

BOURSE DE MONTRÉAL

Novembre 2022

Demande excédentaire pour les obligations (et les swaps) de 5 ans : de mauvais augure pour l'économie canadienne?

Depuis la mi-juin, le rendement des obligations canadiennes de 5 ans a dépassé celui des autres composantes de la courbe des taux, ce qui pourrait annoncer de sérieux ennuis pour le marché immobilier résidentiel et l'économie. Les gestionnaires de portefeuille audacieux ou moyennement prudents pourraient opter pour une approche à contre-courant à l'égard des taux à cinq ans, une opération sur la pente du segment de cinq à dix ans, ou une opération moins risquée sur élargissement d'écart de swap.

L'importance de l'horizon de cinq ans sur la courbe

Comme vous le savez probablement, l'horizon de cinq ans de nombreux marchés obligataires est actuellement l'un des plus importants, car c'est celui qui est le plus sensible aux changements touchant les prévisions de l'inflation. Normalement, les taux à deux ans réagissent peu à l'avance des changements du taux cible de la banque centrale, alors que les taux à dix ans, du fait qu'ils sont plus éloignés sur la courbe, subissent davantage l'influence des attentes à long terme, ce qui donne lieu à une asymptote sur la courbe, souvent tout juste passé ce point. Il en découle que les obligations et les swaps de cinq ans, qui se trouvent au « milieu de la courbe », établissent le point le plus sensible aux prévisions de l'inflation et des taux d'intérêt.

La description qui précède vaut encore plus pour le marché canadien en raison de la nature de son marché immobilier résidentiel¹. Les banques offrent principalement des prêts hypothécaires amortis sur 20 ou 30 ans, soit à un taux fixe renouvelé tous les cinq ans, soit à un taux variable indexé au début de la courbe de taux. Le prêt hypothécaire à taux fixe de cinq ans est l'un des principaux créneaux de couverture contre le risque de taux d'intérêt au Canada, car le créancier hypothécaire, généralement une banque, doit couvrir les prêts hypothécaires qu'elle prévoit consentir² et rajuster constamment la couverture selon l'évolution des conditions. Nous pensons que les conditions ont tellement changé qu'à lui seul, le marché du logement a probablement causé l'effondrement des écarts de swap à cinq ans et beaucoup contribué à la demande relative à l'égard des obligations à 5 ans que l'on observe actuellement.

Vigueur pour l'horizon de cinq ans

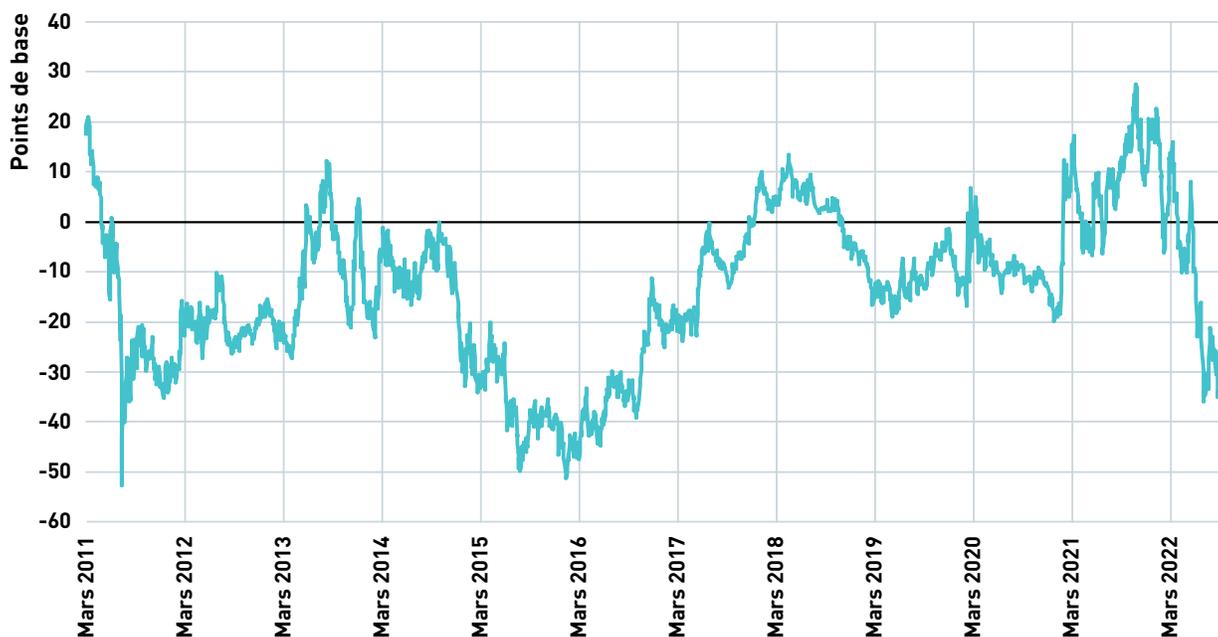
Il est à noter que les obligations de cinq ans font l'objet d'une demande accrue relativement aux autres échéances de la courbe des rendements, mais pas directement. De fait, les rendements sur cinq ans sont actuellement à leur niveau le plus élevé depuis plus de dix ans et ils continuent d'augmenter régulièrement depuis des mois, comme c'est le cas sur presque toute la courbe. Toutefois, de nombreux indicateurs semblent faire état d'une demande excédentaire pour l'échéance de cinq ans.

