

# Les taux canadiens à long terme : mieux vaut s'abstenir

## Sommaire

Les investisseurs qui cherchent à générer un revenu et qui n'ont pas un besoin inhérent d'atténuation du risque devraient examiner le segment des échéances courtes de la courbe de rendement du Canada à la suite du récent aplatissement, qui a fait perdre son attrait au segment des échéances longues. En effet, les contrats à terme de cinq ans ou peut-être même ceux de dix ans sont bien plus susceptibles de générer des profits que les obligations échéant dans plus de dix ans.

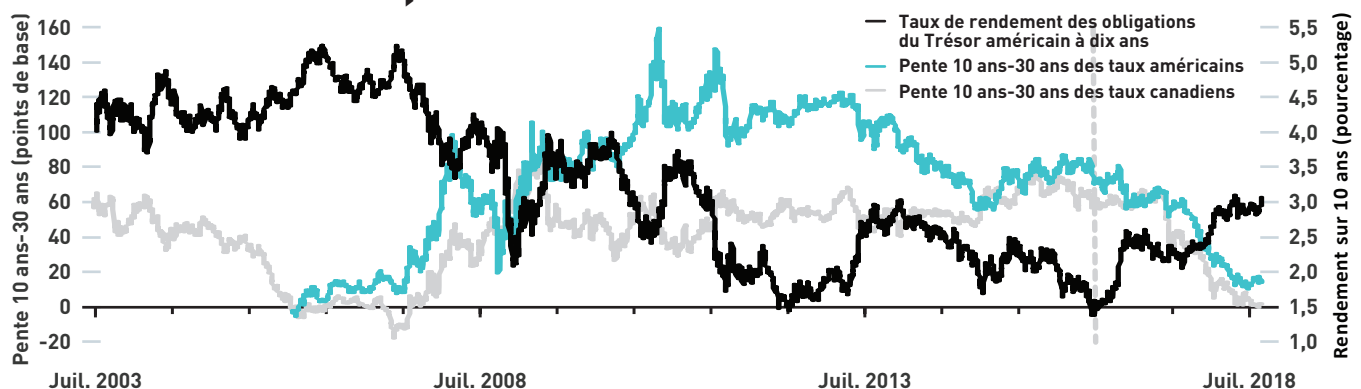
## 18 mois d'aplatissement de la courbe 10 ans-30 ans

L'aplatissement de plus de 60 points de base de la pente de la courbe 10 ans-30 ans qui s'est produit au Canada depuis juin 2017 a mis en évidence la tendance des taux obligataires canadiens à long terme à évoluer suivant la théorie de la segmentation du marché plutôt que suivant la théorie des anticipations rationnelles. Si la seconde théorie s'appliquait, on déduirait de la courbe 10 ans-30 ans complètement plate que les participants au marché prévoient que la Banque du Canada a maintenant atteint la fin d'un cycle de resserrement ou qu'elle est train de commettre une erreur dans sa politique. Étant donné la force de l'économie du pays et de celle de notre voisin du sud, il existe bien peu de preuves économiques susceptibles de valider cette interprétation.

Si nous rejetons la notion selon laquelle les anticipations rationnelles ont une incidence sur le segment des échéances longues de la courbe, nous pouvons expliquer l'important aplatissement des dernières années d'une autre façon. Le segment des échéances longues au Canada a toujours été dominé par les caisses de retraite de forte envergure et les fonds de grandes compagnies d'assurance qui, surtout depuis 2008, ont entrepris diverses stratégies de placement axées sur le passif<sup>1</sup> afin de réduire le risque et d'immuniser, dans la mesure où ils ne l'étaient pas déjà, certains de leurs éléments de passif à très long terme. On remarque à la figure 1 que la pente de la courbe 10 ans-30 ans du Canada, illustrée en bleue, est demeurée bien inférieure à celle des États-Unis, illustrée en rouge, pendant les cinq années qui se sont écoulées de la crise financière à la mi-2014.

FIGURE 1

### Pente 10 ans-30 ans, Canada et États-Unis



1. On parle aussi de stratégies d'appariement des éléments de l'actif et du passif et il y a un lien étroit avec les concepts d'immunisation et de désendettement.

