

BOURSE DE MONTRÉAL

Négociation fondée sur l'IPC et la reflation au Canada

Depuis avril 2020, une bonne partie du marché des titres à revenu fixe s'est concentré sur la négociation fondée sur la reflation dans les marchés développés. Bien qu'il existe des variantes, la théorie économique suppose généralement que l'application d'importantes mesures de stimulation monétaire et budgétaire dans les marchés développés afin de combattre la réduction possible du P. I. B. en raison des mesures de distanciation sociale finira par entraîner une pression inflationniste. L'argument économique semble raisonnable et, même s'il y a peu de preuves concrètes dans les statistiques économiques actuelles, l'analyse fondamentale est axée sur l'inflation à venir et les prévisions à son égard plutôt que sur les variations actuelles des cours.

Reflation déjà prise en compte?

On pourrait croire que la notion du retour aux niveaux normaux d'inflation a déjà été intégrée dans les prix du marché des titres à revenu fixe. La figure 1 illustre le niveau du taux d'inflation d'équilibre au Canada implicite dans les taux des obligations à rendement réel et des obligations nominales à long terme depuis le début de la pandémie de la COVID-19.

FIGURE 1
Taux d'inflation d'équilibre implicite à long terme



Source : Banque du Canada

Le taux d'inflation d'équilibre est un niveau d'inflation intégré dans le prix des obligations, de sorte qu'un investisseur n'aurait pas de préférence entre une obligation à rendement réel (indexée sur l'inflation) et une obligation nominale. Pour le calculer, on soustrait le taux d'intérêt d'une obligation à rendement réel du taux d'intérêt d'une obligation nominale d'échéance similaire¹. Par exemple, le 26 janvier 2020 – avant le début de la pandémie –, l'obligation à rendement réel à long terme du Canada se négociait à un taux de 0,10 %, tandis que l'obligation nominale à long terme du Canada se négociait au taux de 1,44 %. La différence de 1,34 point de pourcentage, ou 134 points de base, correspond au taux d'inflation d'équilibre qui était implicite dans le prix des deux obligations. Au cours des trois prochaines décennies, si les taux d'inflation moyens observés étaient supérieurs à 1,34 %, l'obligation à rendement réel aurait un meilleur rendement que l'obligation nominale, et vice versa. Si les taux d'inflation moyens observés correspondaient exactement au taux d'inflation d'équilibre, les deux placements généreraient un rendement identique.

Lorsque la pandémie a frappé au premier trimestre de 2020, le taux d'inflation d'équilibre a chuté abruptement pour toutes les échéances, mais encore plus fortement dans le cas des échéances les plus courtes. Cependant, même les échéances les plus longues sont tombées à un niveau d'environ 0,5 % avant de remonter progressivement depuis et d'atteindre un niveau d'environ 1,6 % pour les diverses échéances. Sans contredit, les taux d'inflation d'équilibre canadiens ont beaucoup fluctué au cours des dix derniers mois avant de simplement revenir à leur niveau d'avant la pandémie.

Poursuite de la hausse en vue?

Malgré ce dont nous venons de témoigner, il y a des raisons de croire que les taux d'inflation d'équilibre et enfin le taux d'inflation lui-même sont susceptibles de continuer à augmenter au Canada.

La Banque du Canada

D'abord, le taux d'inflation d'équilibre actuel est bien en deçà de la cible du taux d'inflation établie par la Banque du Canada². Cette cible, qui doit être passée en revue d'ici décembre 2021, demeure à 2 %, point médian d'une fourchette de 1 % à 3 %. Même le point médian de la fourchette cible est 40 points de base plus haut que les taux d'inflation d'équilibre enregistrés au Canada après le renversement de tendance observé depuis les creux causés par la panique des marchés en raison de la pandémie. De plus, l'une des notions dont le gouverneur de la Banque du Canada a parlé publiquement concernait la nécessité de s'assurer du retour à la stabilité de l'économie avant de mettre fin aux mesures extrêmes de stimulation monétaire qui ont été appliquées pour gérer l'économie en 2020. Essentiellement, cela signifierait que la Banque du Canada accepterait un taux d'inflation supérieur à sa cible pendant un certain temps avant d'adopter une politique monétaire restrictive pour contenir l'inflation. Que cela suppose de permettre un dépassement du haut de la fourchette cible ou du point médian n'a pratiquement aucune importance étant donné que ces deux seuils sont actuellement bien plus élevés que les taux d'inflation d'équilibre canadiens qui sont implicites dans les marchés.

