

BOURSE DE MONTRÉAL

Août 2023

Le pessimisme économique s'est emparé du marché de l'inflation au Canada

Les investisseurs avertis peuvent détenir des positions acheteur (ou des positions vendeur) en fonction des attentes d'inflation au Canada en achetant (ou en vendant) des obligations canadiennes à rendement réel et, dans le même temps, en vendant (ou en achetant) une obligation nominale du gouvernement du Canada d'échéance équivalente. La différence de rendement entre les deux obligations indique le niveau d'inflation implicite, niveau auquel un investisseur atteindrait le point d'équilibre à l'échéance.

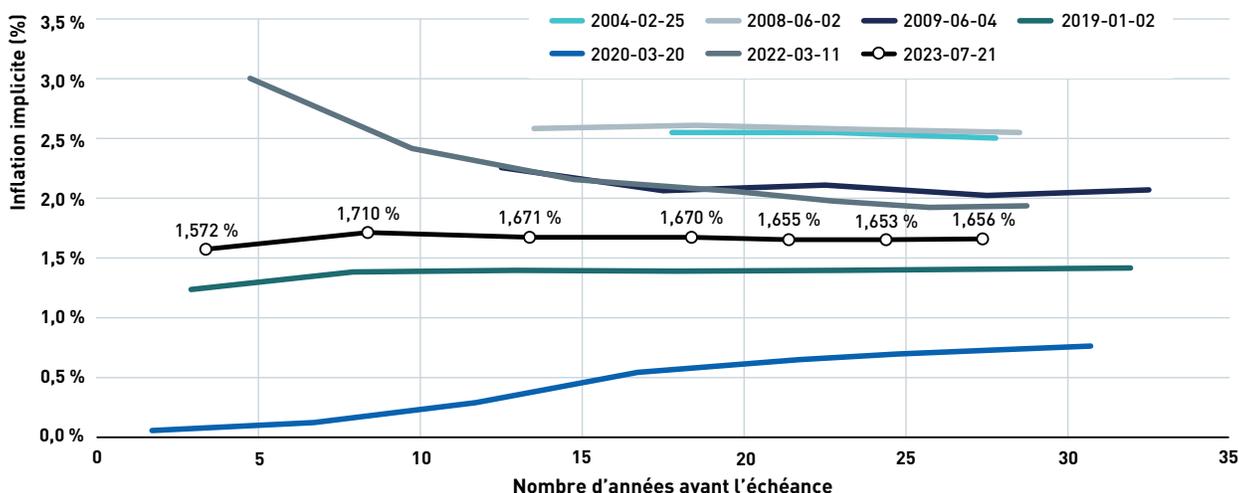
Les marchés de l'inflation affichent un pessimisme sur fond de confiance

Comme on peut le voir dans la plupart des marchés de titres à revenu fixe, les niveaux de l'inflation implicite fluctuent constamment et reflètent rapidement l'évolution des prévisions concernant l'économie, qui elles-mêmes sont fondées sur l'inflation attendue ou l'inflation réelle (ou les deux), selon la période qui reste à courir jusqu'à l'échéance. Dans un marché normal, les attentes d'inflation près du début de la courbe d'inflation reflètent les tendances récentes de l'inflation observée, mesurée par l'indice des prix à la consommation (IPC), tandis que la fin de la courbe d'inflation présentera une asymptote assez proche du taux cible de la Banque du Canada, en supposant que les hypothèses de la banque centrale soient crédibles et que celle-ci maintienne son taux cible d'inflation de 2 %. Au Canada, étant donné l'existence d'une impressionnante banque centrale et l'élimination récente de facteurs qui faisaient autrefois obstacle à la politique monétaire (tabous concernant les interventions non stérilisées et l'expansion quasi illimitée du bilan de la banque centrale), nous sommes d'avis que la Banque du Canada dispose des outils et des ressources nécessaires¹ pour s'attaquer à une inflation inférieure à ce qui est souhaité.

