

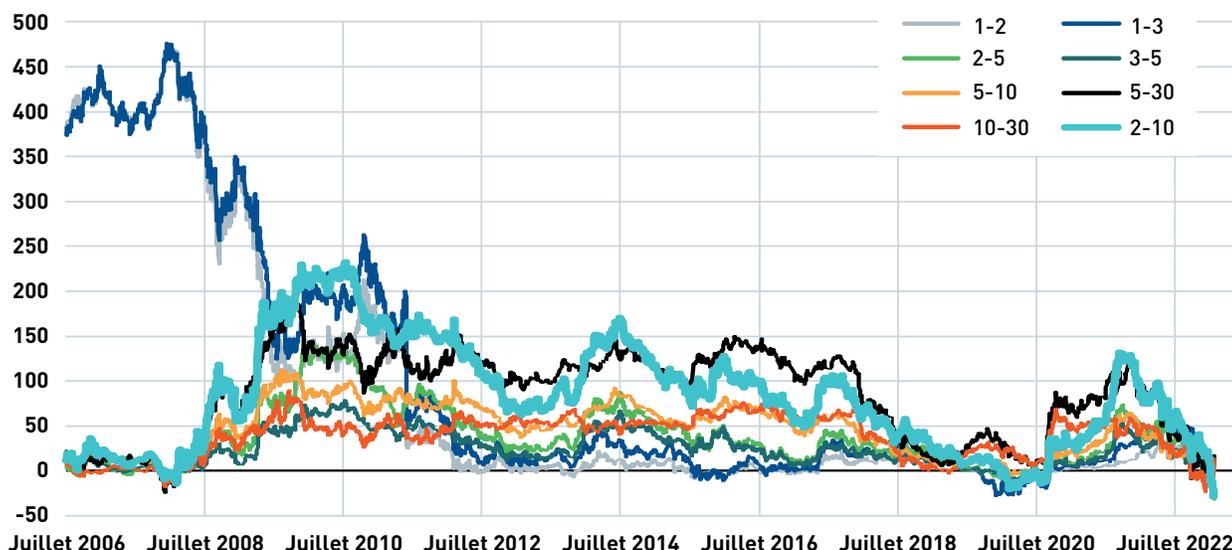
BOURSE DE MONTRÉAL

Inversion de la courbe des taux de 2 à 10 ans : jusqu'où ira la baisse?

Comme le savent les économistes et les gestionnaires de portefeuille, la pente de la courbe canadienne des taux de 2 à 10 ans¹ s'est inversée à la mi-juillet, et a continué sa chute vers un creux jamais observé depuis 15 ans, voire plus. Cet aplatissement généralisé de la courbe des taux touche différents segments, de la partie de 1 an à 2 ans à la partie de 2 ans à 10 ans, de sorte que jusqu'à maintenant, seuls le segment de 5 ans à 10 ans et les segments où se situent les échéances obligataires les plus longues² affichaient une valeur positive lors du dernier jour de négociation de juillet. La plupart des segments de la courbe des taux sont maintenant plus plats (voire plus inversés, pour la majorité) qu'ils l'étaient à l'aube de la crise financière de 2008, au cours des années subséquentes marquées par la faiblesse des rendements et la lente reprise économique en Europe et en Amérique du Nord, et lors de la panique boursière au début de la pandémie mondiale en 2020. La figure 1 présente la pente de différents segments de la courbe des rendements obligataires du Canada.