De plus, la Banque du Canada a réussi de manière remarquable à respecter le point médian de 2 % de sa fourchette cible d'inflation à long terme. Par exemple, au cours des 26 dernières années, le taux de croissance annuel de l'IPC au Canada a été de 2,29 %, ce qui représente un taux annuel composé moyen de 1,814 %. Les deux mesures sont bien au-dessus des taux d'inflation d'équilibre qui sont actuellement implicites dans les taux des obligations canadiennes.

Problèmes liés à l'IPC concernant la préservation du patrimoine

Dans les marchés financiers, nous nous préoccupons surtout de l'érosion du patrimoine ou du pouvoir d'achat lorsque nous discutons de l'inflation. À cet égard, l'IPC n'est pas une mesure parfaite de l'inflation, puisque le panier de biens et services correspondant représente une moyenne pour l'ensemble de la population et non pour un seul investisseur individuel. En fait, l'IPC sous-évalue l'érosion réelle du patrimoine que tous subissent, exception faite des plus jeunes investisseurs, puisque presque tous les consommateurs réduisent leurs achats de produits au profit des services à mesure qu'ils vieillissent.

Depuis 2002, les catégories des aliments et du logement ont connu un taux de croissance annuel moyen de 2,43 % et de 2,23 % respectivement, tandis que la catégorie des vêtements a connu une baisse annuelle de 0,35 % et celle des loisirs n'a augmenté qu'à un taux de 0,96 %. Si l'on rajustait la pondération des catégories de l'IPC³ afin de déterminer à quel point les dépenses futures d'une personne avaient augmenté, nous constaterions que le patrimoine de cette personne n'a pas été conservé selon une simple comparaison avec le panier de l'IPC. Nous dépenserons tous une portion relativement plus grande de notre patrimoine dans certaines catégories à inflation élevée, comme les aliments et le logement, et une portion moindre dans des catégories à inflation réduite, comme les vêtements, à mesure que nous vieillirons⁴. Les personnes et les institutions pourraient prendre conscience abruptement de cette réalité si les attentes relatives à l'inflation devaient encore une fois occuper l'esprit des consommateurs ou des institutions.

¹ Pour établir une comparaison parfaitement précise, on pourrait construire une courbe des taux nominaux des obligations indexées sur l'inflation et une courbe des taux nominaux des obligations nominales, puis recourir à des échéances identiques. En pratique, on le fait rarement, puisque le taux d'inflation d'équilibre qui est implicite dans le prix des deux obligations comparées fluctue généralement beaucoup, ce qui annule les avantages d'une telle précision.

² Le lecteur doit noter qu'un taux d'inflation d'équilibre ne correspond pas à un taux d'inflation réel en ce qui concerne l'indice des prix à la consommation (IPC). Il s'agit plutôt d'une valeur future de l'IPC qui est implicite dans les marchés à l'heure actuelle. Bien sûr, les récentes valeurs observées de l'IPC ont été extrêmement basses.

³ Pour les personnes intéressées, la Banque du Canada a mis en ligne un calculateur de taux d'inflation personnel en 2020 qui permet à un utilisateur de saisir ses dépenses personnelles actuelles (et non futures) afin de rajuster la pondération de l'IPC.

⁴ U.S. Department of Labor, Bureau of Labor Statistics, Summary 00-16, août 2000. Issues in Labor Statistics, Spending Patterns by Age.

