

Une occasion potentielle liée aux titres à revenu fixe après ou durant la vente massive

Depuis la dépréciation de 180 points de base, il y a un an, un changement d'humeur pourrait avoir commencé à s'opérer au sein des marchés des titres à revenu fixe canadiens, ce qui offrirait des occasions aux gestionnaires de portefeuilles d'obligations ambitieux.

Description

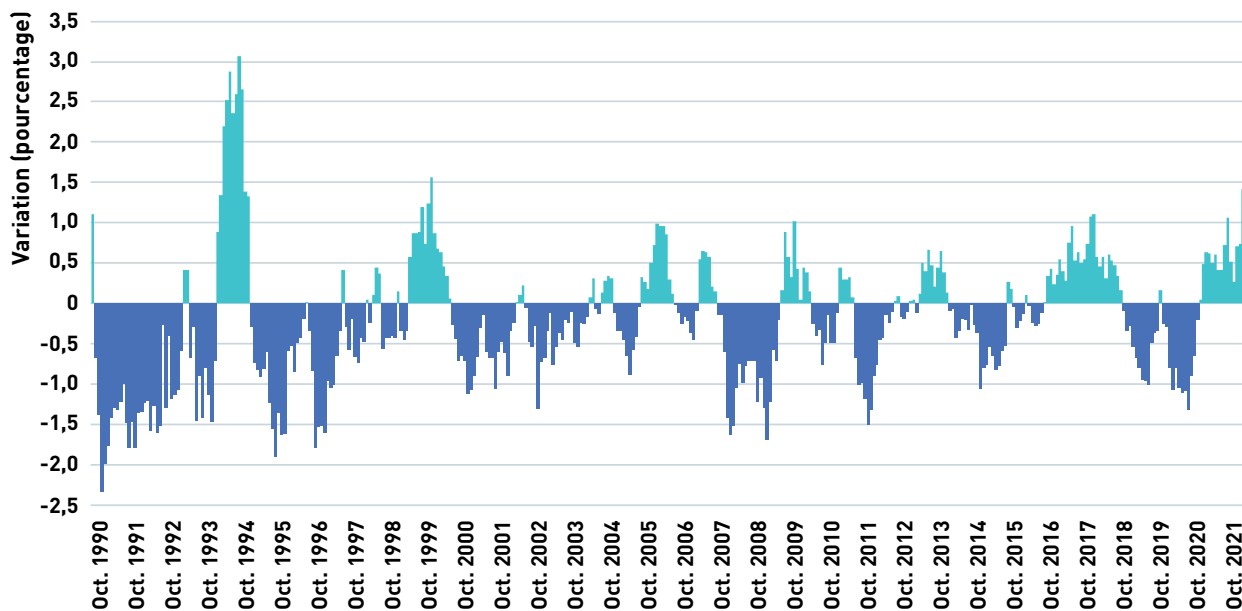
Au début de mai 2021, les rendements des obligations canadiennes de cinq ans se situaient autour de 90 points de base et se maintenaient près de ce niveau depuis plusieurs mois. À partir du mois d'août, les rendements ont commencé à augmenter très rapidement pour atteindre 2,8 %, soit une dépréciation de près de 200 points de base en seulement neuf mois. Étant donné que les facteurs à l'origine de la vente massive rapide d'obligations (inflation, reprise, guerre et contraintes liées à l'approvisionnement, etc.) ont déjà été bien abordés et analysés ailleurs, nous tenons simplement ici à formuler quelques observations sur la situation subséquente à cette vente.