FIGURE 1

Pente des segments de la courbe des taux du Canada, depuis 2006



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

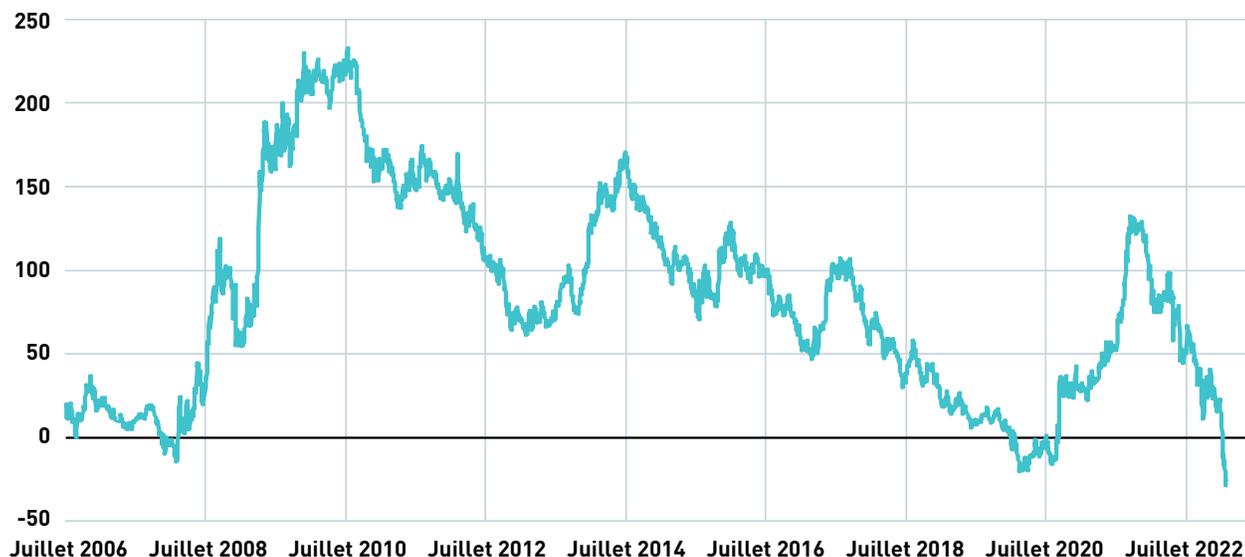
1 Aux fins du présent article, on entend par « courbe 2 ans-10 ans » la courbe illustrant la différence entre le taux de rendement des obligations de dix ans et celui des obligations de deux ans, exprimée en points de base. Il en va de même pour tous les segments; par exemple, on entend par « pente 1 an-5 ans » ou « courbe 1 an-5 ans » la courbe illustrant la différence entre le rendement à l'échéance des obligations de cinq ans et celui des obligations de un an, exprimée en points de base.

2 Les pentes 5 ans-30 ans et 10 ans-30 ans étaient inversées avant le dernier aplatissement de la courbe des taux, mais sont maintenant redevenues positives.

La figure 2 montre plus clairement le profond creux du segment 2 ans-10 ans de la courbe des taux, qui affiche une inversion. Cette inversion, qui se situait à -29 points de base au dernier jour de bourse de juillet, a atteint son niveau le plus prononcé des 15 dernières années. La courbe des taux du Trésor américain présente une inversion similaire pour le même segment, mais il se pourrait que les marchés du Canada et des États-Unis soient influencés par les problèmes de liquidité de la période estivale. En effet, les mois de juillet et d'août sont généralement caractérisés par le ralentissement des marchés et une liquidité moindre, ce qui a tendance à porter la valeur relative des titres aux extrêmes.

FIGURE 2

Pente du segment 2 ans-10 ans de la courbe des taux du Canada, depuis 2006



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

Incidence sur l'économie

En règle générale, on considère que l'inversion de la pente de la courbe des taux, en particulier celle du segment 2 ans-10 ans, est un signe avant-coureur d'une récession économique, ou, du moins, qu'il s'agit d'un indicateur à suivre de près en prévision d'une telle éventualité. Grosso modo, le fait que le rendement des obligations de 2 ans dépasse celui des obligations de 10 ans signifie que les participants au marché croient – et investissent leur argent en conséquence – que le caractère restrictif du taux à 2 ans se traduira par un ralentissement de l'économie ou même une forme de récession, ce qui pourrait forcer la Banque du Canada à baisser les taux du financement à un jour³.