¹ Bien que le document [Canada's Seasonal Mortgage Trade](#) [Le marché hypothécaire saisonnier au Canada] date légèrement, les investisseurs peuvent s'y reporter pour en savoir davantage sur les occasions saisonnières associées au marché immobilier.

² L'acquéreur d'une maison (le débiteur hypothécaire) n'effectue presque jamais d'opération de couverture.

Premièrement, bien sûr, notons l'écroulement spectaculaire, en quelques mois à peine, du papillon sur obligations de deux, cinq et dix ans à pondération 50/50³, comme le montre la figure 1. Celle-ci montre que l'effondrement du papillon s'est amorcé au début de 2022 puis s'est accéléré à compter de juin, de sorte que celui-ci est passé d'un sommet historique à un creux historique, quoique les plus grands creux de la dernière décennie n'aient pas (encore) été atteints.

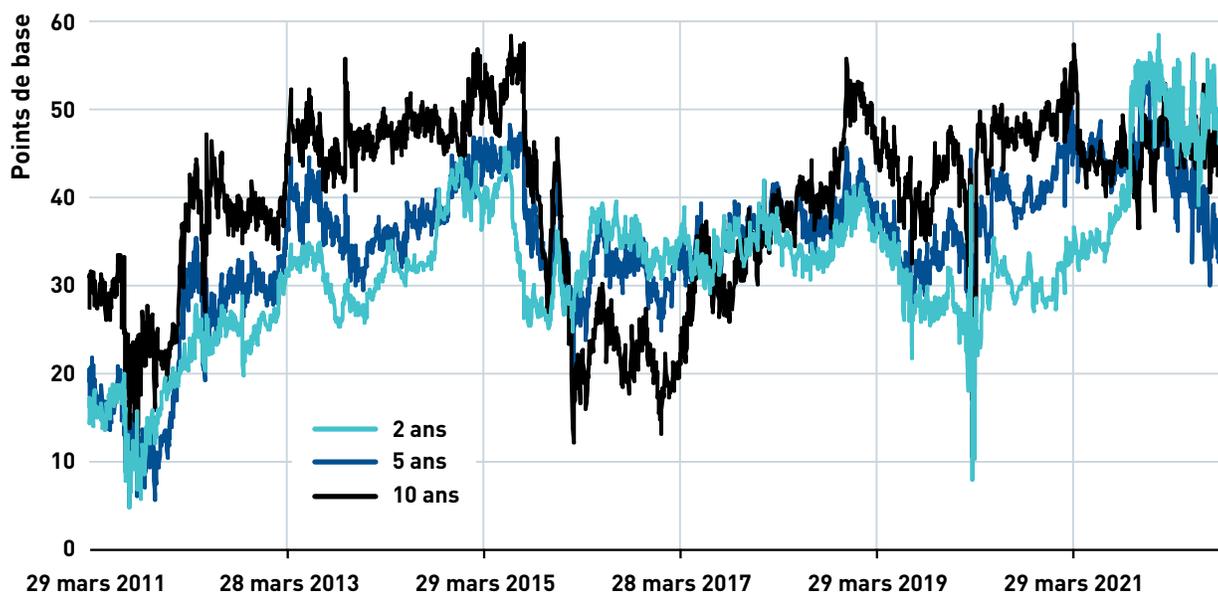
FIGURE 1
Papillon sur obligations de 2, 5 et 10 ans avec pondération 50/50, à échéance constante