Premièrement, cette vente massive a probablement été l'événement le plus défavorable qu'un gestionnaire de portefeuille de titres à revenu fixe n'ait observé au cours de sa carrière. La figure 1 illustre la variation sur neuf mois des rendements des obligations canadiennes de cinq ans depuis 1990 et montre clairement que la dépréciation actuelle est la « pire » depuis 1994, année où le marché obligataire a été en proie à des conditions si horribles que le milieu financier s'en souvient encore presque trente ans plus tard. Il est bien sûr possible qu'une personne qui était gestionnaire de portefeuilles de titres à revenu fixe en 1994 occupe encore ce poste, mais les 28 ans écoulés depuis placeraient un tel gestionnaire, au mieux, près de l'âge normal de la retraite¹. Nous soupçonnons que seule une poignée de gestionnaires qui ont été témoins de la vente massive d'obligations au milieu des années 1990 œuvrent encore au sein du secteur.

¹ Notre sympathie aux gestionnaires qui auront connu les ventes massives de 1994 et de 2021-2022.

FIGURE 1

Variation sur 9 mois, rendement des obligations du Canada de 5 ans

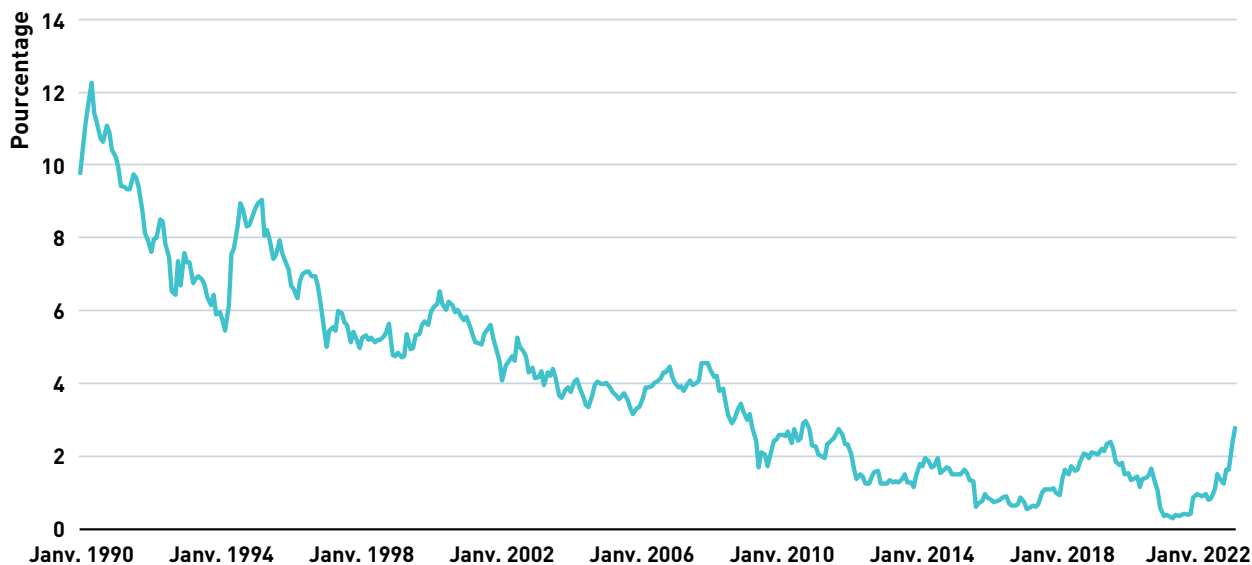


Source : Banque du Canada

Deuxièmement, malgré l'importante dépréciation qu'ont subie les obligations, les taux d'intérêt canadiens² ne sont pas vraiment aussi élevés que par le passé, comme le montre la figure 2. Dans cette figure, les taux des obligations canadiennes de cinq ans ont dépassé le sommet précédent du milieu de 2018, mais n'ont atteint que les niveaux observés au milieu de 2010, tout en restant sous la barre des 4 %, un chiffre qui était considéré comme « normal » pendant les années qui ont précédé la crise financière de 2008.

