

Canada/États-Unis : À l'échelle de la courbe

Fin 2018 et début 2019, une pléthore d'économistes et de médias ont lancé l'idée que l'économie canadienne pouvait perdre sa corrélation avec celle des États-Unis et connaître une récession, tandis que l'économie américaine subirait ou non une contraction. Bien qu'il soit loin d'être impossible qu'une récession se produise au Canada pendant une période de croissance de l'activité économique aux États-Unis, ce serait presque sans précédent dans l'après-guerre¹, depuis que le dollar canadien est soumis à un régime de change flottant.

Le régime de change flottant fait en sorte qu'une récession canadienne est peu probable pendant une période de croissance économique aux États-Unis. On peut expliquer cela de façon simplifiée : en cas de prévisions de croissance réduite ou négative au Canada, les taux d'intérêt nominaux au pays baissent par rapport à ceux aux États-Unis, ce qui entraîne un affaiblissement du dollar canadien. Or, un dollar canadien affaibli a pour effet de réduire les importations² et d'accroître les exportations (généralement vers les États-Unis), ce qui stimule la croissance intérieure et, dans une certaine mesure, produit un effet semblable à celui que provoque normalement un assouplissement de la politique monétaire de la Banque du Canada.

L'effet stabilisateur du dollar canadien flottant se manifeste toujours en 2019, bien sûr, mais économistes, stratèges et marchés, comme nous le verrons ci-après, ont émis l'hypothèse que l'économie canadienne des dernières années est loin d'être normale. Leurs arguments vont des guerres tarifaires aux prix excessifs de l'immobilier, en passant par le surendettement des consommateurs canadiens, les taxes sur le carbone et les changements permanents qui ont touché la dynamique de l'économie pétrolière.

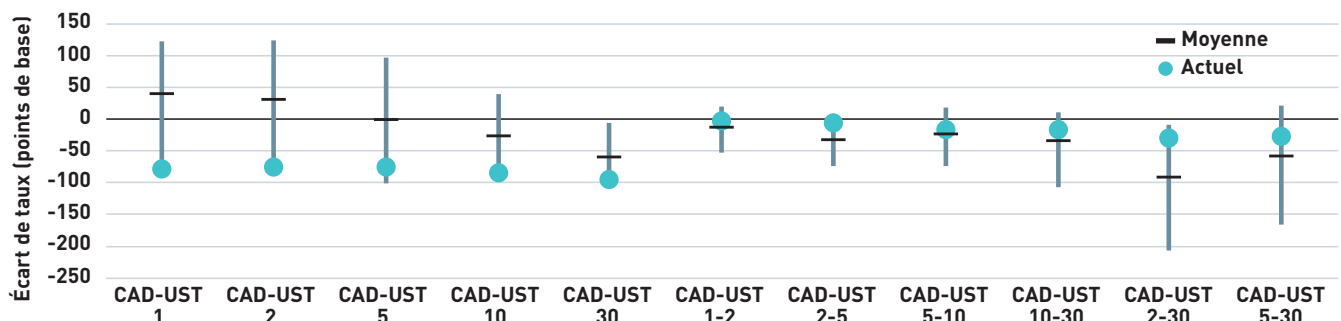
Indépendamment des opinions sur la question, la brève analyse du présent article s'appuie sur les données des taux canadiens récents, de façon à placer le sujet dans le contexte de la situation actuelle des marchés.

Méthode et résultats

Nous avons d'abord examiné les obligations à échéance fixe émises par le gouvernement du Canada et par le Trésor américain au cours des 15 dernières années, puis nous avons circonscrit les données à la période de reprise qui a suivi la crise financière mondiale étant donné qu'il est improbable que l'économie américaine connaisse de nouveau une situation comme celle observée pendant la crise. Pour chacune des échéances de 1, 2, 5, 10 et 30 ans, de même que pour divers segments de la courbe des taux, nous avons comparé les taux canadiens et américains, puis déterminé la moyenne, le sommet, le creux et l'écart actuel par rapport à la moyenne en termes normalisés³.

Les résultats de cette modeste analyse des données observées dans le passé sont présentés dans la figure 1. Dans la figure 1, l'éventail des valeurs observées est illustré par des barres verticales, la moyenne par un marqueur horizontal et le niveau actuel par un cercle rouge. Pour interpréter cette présentation des données, il faut comprendre qu'une observation actuelle très près de l'extrémité d'une barre verticale indique un niveau avoisinant l'extrême observé depuis 2010. Les données de la figure 1 sont tirées du tableau présenté en annexe dans la figure 5, où nous avons aussi mis en surbrillance les observations extrêmes en termes normalisés.