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

Deuxièmement, malgré les rendements supérieurs sur le segment de cinq ans de la courbe des taux obligataires, les obligations de 5 ans ont elles-mêmes été assez nettement surclassées par les swaps à 5 ans. Un effondrement rapide des écarts de swap à 5 ans a accompagné la vigueur relative des obligations de 5 ans. Les écarts de swap à échéance de deux, cinq et dix ans des dix dernières années sont illustrés à la figure 2. Notons que les écarts des swaps à cinq ans ont chuté davantage et plus rapidement que ceux des swaps de dix ans, passant d'un sommet historique de plus de 50 points de base à un niveau inférieur à celui considéré comme normal depuis que les économies ont surmonté les interminables crises de la zone euro de 2010 à 2012.

FIGURE 2
Écarts de swaps de 2, 5 et 10 ans à échéance constante



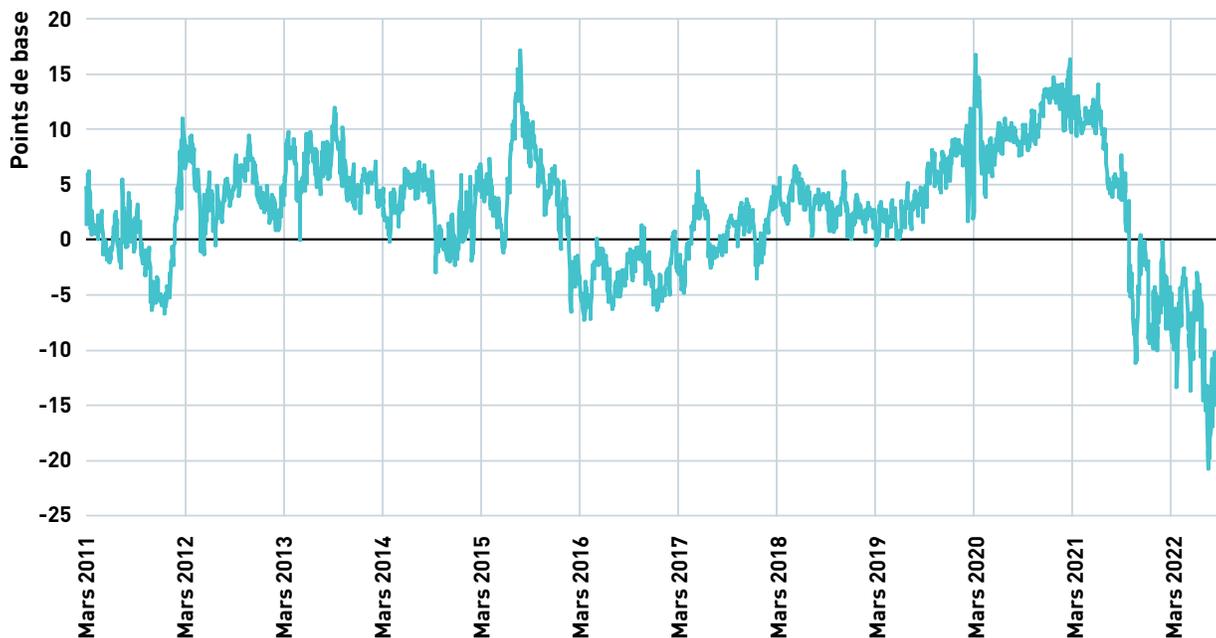
Source : Base de données sur les titres à revenu fixe Sapphire de BMO Marchés des capitaux¹

³ Les investisseurs qui souhaitent découvrir plus en détail la stratégie de papillon sur contrats à terme peuvent consulter le document [Opérations 2-5-10 sur contrats à terme : clés de compréhension](#).

Une façon intéressante d'illustrer l'effondrement des écarts de swap à cinq ans consiste à observer la différence entre ceux-ci et les écarts de swap à deux ans, comme le montre la figure 3. La différence entre les écarts de swap à échéance fixe de 2 ans et de 5 ans a chuté de 10 à 15 points de base sous les niveaux observés ces dix dernières années. Ce changement rapide s'est principalement opéré après les dernières opérations d'assouplissement quantitatif, longtemps après que les marchés eurent anticipé la fin des interventions de la Banque du Canada à l'égard de la pandémie.

