur de ressources naturelles qu'est le Canada et réduit donc la nécessité pour la Banque du Canada d'instaurer une politique monétaire expansionniste. L'anticipation de taux d'intérêt plus bas au Canada qu'aux États-Unis peut éliminer la nécessité de réduire les taux d'intérêt, dans une sorte de cercle vertueux. Pour cette raison, la banque centrale canadienne est rarement plus active que la Réserve fédérale, bien qu'il existe quelques grandes exceptions historiques à cette règle générale.

D'un autre point de vue, il y a de bonnes raisons de penser que l'économie canadienne est plus faible que celle des États-Unis et que des taux d'intérêt élevés pourraient contribuer à réduire l'excès de demande globale au Canada (les tensions inflationnistes) plus rapidement que dans l'économie de notre voisin du sud.

Tout d'abord, le PIB par habitant du Canada traîne loin derrière celui des États-Unis depuis au moins deux décennies. Il lui est actuellement inférieur de 37 %⁴, en raison surtout de la faible croissance de la productivité par habitant. Une économie axée sur les ressources naturelles a plus de mal à améliorer fortement sa productivité par l'automatisation, l'intelligence artificielle, les réseaux ou la numérisation que des économies affichant un degré supérieur d'industrialisation avancée, et cela se reflète dans les statistiques économiques.

En outre, la population canadienne est plus âgée que la population américaine (42,4 ans contre 38,5 ans)⁵, et le pays dans son ensemble souffre toujours d'un problème d'émissions de carbone, les Canadiens étant responsables d'environ 15 % d'émissions de CO₂ de plus que les Américains⁶. Aucune de ces conditions n'est susceptible de donner lieu à un foisonnement d'innovations et à une croissance vigoureuse dans un avenir proche au Canada.

³ Il convient de rappeler que le gonflement de la dette du début des années 1990 n'avait pas été causé par une réponse à une pandémie mondiale. On pourrait faire valoir qu'un resserrement budgétaire similaire s'impose aujourd'hui, mais, malgré la réponse budgétaire d'urgence à la pandémie de COVID-19 de 2020, la dette fédérale canadienne en proportion du PIB était déjà considérablement plus faible en 2023 qu'elle ne l'était en 1993-1994.

⁴ Banque mondiale

⁵ Worlddata.info

⁶ Ourworldindata.org

Enfin, les ménages canadiens sont beaucoup plus endettés que leurs homologues américains : la dette des ménages en proportion du PIB s'élève à 104 % environ au Canada, contre seulement 76,1 % aux États-Unis⁷. Le crédit à la consommation ayant augmenté récemment au Canada, on peut se demander dans quelle mesure la croissance économique récente a été alimentée par le crédit et à quelle vitesse elle va disparaître maintenant que les taux d'intérêt ne sont plus bas.