En raison de leur forte préférence pour les obligations canadiennes à longue échéance, les grandes compagnies d'assurance et les caisses de retraite avaient un grand appétit ces titres, ce qui a maintenu la courbe 10 ans-30 ans dans une fourchette de 40 à 60 points de base, alors même que la courbe américaine s'accroissait, passant de 60 à 160 points de base, puis se raplatissait, revenant à 60 points de base tandis que la reprise s'effectuait par à-coups. Lorsque les taux, illustrés en noir, ont enfin commencé à s'éloigner de leur creux du milieu de l'été 2016 pour finalement atteindre 2,5 % en 2017 dans un contexte de forte hausse des marchés des actions, les opérateurs en couverture de passif dont les portefeuilles n'étaient pas complètement immunisés ont eu droit à un cadeau : des positions financées très favorables, étant donné que la valeur de leurs actifs connaissait une hausse fulgurante, tandis que celle de leurs éléments de passif partiellement couverts chutait. Leur réaction a été parfaitement rationnelle : ils ont bloqué l'état de financement favorable en immunisant le plus grand nombre d'éléments de passif possible. Comme le gouvernement fédéral canadien a un déficit relativement plus petit que celui du gouvernement américain et que les très grandes caisses de retraite et compagnies d'assurance gèrent des actifs relativement plus centralisés qu'aux États-Unis, la demande pour les actifs à long terme dépasse souvent l'offre, de sorte que la courbe 10 ans-30 ans s'est aplatie pour tomber presque à zéro à la mi-septembre 2018, ce qui est considérablement plus plat qu'une mesure comparable aux États-Unis<sup>2</sup>.

Laissons maintenant de côté les théories sur les taux d'intérêt, car la plupart des lecteurs sont payés pour générer des revenus et non pour pontifier au sujet des causes de la forme de la courbe des taux. Pour les pragmatiques, le fait semble être que, s'il y n'a pas un urgent besoin de réduire les pertes sur les positions courantes ou de couvrir les éléments de passif ayant une longue durée, le gestionnaire moyen de portefeuille de titres à revenu fixe ne devrait pas vouloir acheter des obligations du Canada à échéance longue aux taux actuels. Un investisseur ne bénéficie de presque aucune augmentation de taux s'il reporte sa consommation de la dixième année à partir d'aujourd'hui à la trentième année. En outre, le taux nominal de 2,4 % applicable à une période couvrant près de deux générations ne dépasse la cible du taux d'inflation à long terme de la Banque du Canada<sup>3</sup> que d'un minuscule 0,4 %, ce qui suppose un bien maigre rendement réel de 0,4 % lorsqu'il y a un report de 30 ans pour la consommation. Chose certaine, il serait faux de dire que le marché s'est trompé. La valeur des obligations à longue échéance pourrait plutôt résider dans l'immunisation qu'elle procure aux investisseurs disposant d'éléments de passif à long terme. Les gestionnaires qui n'ont pas besoin d'une telle couverture auront du mal à justifier les faibles rendements attendus.

## Rendements attendus

Pour les obligations à coupons, l'examen du rendement à l'échéance d'un titre ne suffit généralement pas à prévoir le rendement futur. Le rendement d'une obligation est déterminé par les intérêts courus, par le temps restant avant l'échéance et par les gains ou les pertes en capital attribuables aux changements des taux d'intérêt pendant l'horizon du placement.

À la figure 2, nous utilisons la courbe des taux nominaux correspondant aux échéances qui présentent un intérêt pour les gestionnaires de portefeuille d'obligations afin de calculer les rendements attendus en supposant qu'il n'y aura aucun changement dans la forme et le niveau de la courbe des taux. Nous calculons les intérêts courus et le glissement vers le bas de la courbe<sup>4</sup> attendu pour deux dates. La première date est en juin 2017, au début du plus récent aplatissement de la courbe 10 ans-30 ans du Canada; la deuxième est à la mi-septembre 2018. Tous les rendements (le calcul des rendements attendus est basé sur un horizon de trois mois) ont été calculés en points de base de rendement pour permettre une comparaison efficace entre des obligations dont les échéances sont très différentes.