L'inflation pourrait devenir une trame narrative

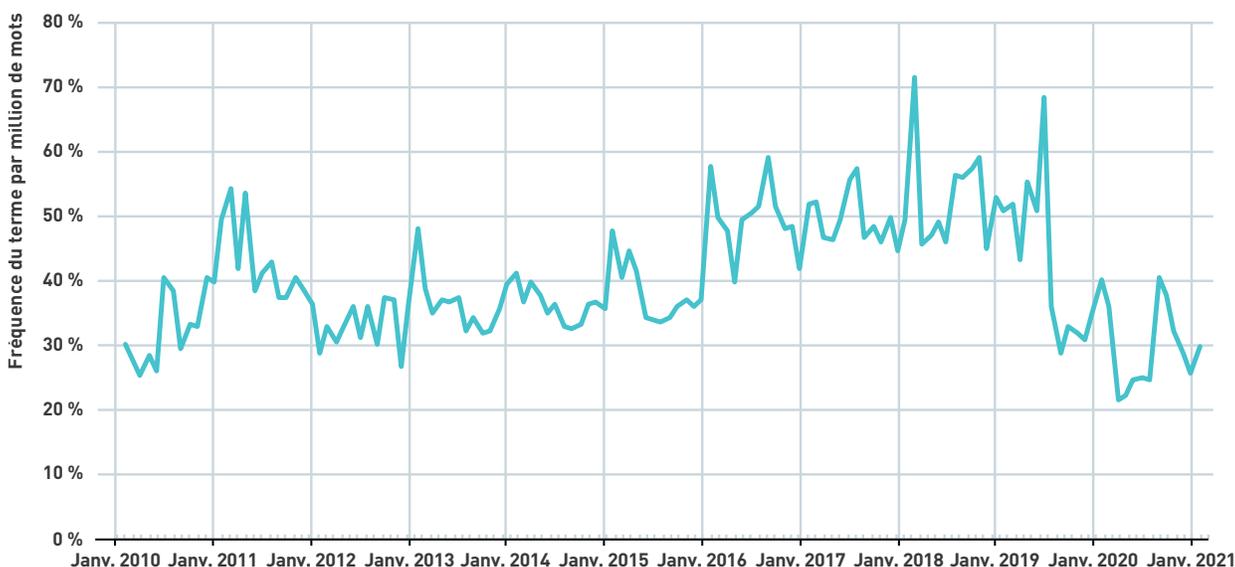
Enfin, un catalyseur comme les politiques monétaires et budgétaires extrêmes adoptées par les gouvernements et les banques centrales pour protéger l'économie pourrait devenir une trame narrative qui change le comportement de la population. Ce thème des trames narratives qui façonnent les dépenses et les comportements des consommateurs est l'objet de l'ouvrage de 2019 de Robert J. Shiller⁵, qui a été écrit avant la pandémie, mais qui s'applique certainement au catalyseur des politiques expansionnistes que le monde a connues au cours de la dernière année.

Dans son ouvrage, M. Shiller relève des trames narratives à long terme qui reposent sur la répétition, un grain de vérité (si petit soit-il) et la dimension humaine. Compte tenu de la nature destructrice de l'inflation à l'égard du patrimoine, on peut imaginer un scénario où la peur de l'inflation, soutenue par de multiples occasions qui permettent aux gens de « confirmer » sur la base de leur propre expérience que les prix augmentent, puis renforcée par les interactions dans les médias sociaux et dans le monde réel avec des amis et des proches qui subissent et constatent le même phénomène, donne naissance à une trame narrative économique à long terme. Une telle trame narrative peut, bien sûr, faire boule de neige, alors que les consommateurs craignant l'inflation future demandent des augmentations de salaire ou dépensent par anticipation pour éviter de payer des prix futurs plus élevés, entraînant ainsi une pression haussière sur les prix, peu importe que la crainte initiale de l'inflation ait été fondée ou non. Il s'agit du classique cercle vicieux de la montée des salaires et des prix, mais sous l'angle d'une trame narrative; une perspective susceptible de prendre de l'ampleur compte tenu de l'influence que les plateformes des médias sociaux exercent désormais sur la couverture médiatique.

Cependant, il existe des outils qui aident à corroborer le fait qu'aucune trame narrative de ce genre ne s'est emparée de la population. La figure 2 illustre la fréquence par million de mots du terme « inflation » dans les nouvelles en ligne de janvier 2010 à janvier 2021. On peut y constater qu'aucune « trame narrative inflationniste » ne semble ressortir pour le moment compte tenu du taux relativement faible d'occurrence dans les médias récemment.