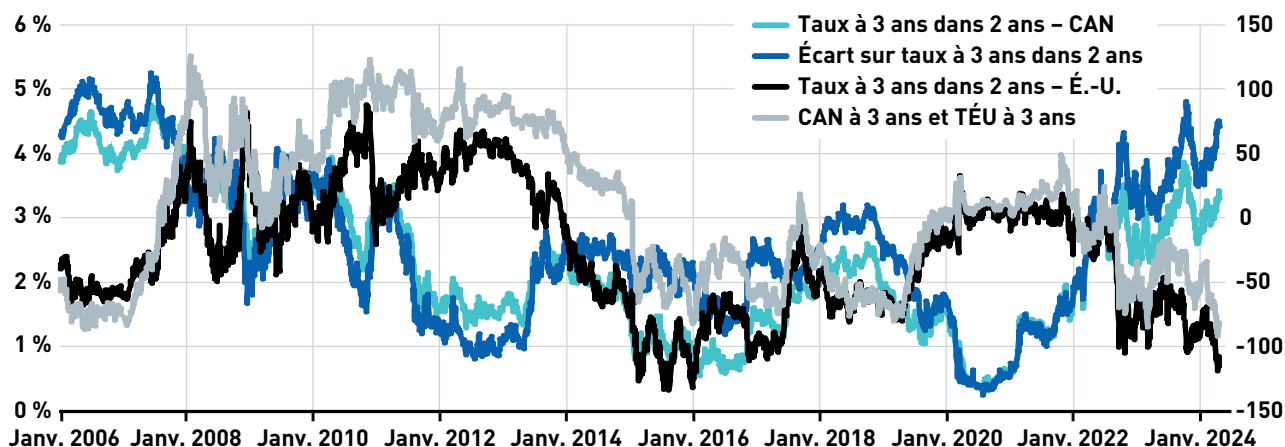
Opérations possibles

L'une des opérations que les investisseurs en titres à revenu fixe pourraient envisager est l'achat de l'obligation américaine à cinq ans et la vente de l'équivalent canadien, pour tenter de profiter de l'écart historique entre les deux taux montré à la figure 2. Pour les grands investisseurs disposant de l'infrastructure de négociation requise pour gérer le risque de change et/ou le financement en dollars américains, l'opération pourrait facilement être effectuée sur le marché obligataire au comptant. Pour une version moins compliquée et moins exposée au risque de change, on peut envisager l'achat du contrat à terme sur obligations du Trésor américain à 5 ans et la vente du contrat à terme sur obligations du gouvernement du Canada à 5 ans (CGF^{MC}) à la Bourse de Montréal. L'opération utilisant des contrats à terme ne nécessite pas de financement en dollars américains, mais elle exige un report trimestriel au nouveau contrat actif pour maintenir l'opération à plus long terme.

Une autre possibilité, celle-ci réservée aux investisseurs très avertis, consisterait à utiliser des contrats à terme (ou des obligations, ce qui pourrait toutefois surcharger beaucoup de pupitres de financement) pour monter une opération sur écart entre les taux canadiens et américains à trois ans dans deux ans, ce qui semble également attrayant (voir la figure 5⁸). Selon la figure, l'écart se situe actuellement à environ -115 points de base par rapport à un écart de seulement -84 points de base pour le taux au comptant sur trois ans actuel, ce qui se traduit par un report d'environ 30 points de base à l'avantage des investisseurs. Avec un taux à trois ans dans deux ans, on s'attend à ce que l'obligation à trois ans en dollars canadiens affiche, dans ce cas-ci, un rendement inférieur de 115 points de base à celle en dollars américains à compter de 2026, ou à ce que la divergence entre les politiques monétaires des deux économies reste prononcée très longtemps.

On peut monter cette opération en achetant le contrat à terme sur obligations du gouvernement du Canada à deux ans (CGZ^{MC}) à la Bourse de Montréal et en vendant la même valeur sous-jacente du contrat CGF (cinq ans) pour ainsi constituer une position vendeur sur le taux à trois ans dans deux ans en dollars canadiens. L'opération inverse serait montée sur les contrats sur titres américains⁹.

FIGURE 5
Taux à 3 ans dans 2 ans au Canada et aux États-Unis, écart sur les taux futurs, taux à 3 ans actuels



Source : Réserve fédérale américaine (H.15), base de données sur les titres à revenu fixe Sapphire de BMO Marchés des capitauxⁱ

7 Federal Reserve Economic Data (FRED), Federal Reserve Bank of St. Louis.

8 Nous avons fondé le taux implicite sur les rendements des obligations à échéance constante à deux et à cinq ans dans les deux pays sans tenir compte de l'effet de la convexité sur le rendement à terme.

9 Soulignons que la valeur notionnelle des contrats CGF (cinq ans) et CGZ (deux ans) est la même à la Bourse de Montréal. Par contre, elle n'est pas la même pour les contrats équivalents sur les obligations du Trésor américain. Il faut donc prendre bien soin de ne pas se retrouver avec le double de l'exposition requise au contrat à terme sur les titres américains à deux ans.



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

irderivatives@tmx.com

m-x.ca/futures

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 de la Banque de Montréal, utilisée avec la permission de celle-ci.

© Bourse de Montréal Inc., 2024. Tous droits réservés. Il est interdit de reproduire, de distribuer, de vendre ou de modifier le présent document sans le consentement préalable écrit de Bourse de Montréal Inc. Les renseignements qui figurent dans le présent document sont fournis à titre d'information seulement. Les points de vue, les opinions et les conseils contenus dans le présent document sont uniquement ceux de l'auteur. Ni Groupe TMX Limitée ni ses sociétés affiliées ne garantissent l'exhaustivité des renseignements qui figurent dans le présent document et ne sont responsables des erreurs ou des omissions que ceux-ci pourraient comporter ni de l'utilisation qui pourrait en être faite. Le présent document ne vise pas à offrir des conseils en placement, en comptabilité ou en fiscalité ni des conseils juridiques, financiers ou autres, et l'on ne doit pas s'en remettre à celui-ci pour de tels conseils. L'information présentée ne vise pas à encourager l'achat de titres inscrits à la Bourse de Montréal, à la Bourse de Toronto ou à la Bourse de croissance TSX. Le Groupe TMX et ses sociétés affiliées ne cautionnent ni ne recommandent les titres mentionnés dans le présent document. CGZ, CGF, Bourse de Montréal et MX sont des marques de commerce de Bourse de Montréal Inc. TMX, le logo de TMX, « The Future is Yours to See. » et « Voir le futur. Réaliser l'avenir. » sont des marques de commerce de TSX Inc. et elles sont utilisées sous licence.