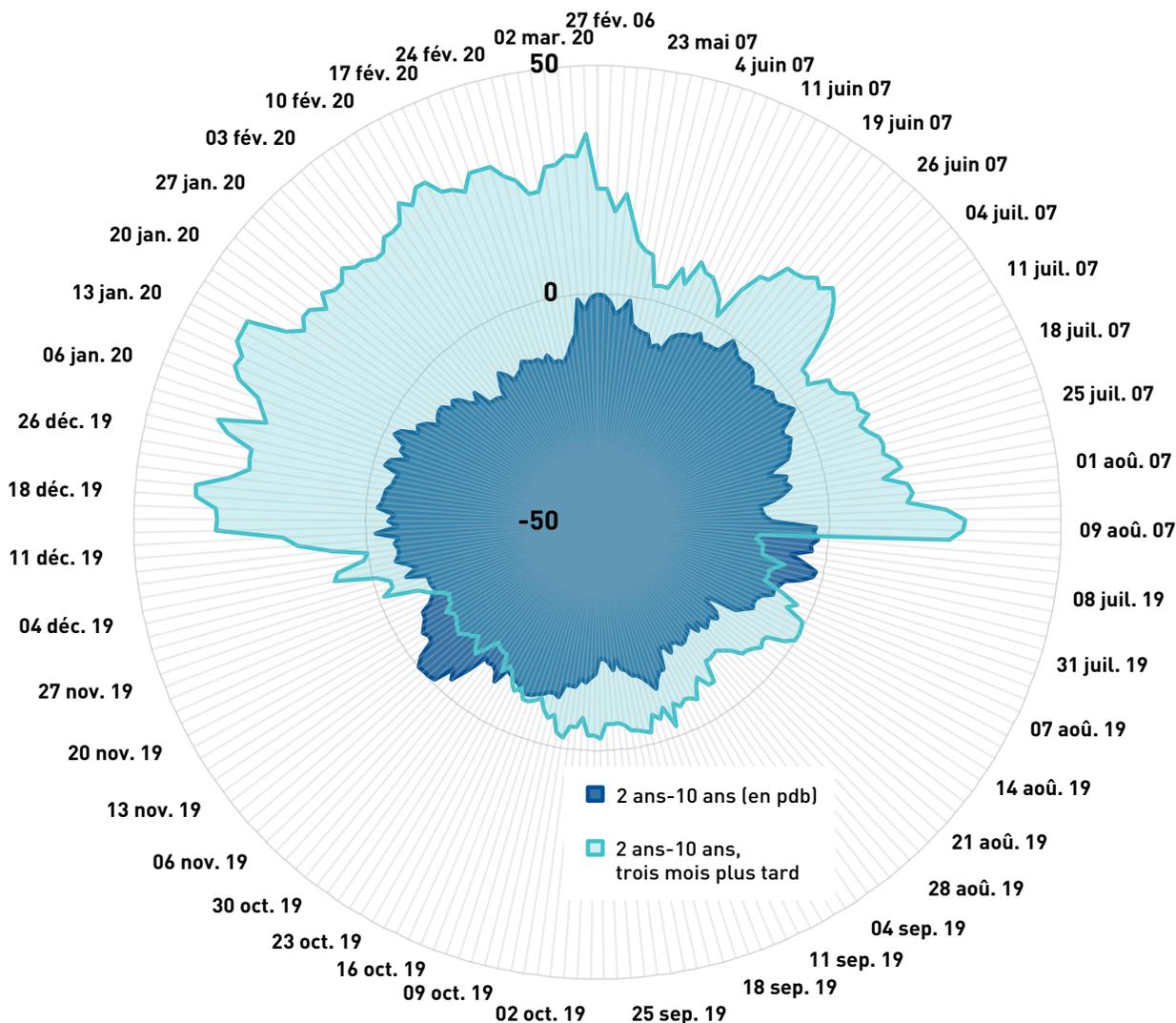
Période de détention

Si l'on accepte l'explication ci-dessus, il est évident qu'une inversion de la courbe 2 ans-10 ans sera suivie d'une accentuation de la courbe. En effet, si les participants au marché ont raison et que l'inversion de la pente 2 ans-10 ans est suivie d'une récession économique, alors le taux de rendement des obligations de 2 ans diminuera généralement davantage que celui des obligations de 10 ans dans les mois subséquents, ce qui se traduira par une pente positive plus abrupte. Si, au contraire, les investisseurs ont tort, on peut s'attendre à un effet haussier disproportionné sur le rendement des obligations de 10 ans, et du même coup sur la pente 2 ans-10 ans. Bien entendu, ce raisonnement constitue toutefois une simplification et n'est pas infaillible : l'inversion de la courbe 2 ans-10 ans peut continuer de s'intensifier et ainsi engendrer des pertes intermédiaires d'une ampleur intolérable.

Toutefois, la situation actuelle mérite certainement l'attention des gestionnaires de portefeuille qui cherchent à déployer une stratégie à « forte probabilité » de gain pour leurs portefeuilles à risque élevé capables d'absorber des pertes potentielles. En effet, depuis 2006, 84 % des positions fondées sur une accentuation de l'écart des taux des obligations canadiennes de deux ans et de dix ans établies lorsque la pente était inversée ont mené à des gains dans les trois mois. Autrement dit, trois mois après une inversion de la courbe 2 ans-10 ans, on observe une pente plus accentuée dans un peu plus de 84 % des cas et une pente moins accentuée dans un peu moins de 16 % des cas. La figure 3 illustre ce phénomène : la zone bleue foncée représente les écarts du segment 2 ans-10 ans du Canada aux dates où la courbe était inversée (depuis 2006), et la zone bleu pâle, les écarts trois mois plus tard. Les aires où la zone bleue foncée n'est pas couverte de bleu pâle correspondent aux quelques cas où la pente 2 ans-10 ans ne s'est pas accentuée dans les trois mois.

³ Ou encore que l'inflation sera plus faible à moyen qu'à court terme, ce qui, aux fins du présent article, revient essentiellement au même, puisque la Banque du Canada prévoit certains niveaux de prix ou y répond.

FIGURE 3
Pente du segment 2 ans-10 ans de la courbe des taux du Canada,
toutes les inversions depuis janvier 2006