FIGURE 2

NOW Corpus (nouvelles sur le Web) Terme de recherche : « inflation » Région : « world » (monde)



Source : www.english-corpora.org/now/

En outre, Google Trends confirme que, malgré une légère hausse dans les recherches sur le Web au cours de la dernière année, la fréquence des recherches portant sur le terme « inflation » n'est qu'à environ 50 % du niveau observé aux États-Unis en 2009 et qu'elle est à un taux tout aussi relativement bas au Canada. Manifestement, si une trame narrative inflationniste doit se dessiner, on ne la voit pas dans l'activité en ligne des gens à l'heure actuelle.

⁵ Shiller, Robert J. Narrative Economics: How Stories Go Viral and Drive Major Economic Events.

Accentuation de l'écart de rendement entre obligations de 5 ans et 30 ans ou taux d'inflation d'équilibre?

Il existe deux stratégies de négociation courantes portant sur la reflation que les investisseurs connaissent probablement déjà.

La première porte directement sur le taux d'inflation d'équilibre : un investisseur achète une obligation à rendement réel et vend une obligation nominale d'échéance similaire. La seconde est une stratégie classique fondée sur l'accentuation de l'écart de rendement entre obligations nominales de 5 ans et 30 ans. La théorie de la première stratégie est claire : une fois que les consommateurs et les investisseurs s'attendent à voir augmenter le taux d'inflation dans l'avenir en raison d'une économie en surchauffe ou d'une politique trop indulgente de la Banque du Canada, ils paieront moins cher pour les obligations nominales qui ne protègent pas leur pouvoir d'achat futur. Les taux des obligations nominales augmenteront par rapport à ceux des obligations indexées sur l'inflation, de sorte que les investisseurs misant sur le taux d'inflation d'équilibre réaliseront des profits.

La figure 3 présente les positions d'une stratégie fondée sur le taux d'inflation d'équilibre, où celle-ci implique le contrat à terme sur obligations du gouvernement du Canada de 10 ans (CGBH21). Dans ce cas-ci, la vente de contrats à terme constitue un bon moyen d'éviter le surplus de travail et l'incertitude liée au coût de financement qui sont associés à une position vendeur sur obligations de 10 ans.

FIGURE 3

POSITION	VALEUR OU INSTRUMENT	VM01/100 \$	VM01 DE LA POSITION
13 950 000	Obligation du Canada à 4,00 %, déc. 2031	14,3	19 999
-175	CGBH21	11,4	-19 955
			44

La seconde stratégie repose sur une théorie semblable à celle de la première, c'est-à-dire que les taux des obligations à long terme ont tendance à augmenter davantage que ceux des obligations à court terme en cas d'inflation. Souvent, les investisseurs achètent des obligations de 5 ans et vendent des obligations de 30 ans, où chacune des deux positions comporte un risque monétaire (valeur monétaire d'un point de base ou « VM01 ») équivalent, afin de tirer profit de l'accentuation de la courbe des taux associée aux prévisions haussières à l'égard de l'inflation. La figure 4 présente les positions d'une stratégie fondée sur l'accentuation de l'écart de rendement entre obligations de 5 ans et 30 ans, où celle-ci implique les obligations de référence du Canada de 5 ans et 30 ans actuelles. Bien sûr, on pourrait aussi remplacer l'obligation de 5 ans par le contrat à terme sur obligations du gouvernement du Canada de 5 ans (CGFH21) de manière à tirer parti d'une stratégie⁶ partiellement mise en œuvre au moyen de dérivés, comme le montre la figure 5.

FIGURE 4

POSITION	VALEUR OU INSTRUMENT	VM01/100 \$	VM01 DE LA POSITION
54 888 000	Obligation du Canada à 0,50 %, sept. 2025	4,6	25 000
-9 335 000	Obligation du Canada à 2,00 %, déc. 2051	26,8	-25 001
			-1