FIGURE 2

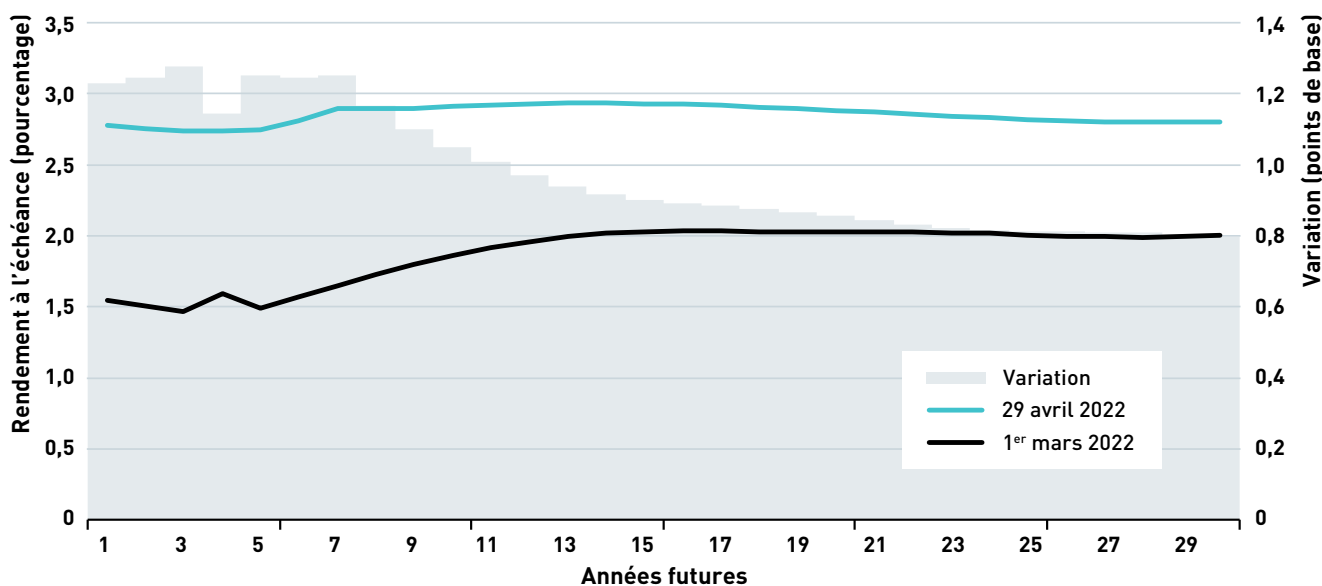
Rendement des obligations du Canada de 5 ans



Source : Banque du Canada

Troisièmement, les taux à terme d'un an – soit le rendement obligataire à un an implicite à la lumière de la courbe des taux actuels pour différentes dates à venir – ne témoignent pas d'une « inflation galopante », malgré une vente massive d'obligations. Comme le montre la figure 3, au-delà d'environ 12 ans, les taux à un an sont passés de 2 % à 2,75 %, mais sont ensuite stables jusqu'à 30 ans. Si les taux d'inflation actuels n'étaient pas perçus comme temporaires, aucun investisseur rationnel n'achèterait des obligations de 10 ans et de 30 ans, vu les taux de rendement à terme que ces instruments prévoient actuellement.

² Nos exemples reposent sur les taux des obligations de cinq ans, car, en l'absence d'assouplissement quantitatif, les rendements des obligations de cinq et de dix ans sont moins tributaires de la politique monétaire de la Banque du Canada et de la demande intérieure d'obligations à long terme, deux facteurs qui faussent les taux d'intérêt canadiens dans d'autres segments de la courbe.

FIGURE 3**Rendements à terme d'un an, obligations du Canada**

Source : Base de données sur les titres à revenu fixe Sapphire de BMO Marchés des capitaux¹

Possible changement d'humeur

Nous reconnaissons qu'au Canada et ailleurs, les marchés et les investisseurs sont à la croisée des chemins alors que deux hypothèses s'affrontent : l'une, qui est en perte de vitesse, selon laquelle les taux d'intérêt sont encore trop bas, et l'autre, qui gagne en popularité auprès des investisseurs, voulant que l'augmentation des taux à long terme, la poursuite des effets liés à la COVID-19, la possibilité de l'élargissement du conflit en Europe et la hausse des prix pèseront sur la croissance et plongeront l'économie dans un ralentissement ou une récession.