FIGURE 3

Pente des écarts de swaps à 2 et 5 ans, à échéance constante



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

Des clés de compréhension pour le marché immobilier résidentiel?

L'une des conclusions évidentes qui peuvent être tirées au regard de l'échéance de cinq ans sur la courbe de rendement est qu'apparemment, bon nombre d'investisseurs croient que l'inflation sera maîtrisée assez rapidement pour que la Banque du Canada puisse entamer un cycle d'assouplissement monétaire à relativement court terme. C'est en effet ce que laissent penser les taux d'intérêt à long terme, qui n'ont pas augmenté autant que prévu malgré la poussée inflationniste.

Une autre conclusion, peut-être plus importante encore, concerne les hypothèses pouvant expliquer la cause et la vitesse de l'appréciation des obligations de 5 ans et de l'effondrement en parallèle des écarts de swap à 5 ans. Les Canadiens désireux de se porter acquéreurs d'une maison à l'été⁴ 2022 évoluent maintenant dans un contexte auquel ils étaient loin de s'attendre avant d'entreprendre leurs démarches. Ainsi, une famille faisant l'achat d'une maison évaluée à la moyenne nationale en versant une mise de fonds de 20 % doit payer des mensualités hypothécaires 30 % supérieures à celles qu'elle aurait dû assumer avant que les taux de 5 ans (et les taux hypothécaires, bien sûr) ne commencent à grimper rapidement à la fin de 2021. Pour une famille moyenne, le versement hypothécaire supplémentaire peut se chiffrer à 15 % du revenu disponible après impôt, ce qui est assez pour en faire réfléchir plus d'un si l'on tient aussi compte de l'effet négatif sur le patrimoine causé à la fois par les marchés boursiers et obligataires, sans parler des avertissements de récession qui font constamment les manchettes depuis des mois.

⁴ On observe de fortes tendances saisonnières au sein du marché immobilier canadien. La plupart des ventes de maison ont lieu durant la période saisonnière de pointe allant de mai à septembre.

À partir de l'argument qui précède, ainsi que de nos observations de l'échéance de 5 ans sur la courbe des taux, nous pouvons imaginer que les banques et les autres prêteurs hypothécaires ont pu devoir rajuster rapidement leurs programmes de couverture si leurs modèles, calibrés dans un contexte de taux hypothécaires faibles et stables, se sont avérés inexacts. Nous posons l'hypothèse que le nombre de prêts hypothécaires consentis a été de loin inférieur aux prévisions des créanciers hypothécaires et de leurs modèles d'établissement de prêts. Les banques qui avaient établi des couvertures en fonction du nombre anticipé de nouveaux prêts hypothécaires⁵ pourraient avoir réagi en dénouant ces couvertures. Ces institutions couvrent les encaissements anticipés sur l'horizon de cinq ans en vendant des obligations de cinq ans, si elles en détiennent, ou en versant la composante à taux fixe dans le cadre de swaps à cinq ans, ce qui est plus fréquent. Pour dénouer la couverture sur les prêts hypothécaires qui ne se concrétisent pas, elles font l'inverse en recevant la composante à taux fixe dans le cadre de swaps ou en achetant des obligations de 5 ans, ce qui entraîne un resserrement des écarts de swap à 5 ans.

Récession sur le marché immobilier résidentiel?

Déjà, l'activité immobilière résidentielle a ralenti et les prix ont diminué à l'échelle nationale, quoique les indicateurs habituels en matière de logement aient peu bougé. Si les spécialistes en modélisation des créanciers hypothécaires n'ont effectivement pas été en mesure de prévoir une telle baisse sur le marché du logement, les indicateurs officiels, quant à eux, accusent probablement un retard ou, pour diverses raisons complexes qu'il ne convient pas d'aborder ici, ne donnent pas la pleine mesure du ralentissement. Une baisse de l'activité immobilière pourrait avoir de lourdes conséquences pour l'économie canadienne. Voici une liste non exhaustive de facteurs constituant une source d'inquiétude :