FIGURE 2

Nombre d'années à courir avant l'échéance	1 <sup>er</sup> juin 2017				18 sept. 2018				Variation	
	Taux	Intérêts courus (pb)	Glissement vers le bas de la courbe (pb)	E(r) total (pb)	Taux	Intérêts courus (pb)	Glissement vers le bas de la courbe (pb)	E(r) total (pb)	Δ taux (pb)	Δ E(r) total (pb)
	<b>3,0</b>	1,00 %	8,5	2,0	<b>10,5</b>	2,20 %	19,0	0,9	20,0	119,6
<b>4,0</b>	1,08 %	6,9	2,0	<b>8,9</b>	2,25 %	14,8	1,4	16,2	117,1	<b>7,2</b>
<b>5,0</b>	1,17 %	6,0	2,1	<b>8,2</b>	2,29 %	12,2	0,9	13,0	112,1	<b>4,9</b>
<b>6,0</b>	1,23 %	5,3	1,6	<b>6,9</b>	2,33 %	10,4	0,9	11,3	109,2	<b>4,4</b>
<b>7,0</b>	1,30 %	4,9	1,6	<b>6,5</b>	2,35 %	9,2	0,7	9,9	105,7	<b>3,4</b>
<b>8,0</b>	1,36 %	4,5	1,7	<b>6,2</b>	2,37 %	8,2	0,5	8,7	100,9	<b>2,5</b>
<b>9,0</b>	1,44 %	4,3	1,9	<b>6,2</b>	2,39 %	7,4	0,3	7,7	94,6	<b>1,5</b>

2. On pourrait avancer que cela s'explique par l'instabilité du régime commercial canado-américain. Toutefois, les restrictions commerciales devraient ultimement atténuer le caractère restrictif de la politique de la Banque du Canada, ce qui n'est pas pris en compte dans les courbes actuelles.

3. Qu'elle réussisse à atteindre avec beaucoup de succès sur le long terme.

4. Étant donné que la courbe est très plate, nous faisons fi de l'effet du temps restant avant l'échéance dans notre analyse.

Nombre d'années à courir avant l'échéance	1 <sup>er</sup> juin 2017				18 sept. 2018				Variation	
	Taux	Intérêts courus (pb)	Glissement vers le bas de la courbe (pb)	E(r) total (pb)	Taux	Intérêts courus (pb)	Glissement vers le bas de la courbe (pb)	E(r) total (pb)	Δ taux (pb)	Δ E(r) total (pb)
	10,0	1,53 %	4,1	2,3	6,5	2,39 %	6,8	0,1	6,9	85,8
12,0	1,68 %	3,9	1,6	5,5	2,40 %	5,8	0,1	5,9	72,4	0,5
15,0	1,81 %	3,5	1,0	4,4	2,42 %	4,8	0,1	4,9	60,8	0,5
20,0	1,99 %	3,0	0,8	3,8	2,42 %	3,8	0,0	3,8	43,5	0,1
25,0	2,07 %	2,7	0,2	2,8	2,42 %	3,2	0,0	3,2	35,5	0,4
30,0	2,07 %	2,3	-0,1	2,3	2,41 %	2,8	-0,1	2,7	34,1	0,5

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

L'information qui présente le plus grand intérêt est celle qui se trouve dans la colonne la plus à droite de la figure 2, où l'on voit la variation du rendement attendu total entre juin 2017, avant les quatre resserrements de la politique de la Banque du Canada et le recul de 85 points de base des obligations du Canada de 10 ans, et septembre 2018. On pourrait s'attendre à voir des rendements attendus accrus à l'échelle de la courbe des taux en raison de la hausse des taux, mais, dans les faits, les obligations de 10 ans et plus donnent presque les mêmes rendements très faibles qu'avant le début des hausses de taux. La dernière colonne de la figure 2 nous permet de tirer les conclusions qui suivent.