Vu l'absence de réponse définitive quant aux taux futurs, nous avons tendance à remettre en question à plusieurs égards le scénario selon lequel « l'inflation continuera de faire baisser les prix des obligations »³. Premièrement, presque toutes les banques centrales continuent d'insister pour dire que l'inflation est un phénomène temporaire qui accompagne le rétablissement de l'activité économique du secteur privé après la pandémie. Deuxièmement, ces mêmes banques centrales sont susceptibles de pécher par excès de prudence étant donné qu'elles n'ont pas été en mesure de générer une inflation correspondant à leur taux privilégié ou cible au cours des dernières années. En fait, malgré des taux d'inflation annuels d'entre 5 % et 10 % au Canada et aux États-Unis au cours des derniers trimestres, les deux pays viennent tout juste d'atteindre l'IPC que l'on aurait obtenu si l'inflation avait été de 2 % depuis le début de 2008. Troisièmement, nous remarquons qu'une hausse des taux d'intérêt sur de courtes périodes, comme en 1994, au début de 2000, en 2006 et en 2013⁴, a habituellement entraîné des ralentissements économiques⁵ au Canada (de tels ralentissements se sont produits en janvier 1996, en juillet 2001, en avril 2008 et en 2015).

Occasions potentielles

Pour ceux qui ne sont décidément pas d'avis que la dépréciation des obligations peut s'arrêter ou s'inverser à partir de maintenant, l'occasion de négociation que reflète la figure 3 est plutôt évidente : vendre des obligations directement ou à découvert presque n'importe où le long du segment de 5 à 30 ans de la courbe. Si les rendements doivent être plus élevés pour tenir compte du risque d'inflation accru, TOUS les taux à terme – et donc les taux au comptant – devraient être plus élevés.

Pour les gestionnaires qui croient qu'une pause de la vente massive ou même un renversement pur et simple de la récente correction du marché obligataire s'impose, il y a quelques autres possibilités intéressantes.

Tout d'abord, un gestionnaire audacieux peut choisir d'opter pour une position acheteur simple sur les obligations de cinq ans, ou une position acheteur à l'égard des obligations de 5 ans de référence, au motif que le rendement a augmenté trop rapidement et qu'une diminution suivra à court terme. La figure 4 montre l'historique des obligations à échéance constante de cinq ans au Canada sur cinq ans. Les rendements ont déjà dépassé leurs sommets d'avant la pandémie.

³ Mentionnons au passage l'excellent livre de Robert J. Shiller de 2019, intitulé *Narrative Economics: How Stories Go Viral and Drive Major Economic Events*, qui décrit comment les récits économiques – vrais ou faux – peuvent avoir une incidence sur les marchés.

⁴ Nous excluons la vente massive d'obligations de 2017, car elle n'aurait pas pu causer la pandémie et la récession de 2020.

⁵ Non pas une récession, ce qui est plus rare – surtout au Canada –, mais bien un ralentissement de l'activité économique à moins de 1 % de croissance moyenne du PIB sur plusieurs trimestres.

Même les investisseurs prudents doivent reconnaître que le rendement de l'obligation de cinq ans de 2,72 % est beaucoup plus attrayant que le rendement au début de mars, alors qu'il venait de franchir la barre des 1,5 %. De plus, avec à peine 15 points de base de rendement supplémentaire pour les obligations de dix ans, nous croyons que de nombreux investisseurs devraient privilégier les obligations de cinq ans plutôt que celles de dix ans. Un investisseur peut – et devrait, s'il le peut – structurer facilement cette opération au moyen des contrats CGFM22⁶, car les contrats à terme se négocient actuellement avec environ 3 cents de rabais comparativement aux obligations.