FIGURE 1
Écart entre obligations du Canada (CAN) et bons du Trésor américain (UST) après la crise financière mondiale



Source: Base de données sur les titres à revenu fixe Sapphire de BMO Marchés des capitaux¹ H.15 de la Réserve fédérale américaine

1. La dernière fois que cela s'est produit, c'était en 1951, tout juste après que le Canada a abandonné son régime de change fixe.
2. Au Canada, de nombreux produits de consommation et produits industriels sont issus de l'importation, mais la chaîne d'approvisionnement transfrontalière de certains produits, notamment les automobiles, apporte une subtile complexité à l'affirmation.
3. Par exemple, une valeur de -1,9 indique que la valeur actuelle est inférieure à la moyenne à raison de 1,9 fois l'écart-type pendant la période étudiée.

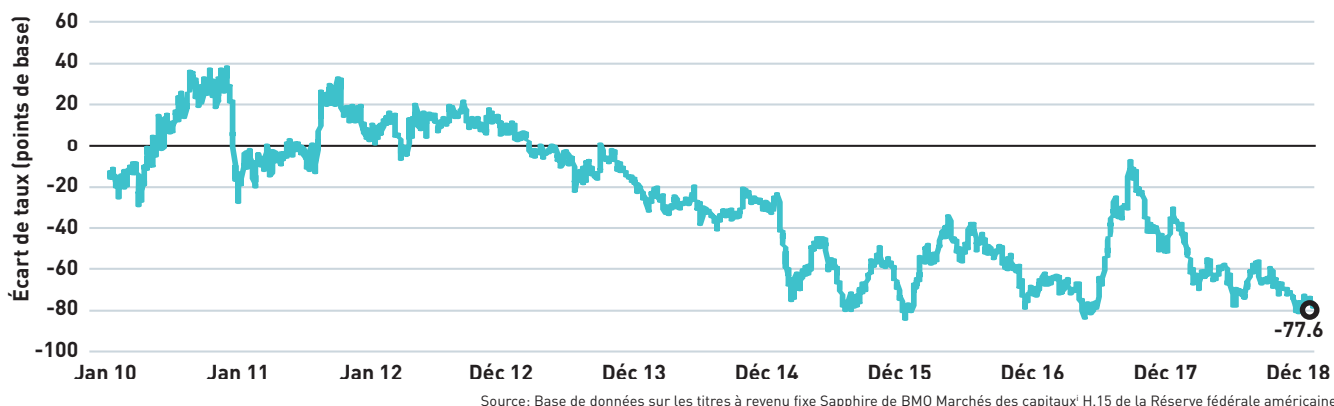
Comme le montrent les figures 1 et 5, plusieurs des séries avoisinent déjà des extrêmes, ce qui indique que la valeur de marché correspond assez bien aux perspectives pessimistes récemment exprimées au sujet de l'économie canadienne. Ci-après, nous examinons des stratégies de négociation possibles en fonction de l'état actuel des marchés.

Écart entre les taux de 10 ans : un creux jamais vu depuis la crise financière mondiale

Le taux sur le marché qui témoigne peut-être le mieux du pessimisme à l'égard de l'économie américaine est le taux de 10 ans au Canada. Dans ce cas-ci, l'écart entre les taux au Canada et aux États-Unis s'est montré extrêmement volatile. Par exemple, les deux marchés présentaient des taux presque identiques il y a 15 mois, mais depuis les taux américains ont augmenté de 70 points de base, tandis que les taux canadiens, malgré une hausse de courte durée en 2018, se trouvent aujourd'hui exactement au même niveau qu'en septembre 2017. Comme l'illustre la figure 2, il en résulte que l'écart entre les taux de 10 ans a chuté au point d'atteindre un creux record de -77,6 au cours de la période observée.