Cela dit, le marché de l'inflation est en complet désaccord avec ce qui précède et, dans les faits, il manifeste un pessimisme extrême à l'égard de la Banque du Canada et de l'économie canadienne. La figure 1 illustre la courbe du taux d'inflation d'équilibre pour le Canada – soit les niveaux d'inflation découlant des taux actuels sur les obligations à rendement réel et les obligations nominales du gouvernement du Canada. À l'évidence, l'acheteur/le vendeur marginal, dans ces marchés, n'a pour ainsi dire aucune confiance en la capacité de la Banque du Canada d'atteindre sa cible de 2 % d'inflation à court terme – ni à moyen terme, ni même à long terme (30 ans). Comme on peut le voir à la figure 1, l'inflation implicite s'établit à environ 1,57 % sur une période de trois ans, soit un pourcentage bien inférieur aux lectures actuelles de l'IPC, bien entendu, mais presque à égalité avec les taux de tous les termes de 8 à 28 ans, qui avoisinent 1,67 %. Bref, les prix établis par le marché donnent à penser que l'économie canadienne, pour toutes les périodes observables, sera si faible que même la Banque du Canada, forte de ses outils de politique monétaire (normaux et d'urgence), sera incapable d'atteindre un jour sa cible d'inflation.

¹ Nous émettons ici l'hypothèse que la deuxième utilisation potentielle d'un outil de politique monétaire en vue de surmonter la frontière du taux zéro est bien plus facile à justifier que la première. À preuve, rappelons le débat déchirant soulevé par le recours à un assouplissement quantitatif par la Réserve fédérale américaine en vue de contrer la crise financière, il y a quelques années; en revanche, l'idée d'utiliser la même approche a été presque instantanée pendant la pandémie de COVID-19.

FIGURE 1
Courbe du taux d'inflation d'équilibre – Canada



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

En faisant abstraction du niveau implicite de l'inflation – plus de 30 points de base inférieur à la cible d'inflation de la Banque du Canada –, nous pouvons aussi nous demander si la structure à terme du marché de l'inflation est correcte. Comme mentionné ci-dessus, les échéances plus courtes devraient refléter plus étroitement les lectures actuelles de l'IPC, du fait que chaque statistique mensuelle constitue un élément plus important du taux d'inflation moyen qui entre dans le calcul du point d'équilibre. Mais l'inflation à court terme – même si la prochaine échéance d'une obligation à rendement réel est dans trois ans, ce qui peut être perçu comme une longue période compte tenu des cycles économiques – est inférieure à l'inflation à moyen terme malgré les chiffres reflétant une inflation obstinément élevée ces derniers temps, un peu partout dans le monde, y compris au Canada. Du fait que, chez nous, les divers secteurs d'activité ont tendance à avoir des sociétés de très grande taille et de nature oligopolistique, on peut avancer que l'inflation sera plus persistante et plus lente à se résorber que dans d'autres marchés où le jeu de la concurrence produit davantage ses effets.