- Les Canadiens sont très endettés, plus qu'ils ne l'ont jamais été. Normalement, une dette hypothécaire est considérée comme étant une « bonne dette », mais la taille même de l'encours de la dette hypothécaire, qui s'élève à près de 100 % du PIB, aurait été du jamais vu il y a cinq ans à peine, alors que cette proportion se situait à 75 %.
- Ces dernières années, le marché immobilier a été un moteur important de l'économie canadienne, sa contribution se chiffrant à 10 % du PIB en 2021.
- Les nouveaux acheteurs de maison, surtout de jeunes adultes, qui ont acquis leur propriété durant la flambée des prix d'après 2020 pourraient facilement se retrouver « coincés » par une valeur immobilière acquise négative susceptible de freiner leur carrière si l'obtention d'une promotion nécessite un déménagement, ce qui accentuerait la possibilité d'une récession et minerait la croissance de la productivité.

Occasions

Bien que nous trouvions convaincants les arguments présentés ci-dessus, certaines des opérations potentielles sont probablement trop à contre-courant pour qu'elles soient prises en considération à ce stade.

Position acheteur sur l'horizon de cinq ans

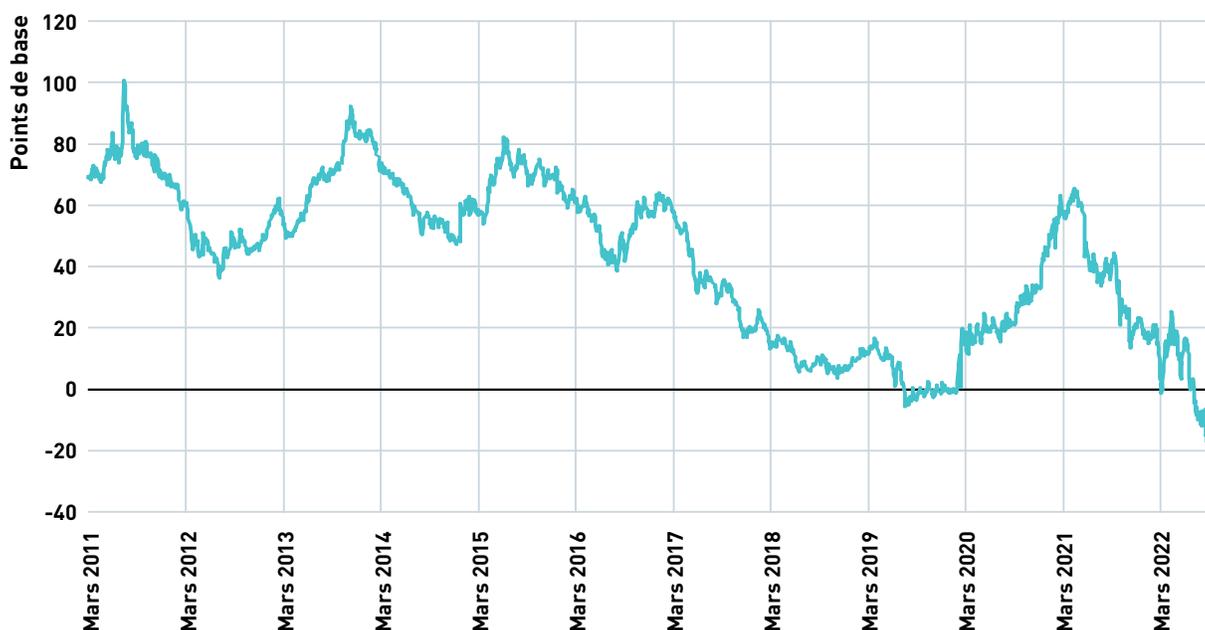
Si une récession semblait devenir inévitable, potentiellement en raison d'un fort ralentissement du marché du logement, il conviendrait d'acheter des obligations de 5 ans à mesure que les acteurs fondent leurs attentes à l'égard des taux en écartant toute possibilité de resserrement de la politique monétaire et que la courbe commence à prendre en compte des mesures de relance monétaire de la part de la Banque du Canada. Une telle opération pourrait s'effectuer au moyen d'obligations – par exemple grâce au contrat à terme sur obligations du gouvernement du Canada de 5 ans (CGF^{MC}) –, ou encore de swaps, mais dans tous les cas la plupart des investisseurs institutionnels y verront probablement un risque trop élevé et assimilable à un jeu de hasard au casino.