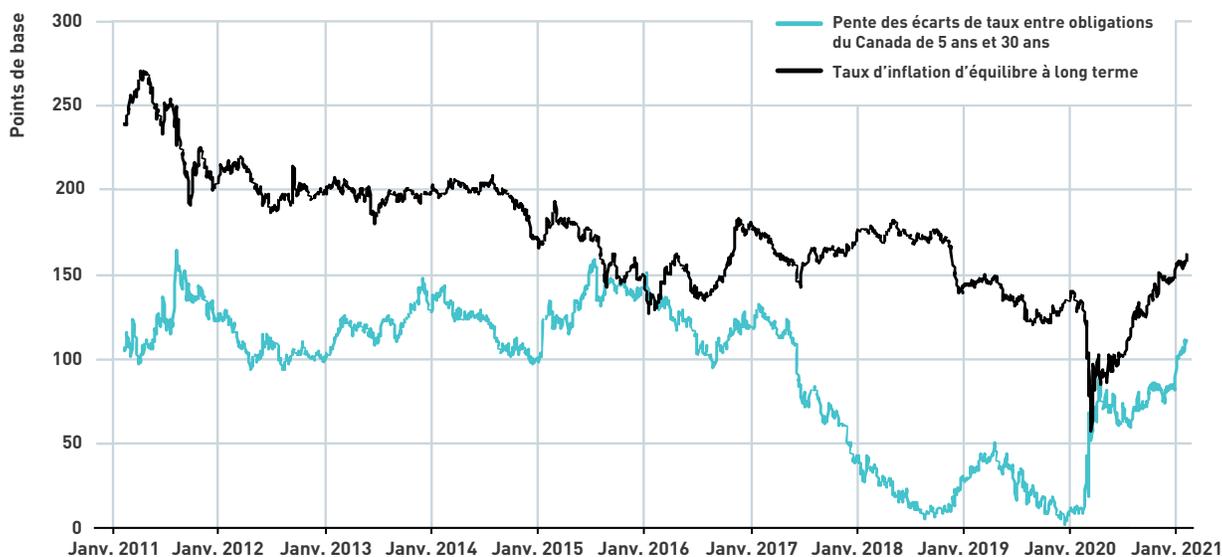
FIGURE 5

POSITION	VALEUR OU INSTRUMENT	VM01/100 \$	VM01 DE LA POSITION
431	CGFH21	5,8	24 979
-9 327 000	Obligation du Canada à 2,00 %, déc. 2051	26,8	-24 980
			-1

⁶ Un jour, le contrat à terme sur obligations de 30 ans sera peut-être suffisamment liquide pour permettre la mise en œuvre de la stratégie entièrement au moyen de dérivés, mais nous ne pouvons vous recommander de le faire à l'heure actuelle pour des positions d'une telle taille.

Les valeurs des deux stratégies se sont progressivement éloignées des niveaux extrêmes enregistrés au moment de la panique qu'ont connue les marchés des titres à revenu fixe en mars dernier en raison de la pandémie. Cependant, dans le cas de la stratégie fondée sur le taux d'inflation d'équilibre, la courbe illustrée dans la figure 6 est seulement remontée aux faibles niveaux observés en 2016 et 2017. Elle n'a pas retrouvé un taux avoisinant les 2 % comme ceux couramment observés avant 2015. À l'opposé, la courbe de l'écart de rendement entre obligations du Canada de 5 ans et 30 ans se trouve actuellement autour des mêmes niveaux que ceux qu'elle a atteints en 2011, en 2013 et à la fin de 2014. Les deux stratégies ont repris plus de 100 points de base depuis les creux associés à la panique du printemps de 2020. Toutefois, si l'inflation doit dépasser 1,5 %, la stratégie fondée sur le taux d'inflation d'équilibre semble avoir un potentiel haussier supérieur à celui de la stratégie fondée sur l'accroissement de l'écart de rendement entre obligations de 5 ans et 30 ans, tout en ayant à peu près le même potentiel baissier.

FIGURE 6
Stratégies classiques sur la reflation, historique de 10 ans



Source : Banque du Canada



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

T +1 514 871-3501
irderivatives@tmx.com

m-x.ca

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

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 ce document sont fournis à titre d'information seulement. 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 au présent document pour de tels conseils. L'information présentée ne vise pas à encourager l'achat de dérivés inscrits à la Bourse de Montréal. Le Groupe TMX et ses sociétés affiliées ne cautionnent ni ne recommandent les titres mentionnés dans le présent document. TMX, le logo de TMX, The Future is Yours to See. et Voir le futur. Réaliser l'avenir. sont des marques déposées de TSX Inc. et elles sont utilisées sous licence. BAX, CGB, CGF, CGZ, LGB, Bourse de Montréal et MX sont des marques déposées de Bourse de Montréal Inc.

© Bourse de Montréal Inc., 2021. Tous droits réservés.