FIGURE 4

Rendement des obligations du Canada de 5 ans



Source : Base de données sur les titres à revenu fixe Sapphire de BMO Marchés des capitaux¹

Deuxièmement, les taux obligataires à long terme ont chuté, comme nous l'avons vu à la figure 3, mais pas autant que ceux des obligations de dix ans. Le creux qui en résulte dans la pente 10 ans-30 ans pourrait être une occasion pour certains gestionnaires. À tout le moins, les gestionnaires qui ne bénéficient pas des caractéristiques de couverture à long terme de ces obligations – ce qui entraîne leur surévaluation par rapport aux échéances plus courtes dans presque tous les cas – devraient éviter d'acheter des obligations du Canada à long terme.

Les investisseurs audacieux pourraient choisir de se lancer dans une opération d'accentuation de l'écart 10-30 ans en établissant une position acheteur à dix ans et une position vendeur à 30 ans sur la courbe. Ces investisseurs établiraient cette position dans le contexte du plus grand creux des cinq dernières années, comme le montre la figure 5. De plus, l'opération présente un portage positif, et affiche un glissement lent, mais positif. En fait, la position à dix ans glisse vers le bas, tandis que celle à 30 ans affiche la tendance inverse. Les investisseurs qui connaissent bien le contrat LGB^{MD} pourraient choisir de réaliser cette opération en achetant le contrat CGB^{MD} et en vendant des contrats LGB selon une DV01 équivalente. Le contrat CGB se négocie à environ 3 cents de moins que les obligations, de sorte que l'investisseur obtient un escompte sur la position acheteur, quoique le contrat LGB semble également se négocier quelques cents au-dessus de la juste valeur⁷. Les investisseurs doivent être conscients de la précieuse option d'atout intégrée au contrat LGB⁸ – l'investisseur serait toutefois en position acheteur par rapport à cette option dans cette structure d'opération, et l'érosion de cette option d'atout unique ne commence qu'une fois entamée la période de livraison.

⁶ Le contrat M22 devrait être reporté au contrat U22 à la fin de mai.

⁷ Nous calculons une valeur d'environ 37 cents pour l'option d'atout intégrée, et le contrat LGB se négocie actuellement à 41 cents de moins que les obligations.

⁸ Les gestionnaires intéressés peuvent demander le document intitulé « Récapitulation : première période de livraison du contrat LGB » paru en avril 2022 à leur représentant de la Bourse de Montréal.

FIGURE 5

Pente du rendement des obligations du Canada 10-30



Source : Base de données sur les titres à revenu fixe Sapphire de BMO Marchés des capitaux¹

Enfin, il pourrait y avoir une occasion de vendre le corps du papillon 2 ans-5 ans-10 ans⁹, car la courbure du rendement s'est récemment effondrée. La figure 6 montre le rendement du papillon 2-5-10 sur obligations canadiennes à échéance fixe, selon la cotation conventionnelle¹⁰. Cette mesure de la courbure s'est effondrée, passant d'environ +20 points de base à -5 points de base au cours des dernières semaines, et demeure volatile.