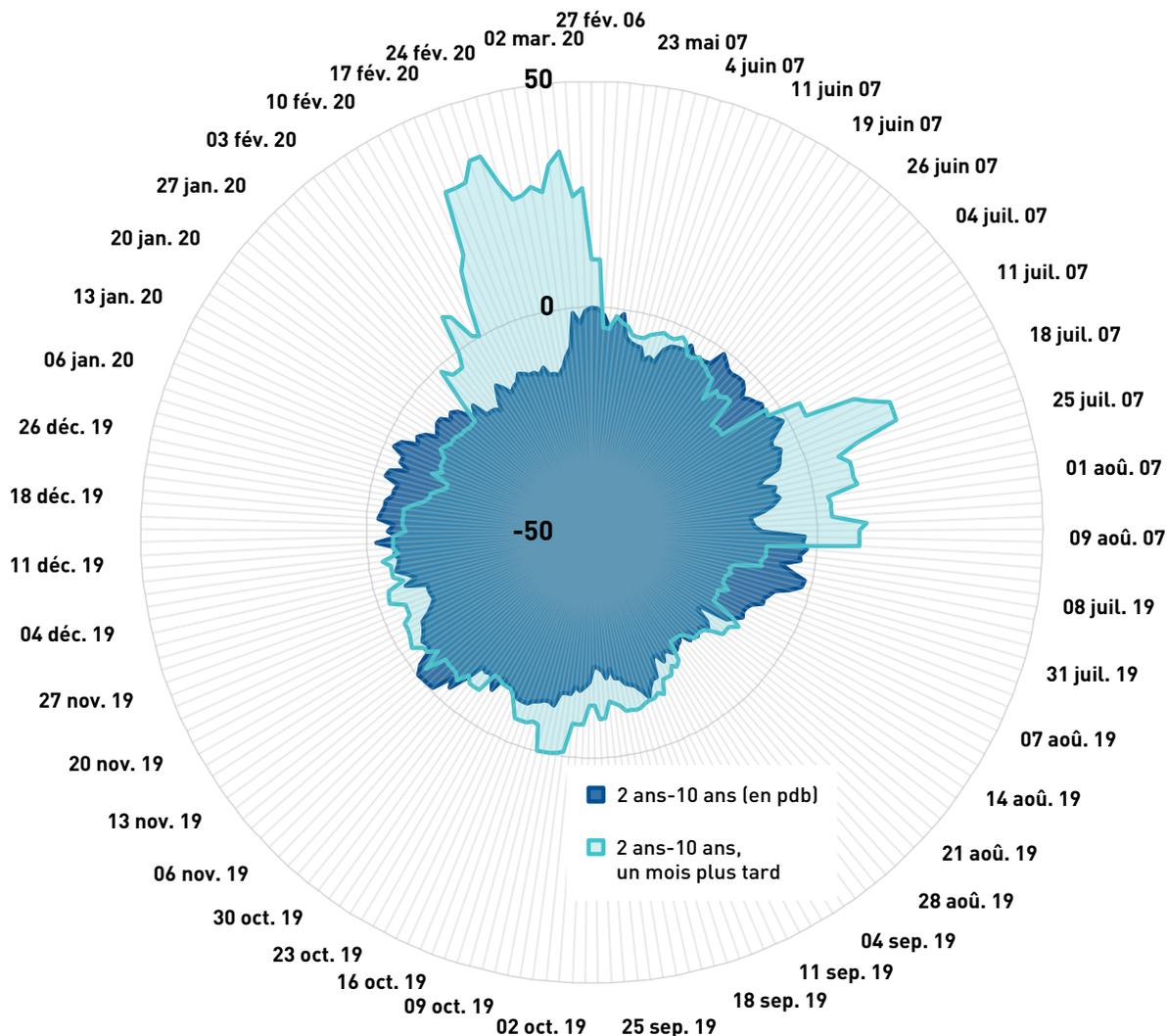


Source : Base de données sur les titres à revenu fixe Sapphire de BMO Marchés des capitaux¹

Bien entendu, l'horizon de placement utilisé à la figure 3 est arbitraire. On peut aussi se baser sur une période de détention d'un mois (figure 4) ou sur des périodes plus longues, par exemple de sept mois (figure 5).