Opération fondée sur l'aplanissement de la courbe de 2 à 5 ans ou sur l'accentuation de la courbe de 5 à 10 ans

Certaines opérations sur les segments de la courbe sont probablement plus intéressantes, ne serait-ce qu'en raison du fait qu'elles sont partiellement directionnelles, plutôt qu'entièrement directionnelles. La pente du segment 2-5 ans continuera d'être largement tributaire des politiques de la Banque du Canada, mais le segment 5-10 ans de la courbe de rendement pourrait sembler prometteur pour certains investisseurs. Actuellement, la courbe connaît une inversion plus prononcée que jamais ces dernières années (à l'instar du segment 2-10 ans), et plus importante qu'elle ne l'a été à la fin des deux derniers cycles de resserrement de la politique de la Banque du Canada, quoique les taux cibles à la fin de ces cycles étaient plus bas que le taux cible actuel.

⁵ Le créancier hypothécaire établit une couverture partielle lorsqu'un taux et un montant hypothécaire approximatif lui sont fournis, car le taux est normalement « garanti » et l'acheteur de la maison dispose d'un délai donné pour l'accepter. Il applique au prêt hypothécaire une couverture fondée sur le delta, mettant à profit sa longue expérience en matière de prévision des volumes de prêts hypothécaires qui seront consentis en fonction du nombre de prêts offerts.

FIGURE 4
Pente de rendement 5-10 ans, à échéance constante



Source : Base de données sur les titres à revenu fixe Sapphire de BM0 Marchés des capitaux¹

Les investisseurs qui recherchent activement le risque peuvent facilement structurer cette opération au moyen de contrats à terme en exécutant une stratégie inscrite à la Bourse de Montréal, soit deux contrats CGF (5 ans) pour chaque contrat à terme sur obligations du gouvernement du Canada de 10 ans (CGB^{MC}). Si la stratégie n'offre pas exactement la pondération souhaitée, par exemple si l'on recherche une VM01 parfaitement neutre, il est possible d'acheter ou de vendre directement un petit nombre de contrats afin de rectifier le ratio.

Une autre occasion pourrait se présenter pour le papillon 2-5-10 ans, lequel a atteint de nouvelles valeurs extrêmes sur les dix dernières années, comme l'illustre la figure 1. Cependant, au vu des interventions actives de la Banque du Canada et de l'incertitude quant au dénouement du présent cycle de resserrement monétaire, une telle opération s'appuierait vraisemblablement sur un facteur quelque peu imprévisible, à savoir les effets de la politique de la Banque du Canada, ainsi que la pente 5-10 ans illustrée à la figure 4.

Écarts de swap à 5 ans (stratégie sur écart de risque de crédit reposant sur le CGF)

Étant donné l'incertitude quant au dénouement du présent cycle de resserrement monétaire (la possibilité d'un taux à 7 % a même été évoquée récemment aux États-Unis), une approche beaucoup plus prudente consiste à fournir au marché la liquidité nécessaire afin de pallier le ralentissement imprévu du volume de nouveaux prêts hypothécaires, qui y est sans doute pour beaucoup dans la vigueur relative du segment de 5 ans de la courbe ainsi que des écarts de swap.

L'investisseur qui désire profiter de la fin éventuelle du dénouement des couvertures inutiles chez les créanciers hypothécaires pourrait opter pour une opération sur élargissement d'écart de swap selon laquelle le gestionnaire de portefeuille achète des obligations de 5 ans et verse la composante à taux fixe de swaps. Une telle opération nécessite d'acheter au comptant des obligations de 5 ans et, normalement, de financer l'opération sur le marché du financement à un jour en empruntant des liquidités et en prêtant des obligations. L'investisseur qui souhaite s'épargner cette tâche additionnelle peut opter pour une stratégie sur écart de risque de crédit reposant sur le CGF (5 ans) afin d'obtenir un potentiel de rendement équivalent, voire supérieur. La figure 5 illustre la structure d'une stratégie sur écart de risque de crédit reposant sur le contrat CGFZ22 neutre du point de vue de la durée, établie selon 50 000 \$ par point de base.