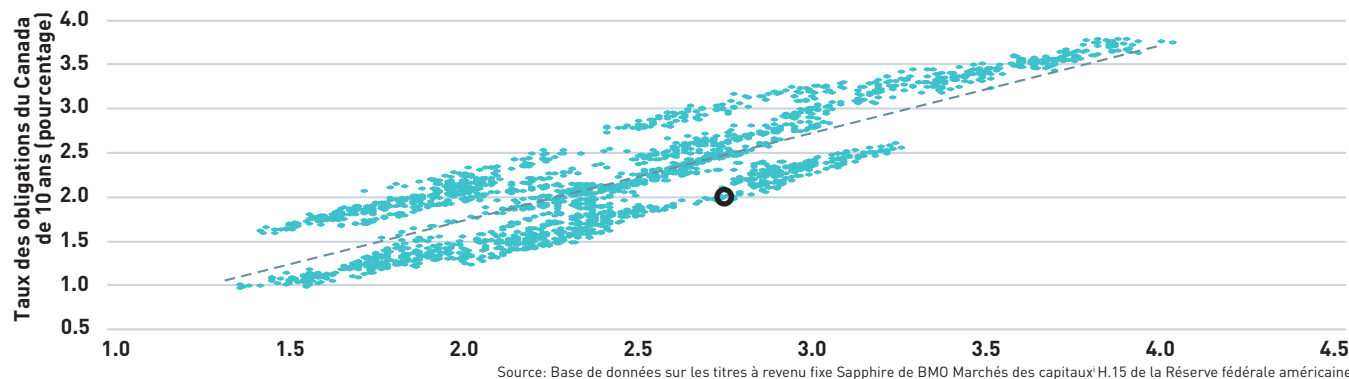
Étant donné que les taux de 10 ans sont indicateurs du potentiel de croissance⁴ et des prévisions sur l'inflation, ce large écart implique qu'on s'attend à ce que le Canada traîne derrière les États-Unis pendant très longtemps et témoigne fortement de la perspective pessimiste. En fait, depuis la crise financière, on a observé plusieurs fois un écart s'approchant de -78, ce qui demeure le plus important écart entre les taux de 10 ans ces dernières années. D'un point de vue statistique, une valeur de -77,6 se situe à 1,6 écart-type sous la moyenne de la série de données chronologique.

FIGURE 2
Écart entre obligations du Canada (CAN) et bons du Trésor américain (UST) de 10 ans, après la crise financière mondiale



En plus d'être près des creux de la période observée, le taux de 10 ans du Canada atteint des niveaux extrêmes lorsqu'on l'analyse par régression en employant le taux de 10 ans des États-Unis comme variable de prévision. L'analyse de régression portant sur la période depuis la crise financière mondiale est illustrée dans la figure 3, où l'on constate que la valeur actuelle est manifestement loin de la ligne de tendance.

FIGURE 3
Analyse de régression comparant obligations du Canada (CAN) et bons du Trésor américain (UST) de 10 ans, après la crise financière mondiale



Un gestionnaire de portefeuille qui juge exagéré le pessimisme à l'égard de l'économie canadienne qu'exprime les cours actuels ou qui s'attend à un retour à la moyenne et apprécie les positions à portage positif pourrait prendre position en conséquence à l'aide du très liquide contrat à terme sur obligations du gouvernement du Canada de dix ans (CGB) et du contrat *Ultra 10-year* du Chicago Mercantile Exchange (CME). Il pourra ainsi éviter des contraintes du marché obligataire au comptant comme le

4. Au moyen des taux réels implicites pour l'avenir.

financement par liquidités, les difficultés liées au bilan ou un possible effet de rareté sur le marché des pensions sur titres au Canada. Une telle opération aurait un portage positif au fil du temps en raison de l'achat des obligations du Trésor américain, qui offrent un taux supérieur. Un revirement de l'écart de tout juste 0,5 fois l'écart-type entraînerait une hausse de 16 points de base.

Pour une position ayant une valeur monétaire d'un point de base (VM01) de 10 000 \$ CA⁵, on vendrait 92 contrats CGBH9 et on achèterait 71 contrats TYH9.

Il va de soi que d'autres variables ont une incidence sur les deux économies. Un gestionnaire de portefeuille qui prévoit que l'économie du Canada tournera moins bien que celle des États-Unis et que l'écart entre les deux s'accroîtra à long terme pourrait mettre en œuvre la stratégie inverse. Il lui faudrait cependant assumer un portage négatif. L'exécution de cette opération inverse par rapport à la précédente témoignerait aussi d'une opinion selon laquelle un retrait accéléré du programme d'assouplissement quantitatif aux États-Unis contribuerait à abaisser le prix des obligations du Trésor américain comparativement à celui des obligations d'échéance similaire au Canada.