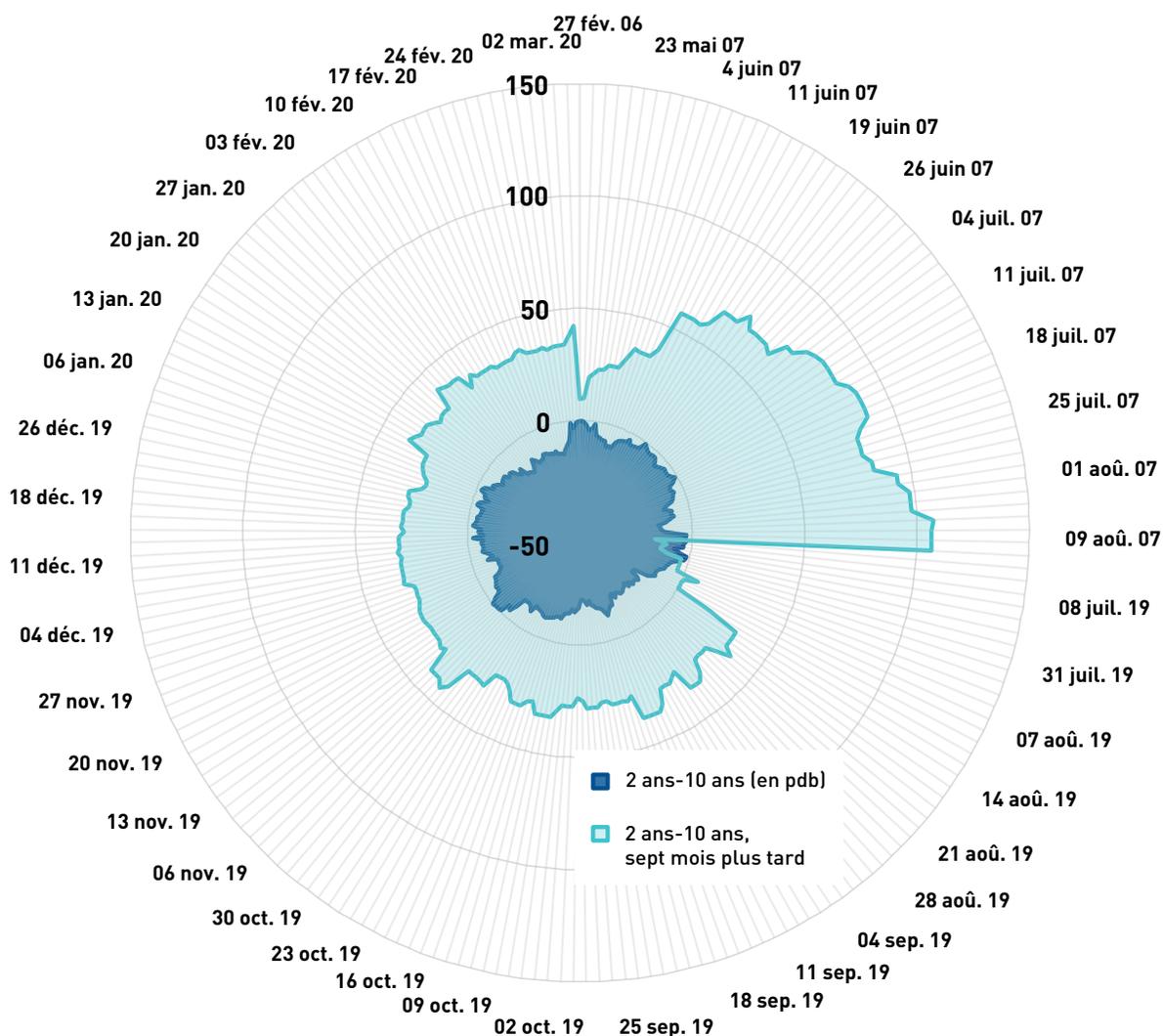
FIGURE 4

Pente du segment 2 ans-10 ans de la courbe des taux du Canada, toutes les inversions depuis janvier 2006



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

FIGURE 5
Pente du segment 2 ans-10 ans de la courbe des taux du Canada,
toutes les inversions depuis janvier 2006



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

La figure 6 résume les données des trois graphiques ci-dessus sous forme de tableau. Même si la période de détention est plus courte (un mois), les positions tirant parti de l'inversion de la courbe 2 ans-10 ans ont mené à des gains dans plus de la moitié des cas. Le tableau présente aussi des données sur les pertes potentielles et les gains moyens, sans tenir compte du portage.