FIGURE 6

Papillon sur obligations du Canada 2-5-10

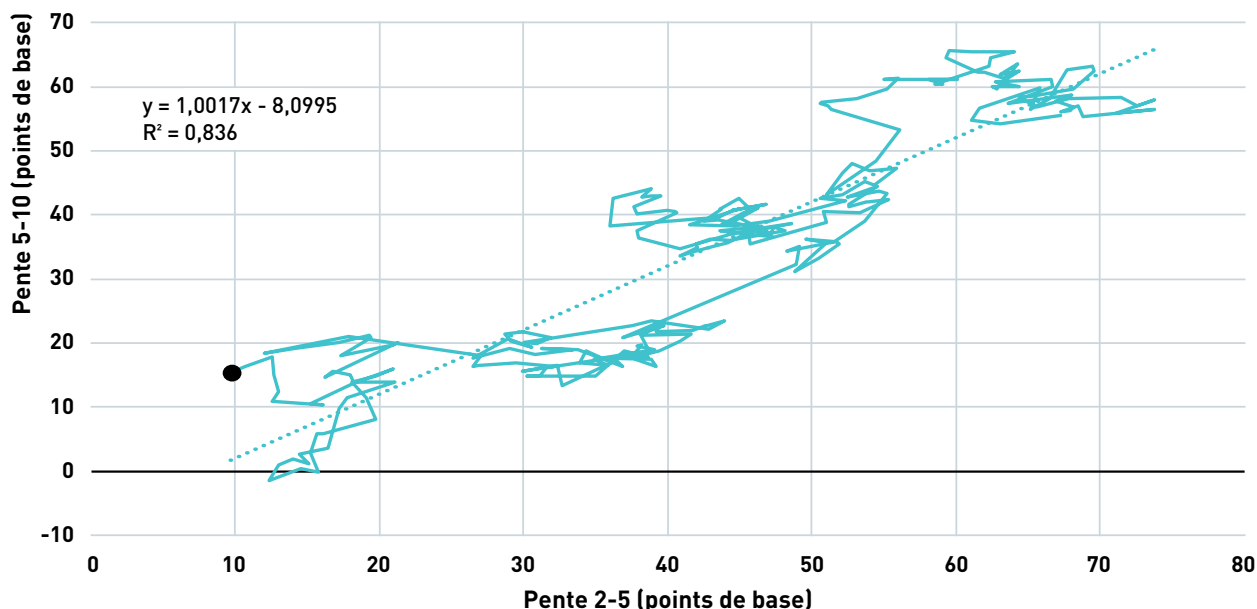


Source : Base de données sur les titres à revenu fixe Sapphire de BMO Marchés des capitaux¹

La figure 7 montre une régression de la pente 5 ans-10 ans par rapport à la pente 2 ans-10 ans sur environ un an. Durant la période de régression, les deux mesures étaient fortement corrélées avec un coefficient de détermination (R^2) d'environ 0,84, et le niveau du papillon se situe maintenant à environ 13 points de base du niveau prévu. Il convient de remarquer qu'une chute rapide du papillon 2-5-10 cadre bien avec la fin d'un cycle de relèvement des taux de la banque centrale, les rendements reflétant une série de hausses de taux suivies d'un ralentissement économique, lequel entraîne une pause ou un renversement du resserrement de la politique monétaire. Les gestionnaires qui sont prêts à parier que la corrélation statistique se maintiendra à l'avenir pourraient choisir de prendre position, malgré le fait qu'un changement du discours économique pourrait avoir mis fin à la récente corrélation entre les pentes 2-5 et 5-10.

⁹ Les lecteurs intéressés peuvent en apprendre davantage sur l'opération sur courbure 2-5-10 dans le document « Opérations 2-5-10 sur contrats à terme : clés de compréhension » publié par la Bourse de Montréal en mai 2021.

¹⁰ Papillon sur obligations = (2 x taux de 5 ans – taux de 10 ans – taux de 2 ans)

FIGURE 7**Pente du rendement des obligations du Canada 2-5 par rapport à 5-10**

Source : Base de données sur les titres à revenu fixe Sapphire de BMO Marchés des capitaux¹



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 Marchés des capitaux » est une marque déposée de la Banque de Montréal, utilisée avec la permission de celle-ci.

© Bourse de Montréal Inc., 2022. 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 exprimés dans le présent document reflètent uniquement ceux de son 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 ou de dérivés 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. CGB, LGB, Bourse de Montréal et MX sont les marques déposées de Bourse de Montréal Inc. TMX, le logo de TMX, « The Future is Yours to See. » et « Voir le futur. Réaliser l'avenir. » sont les marques déposées de TSX Inc. et elles sont utilisées sous licence.