Taux de 1 an : simple preuve du statu quo

L'écart actuel entre les taux à un jour des deux économies est presque identique à celui entre les taux des obligations d'un an, dont l'évolution est illustrée dans la figure 4. Chaque taux à court terme comporte une prime d'environ 10 points de base par rapport aux taux à un jour actuels et suppose, par conséquent, une ampleur presque identique pour le resserrement des politiques monétaires de la Banque du Canada et de la Réserve fédérale américaine⁶ au cours des 12 prochains mois. Il ne s'agit pas d'un scénario particulièrement pessimiste concernant l'économie du Canada comparativement à celle des États-Unis et cela ne témoigne certainement pas d'un risque réel de récession, sauf si l'on croit que les responsables de la politique monétaire de la Banque du Canada pourraient faire fi d'une récession. En fait, l'écart actuel est à peu près le plus grand depuis la crise financière mondiale.

FIGURE 4
Écart entre obligations du Canada (CAN) et bons du Trésor américain (UST) de 1 an, après la crise financière mondiale



Source : Base de données sur les titres à revenu fixe Sapphire de BMO Marchés des capitaux¹ H.15 de la Réserve fédérale américaine

Si un gestionnaire de portefeuille croit que la Banque du Canada sera à l'aise de maintenir au cours de la prochaine année un taux inférieur à celui de la Réserve fédérale américaine selon un écart plus grand que celui actuel de 75 points de base en raison de la détérioration de la situation économique canadienne, il pourrait faire fi du grand écart actuel et acheter des obligations canadiennes à court terme tout en vendant des obligations américaines de même échéance. Ce faisant, il assumerait évidemment un portage négatif, et il faudrait que les extrêmes actuels s'accroissent pour qu'il puisse réaliser un profit.

De même, un gestionnaire de portefeuille qui croit que le marché et les taux à court terme du Canada traîneront sans toutefois creuser l'écart avec leurs pendants aux États-Unis pourrait effectuer une opération sur obligations ou bons du Trésor à court terme au comptant, mais le bilan se trouverait presque à coup sûr rapidement grevé de sommes importantes⁷. Par ailleurs, dans l'histoire récente, on a fréquemment observé un effet de rareté important sur le marché des pensions sur titres au Canada, de sorte que la vente à découvert de grandes quantités d'obligations à court terme est une idée dont il faut se méfier. Un gestionnaire de portefeuille qui est en mesure de négocier des contrats à terme peut facilement reproduire une opération très similaire qui cadre avec son point de vue en vendant des contrats à terme sur acceptations bancaires canadiennes de trois mois (BAX) inscrits à la Bourse de Montréal et en achetant des contrats à terme sur eurodollars inscrits au CME. Le premier contrat *red* (BAH20) est liquide : son intérêt en cours est élevé et plusieurs milliers de contrats sont négociés chaque jour.

Pour une position ayant une VM01 de 10 000 \$ CA, on vendrait 400 contrats BAH20 et on achèterait 301 contrats EDH0.

Bien sûr, la stratégie susmentionnée se révélerait fort payante si un ralentissement appréciable de l'économie américaine devait inciter la Réserve fédérale américaine à freiner le resserrement de sa politique monétaire, voire à changer de cap et à assouplir celle-ci, dans la mesure où la Banque du Canada se montrerait moins prompte que la Réserve fédérale américaine à changer le cap de sa politique monétaire.

5. On utilise généralement une valeur de 10 000 \$ pour des raisons de simplicité; ainsi, les clients, petits et grands, peuvent facilement adapter l'opération à la taille de leur portefeuille. La taille de l'opération n'est pas représentative de la liquidité des produits négociés. Par exemple, il est possible d'exécuter des opérations beaucoup plus importantes sur les contrats CGB et TN que ce qui est présenté ici.