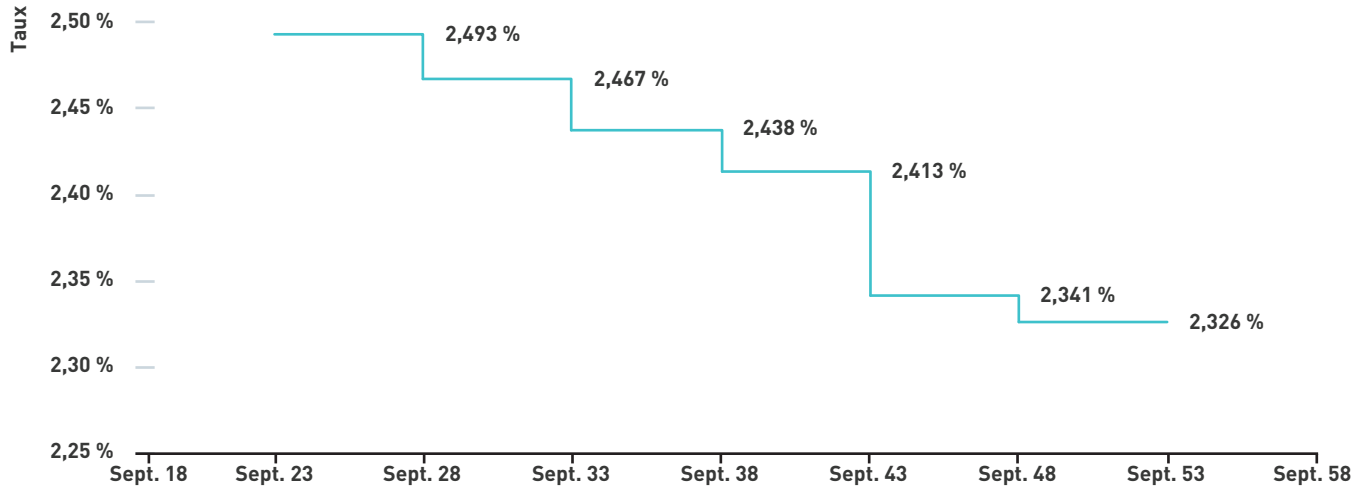
1. Les obligations dont les échéances vont de 10 à 30 ans ne présentent toujours aucun attrait sur le plan du rendement attendu. Dans ces conditions, les acheteurs de ces obligations doivent accorder une valeur à autre chose que le rendement attendu, comme l'utilité pour atténuer le risque.
2. Sur le plan de la valeur relative, un investisseur devrait se concentrer sur le segment des échéances courtes de la courbe, à moins d'une prévision précise quant à la direction que prendront les taux d'intérêt. Les gestionnaires de portefeuille devraient envisager de recourir aux contrats à terme CGB (obligation de 9 ans) et CGF (obligation de 4,5 ans), lesquels comportent un rendement attendu supérieur à celui des obligations à longue échéance.
3. À l'heure actuelle, les taux du segment des longues échéances, et même ceux des obligations de 10 ans, procurent un « coussin de protection » fort réduit en cas de hausse des taux. Comme la somme du rendement attendu en points de base et du rendement à l'échéance actuel correspond au rendement à terme, un investisseur qui détient des obligations de 5 ans peut encaisser un recul supplémentaire d'environ 13 points de base sur une période de 3 mois sans subir de perte, tandis qu'un investisseur qui détient des obligations de 30 ans ne peut essuyer qu'un recul de 3 points de base.

## Taux à terme implicites

Une autre façon de visualiser les taux sans attrait que comportent les obligations de 30 ans consiste à calculer les taux à terme implicites entre les points de la courbe des taux nominaux, comme illustré à la figure 3. Ce graphique montre les taux au comptant à 5 ans découlant des taux actuels sur des obligations au pair à différentes dates dans l'avenir. Tout comme l'acheteur d'une obligation de 10 ans achète le taux de 5 ans actuel, plus le taux à cinq ans dans cinq ans compris dans l'obligation de 10 ans, l'acheteur d'une obligation échéant dans 35 ans achète tous les taux à terme implicites de 5 ans qui sont présentés dans la figure 3, de même que le taux de 5 ans actuel. On constate qu'en raison du caractère plat de la courbe 10 ans-30 ans, ces taux à terme diminuent de façon constante jusqu'à atteindre un très bas taux de 2,32 % dans le cas du taux à 5 ans dans 30 ans. Les acheteurs d'obligations canadiennes ayant une longue durée devraient être conscients des très faibles taux à terme implicites que comportent actuellement les obligations du Canada et choisir d'autres échéances dans la mesure où cela convient à leurs portefeuilles.

FIGURE 3

## Taux à terme implicites des obligations, échéance de 5 ans



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



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)

<sup>i</sup> 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 aux termes d'une licence.

© Bourse de Montréal Inc., Octobre 2018

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>MC</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> » et « Groupe TMX<sup>MD</sup> » sont des marques déposées de TSX Inc.

Imprimé au Canada

© Bourse de Montréal Inc., Octobre 2018

W-ED-STR-LongCanadaYieldsAreNotForYou-F-07b16807b4c