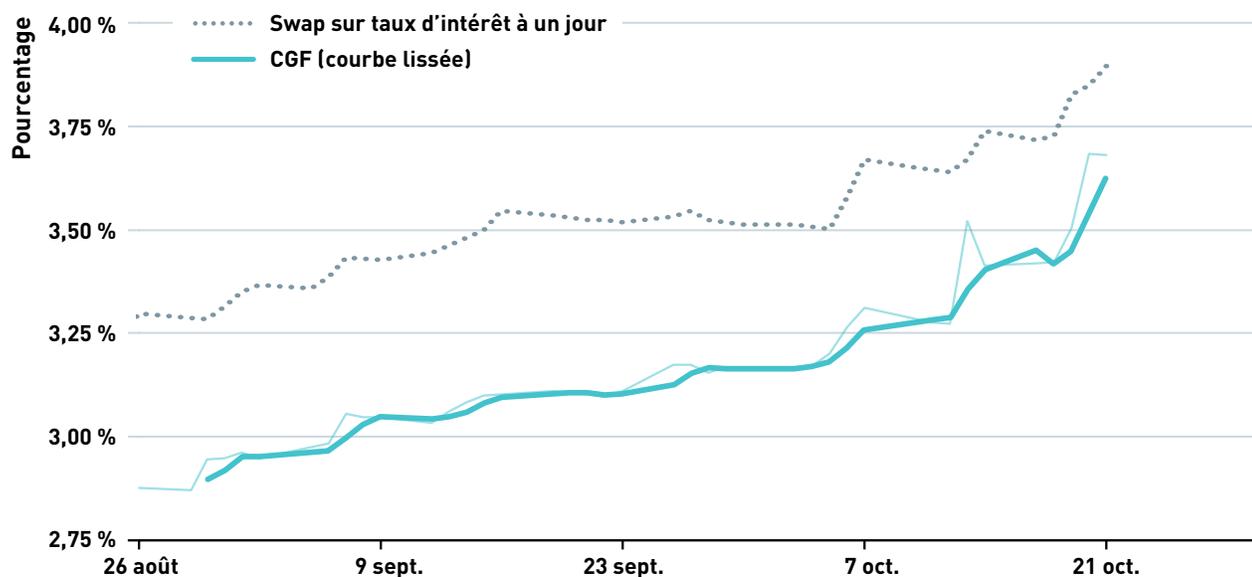
FIGURE 5

POSITION	TITRE	COUPON DE L'OBLIGATION MCL / TAUX	ÉCHÉANCE	VM01/100	VM01 TOTALE
1000	CGFZ22	2,75 %	1 ^{er} sept. 2027	4,94	49,431
-113,2	Paiement du taux fixe	4,06 %	1 ^{er} sept. 2027	4,37	-49,431

0

Le contrat à terme pourrait également s'avérer attrayant pour l'investisseur en raison de son faible coût actuel. Vers la fin d'octobre, le contrat CGFZ22 se négociait à environ 2,5 cents de moins que sa juste valeur, comme l'indique la figure 6, qui illustre aussi le faible taux de pension implicite du contrat, au début de la période de livraison⁶, par rapport au swap sur indice de taux à un jour étant donné le prix de l'obligation la moins chère à livrer.

FIGURE 6
Taux de pension implicite : CGFZ22



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

Risques

Pour l'ensemble de ces opérations, le plus grand risque serait que l'inflation continue de résister aux mesures prises par la Banque du Canada et que cette dernière se sente forcée de relever encore ses taux au-delà du seuil prévu actuellement. Dans un tel scénario, toutes les opérations susmentionnées entraîneraient probablement une perte, à l'exception peut-être de l'opération d'élargissement d'écart de swap/écart de crédit. Un gestionnaire de portefeuille qui estime que les taux poursuivront leur montée et dépasseront les prévisions actuelles des marchés pourrait probablement tirer profit d'une position vendeur presque n'importe où sur la courbe entre les obligations à court terme et les obligations de 10 ans... ce qui est en fait la « bonne » opération depuis maintenant de nombreux mois.

⁶ Nous avons utilisé la première date de livraison, car une livraison hâtive est très vraisemblable pour ce contrat.



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 Marché 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 contenus dans le présent document 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 cet article. CGB, CGF, 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 des marques déposées de TSX Inc. et elles sont utilisées sous licence.