6. Bien sûr, ces deux resserrements auront toutefois un calendrier et un parcours différents.

7. Une opération ayant une VM01 de 100 000 \$ CA grèverait normalement un bilan d'environ un milliard de dollars.

Annexe

FIGURE 5

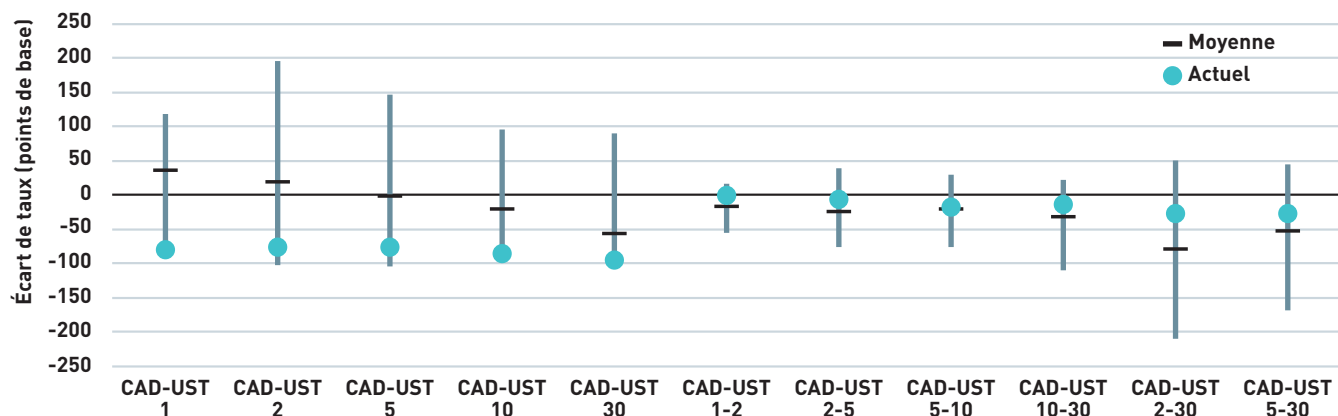
Écart entre obligations du Canada (CAN) et bons du Trésor américain (UST) de 10 ans, après la crise financière mondiale

	CAD-UST 1	CAD-UST 2	CAD-UST 5	CAD-UST 10	CAD-UST 30	CAD-UST 1-2	CAD-UST 2-5	CAD-UST 5-10	CAD-UST 10-30	CAD-UST 2-30	CAD-UST 5-30
Moyenne	39.0	31.0	-1.7	-26.5	-60.4	-13.9	-32.7	-24.8	-34.0	-91.4	-58.7
Sommet	121.8	123.2	97.2	39.5	-6.7	20.1	5.0	18.3	10.5	-8.4	21.4
Creux	-81.4	-75.7	-101.6	-83.6	-96.7	-53.3	-73.8	-73.2	-107.3	-206.6	-165.8
Valeur normalisée actuelle	-1.9	-1.7	-1.2	-1.6	-1.8	1.3	1.8	0.6	0.9	1.3	0.8

Source: Base de données sur les titres à revenu fixe Sapphire de BMO Marchés des capitaux¹ H.15 de la Réserve fédérale américaine

FIGURE 6 – De 2003 au 24 janv. 2019 (de 2010 à 2019 pour les obligations d'un an)

Écart entre obligations du Canada (CAN) et bons du Trésor américain (UST), données complètes



Source: Base de données sur les titres à revenu fixe Sapphire de BMO Marchés des capitaux¹ H.15 de la Réserve fédérale américaine



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'informations :

T : +1 514 871-3501

C : 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 aux termes d'une licence.

Les opinions exprimées dans le présent document ne représentent pas nécessairement le point de vue de Bourse de Montréal Inc.

Le présent document est offert à titre informatif uniquement. Les renseignements contenus dans le présent document, y compris les données financières et économiques, les cours boursiers ainsi que les analyses et interprétations de ceux-ci, sont fournis à titre informatif seulement et ne doivent en aucun cas être interprétés dans quelque territoire que ce soit comme un conseil ou une recommandation concernant l'achat ou la vente de dérivés, de 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.

« BAX^{MD} », « OBX^{MD} », « ONX^{MD} », « OIS-MX^{MD} », « CGZ^{MD} », « CGF^{MD} », « CGB^{MD} », « LGB^{MD} », « OGB^{MD} », « SXO^{MD} », « SXF^{MD} », « SXM^{MD} », « SCF^{MD} », « SXA^{MD} », « SXB^{MD} », « SXH^{MD} », « SXY^{MD} » et « USX^{MD} » sont des marques déposées de la Bourse. « OBW^{MC} », « OBY^{MC} », « OBZ^{MC} », « SXK^{MC} », « SXU^{MC} », « SXJ^{MC} », « SXV^{MC} », Bourse de Montréal et son logo sont des marques de commerce de la Bourse. « TMX^{MD} » et « Groupe TMX^{MD} » sont des marques déposées de TSX Inc.