FIGURE 6

	3 MOIS		1 MOIS		7 MOIS	
Gain moyen (pdb)	17		5		47	
Gain min. (pdb)	-13		-17		-14	
Gain max. (pdb)	46		50		122	
Occurrences totales	217		217		217	
Opérations rentables	183	84,3 %	138	63,6 %	210	96,8 %
Opérations non rentables	34	15,7 %	79	36,4 %	7	3,2 %

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

Constitution de l'opération

Un gestionnaire de portefeuille voulant exécuter une opération pour exploiter le potentiel du segment 2 ans-10 ans peut structurer celle-ci de plusieurs façons. Même un gestionnaire de portefeuille d'obligations sur le marché au comptant peut réaliser cette opération en devançant de huit ans l'échéance de ses titres obligataires⁴. Pour ce faire, la méthode courante est de vendre des obligations de 10 ans et d'acheter des obligations de 2 ans selon une sensibilité aux taux d'intérêt (VM01) équivalente. Il est aussi possible de négocier des contrats à terme au moyen des stratégies offertes par la Bourse de Montréal pour la courbe 2 ans-10 ans.

La figure 7 illustre la constitution d'une opération visant à tirer parti de l'accroissement de l'écart de rendement 2 ans-10 ans (25 000 \$ par point de base) au moyen de contrats à terme, l'échéance des contrats en vigueur étant en septembre 2022. On s'attend actuellement à ce que l'opération présente un glissement négatif de 2 points de base par mois. En outre, on considère que les contrats CGB^{MC} (10 ans) sont moins chers que les obligations en raison des options intégrées. Les investisseurs qui vendent des contrats CGBU22 doivent comprendre qu'ils achètent plusieurs options intégrées qui ont de la valeur : l'option d'atout, qui ne devrait pas se déprécier avant la livraison; le choix en matière de qualité (ou option de substitution)⁵, dont la valeur devrait diminuer au fil du temps; et l'option relative au moment, qui leur donne le droit d'effectuer la livraison à la première date permise afin d'éviter le portage négatif pendant la période de livraison. Ces options complexifient⁶ la négociation de contrats à terme. S'il n'est pas à l'aise avec les options intégrées à la vente de contrats CGBU22, un gestionnaire ingénieux peut vendre des obligations de 10 ans plutôt que des contrats à terme et acheter des contrats à terme de 2 ans pour compenser la différence entre les valeurs relatives.

FIGURE 7

29-JUIL-22	CGZU22	CGBU22
Prix du contrat	104,99	130,45
Obligation la moins chère à livrer (MCL)	1,5 % mai 2024	0,5 % déc. 2030
MCL – Années avant l'échéance	1,74	8,33
Facteur de concordance	0,9296	0,6462
MCL – VM01	1,7	6,8
Contrat – VM01	1,8	10,5
Position (25 k\$/pdb pour la pente 2 ans-10 ans)	-1 399	238
VM01 totale	-24 997	24 980

Un investisseur qui veut négocier des contrats à terme pour tirer avantage de l'accroissement de la courbe peut utiliser la stratégie définie par l'utilisateur de la Bourse de Montréal qui permet d'effectuer automatiquement et en une seule opération la vente d'un contrat CGB et l'achat de six contrats CGZ^{MC}.

4 Il ne s'agit probablement pas d'une stratégie optimale, vu les coûts liés à l'opération et l'écart de valeur des actifs. En règle générale, pour ce type de portefeuille, une simple structure de superposition réalisée au moyen de contrats à terme (si possible) est moins complexe et plus facile à mettre en place.

5 Plus précisément, il semble que l'obligation la moins chère à livrer soit celle arrivant à échéance en juin 2031, et non en décembre 2030.

6 Cependant, la stratégie de rechange sur obligations consiste à emprunter l'obligation et à participer au marché du financement à un jour.



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 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 Marché des capitaux » est une marque déposée de la Banque de Montréal, utilisée avec permission.

© Bourse de Montréal Inc., 2022. Tous droits réservés. Il est interdit de reproduire, de distribuer, de vendre ou de modifier le présent article sans le consentement préalable écrit de Bourse de Montréal Inc. Les renseignements qui figurent dans le présent article sont fournis à titre d'information seulement. Les points de vue, les opinions et les conseils contenus dans le présent article 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 article 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 article. CGB, CGZ, 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 les marques déposées de TSX Inc. et elles sont utilisées sous licence.