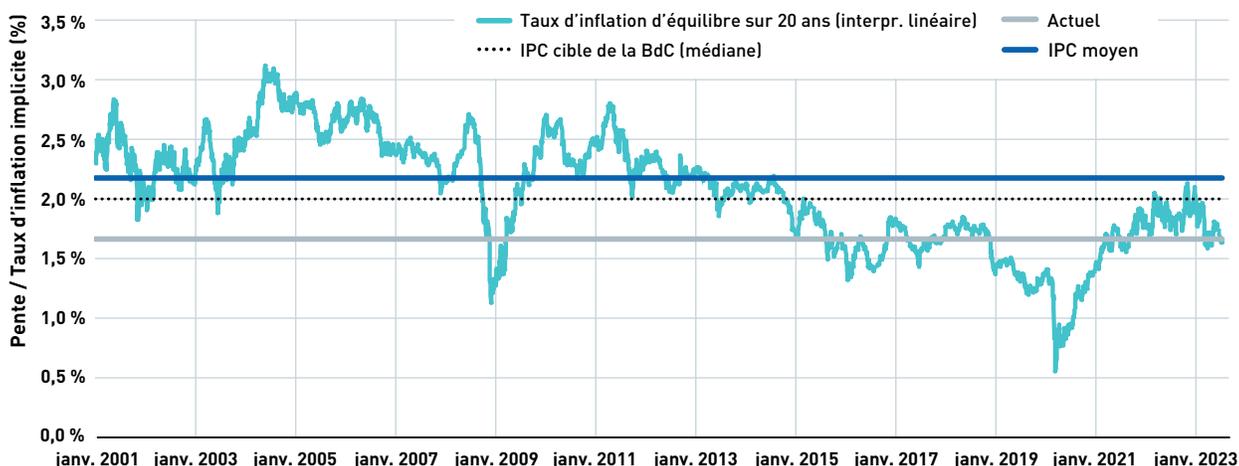
La figure 1 illustre aussi la courbe d'inflation à différents points dans le temps au cours des 20 dernières années. La plupart de ces points reflètent une inflation implicite plus élevée qu'à l'heure actuelle, sauf bien sûr dans la période se situant entre la fin de la crise financière et le début de la pandémie, et au plus fort de la pandémie. La notion d'une inflation en deçà de 2 % semble parfois raisonnable au vu de l'expérience ultérieure à 2010, mais elle est nouvelle en comparaison avec les années antérieures, même quand on se contente d'observer les données de marché du XXI^e siècle².

Historique du point d'équilibre

À la figure 2, nous pouvons commencer à soumettre une partie des arguments théoriques à un test empirique. Ce graphique illustre le taux d'inflation d'équilibre implicite sur 20 ans, depuis 2001. Il montre aussi divers points de référence tels que l'IPC moyen pendant la période ainsi que le taux cible d'inflation de la Banque du Canada. On constate à la lecture du graphique que l'inflation moyenne sur les 22 dernières années, à 2,18 %, dépasse de plus de 50 points de base le taux d'inflation implicite actuel de 1,66 % observé sur la période de 20 ans. En fait, même l'inflation moyenne (selon l'IPC) entre 2009 et 2019 – période que nous appellerons période intercrise –, à 1,74 %, excède le niveau implicite actuel pour toutes les durées sur la courbe de l'inflation. Comme mentionné plus haut, la cible d'inflation de 2 % de la Banque du Canada, cible qu'elle a réussi à atteindre de façon régulière sur une longue période, hormis peut-être dans la période intercrise, est bien supérieure aux niveaux courants. Par ailleurs, le taux d'inflation d'équilibre implicite historique, sur 20 ans, a été supérieur au niveau actuel presque 80 % du temps depuis le tournant du millénaire.

² Bien sûr, les périodes d'inflation vraiment soutenue ont été courantes pendant les décennies 1970 et 1980.

FIGURE 2
Taux d'inflation d'équilibre sur 20 ans depuis 2001



Source : Base de données sur les titres à revenu fixe Sapphire de BMO Marché des capitaux¹, Banque du Canada, Statistique Canada

Il est également possible d'analyser les niveaux historiques de l'IPC afin de voir si, sur une période de 20 ans, l'IPC moyen s'est établi au-dessus ou au-dessous de ces niveaux, dans l'ère moderne. Étant donné que nous considérons une moyenne sur 20 ans calculée à l'aide de données mensuelles et que nos données sur l'IPC ne remontent qu'à 1992, notre première observation est celle de décembre 2011 dans un jeu de données grandement réduit. Cependant, le creux absolu observé pour l'inflation moyenne sur 20 ans (données enchaînées) a été de 1,77 %, en octobre 2020. Oui, c'était pendant la pandémie, mais il s'agissait aussi d'une période englobant une bonne partie des années ultérieures à la crise financière. Il s'agit d'un niveau supérieur de 10 points de base à celui qui découle du pessimisme actuel sur le marché canadien de l'inflation.

FIGURE 3

INFLATION IMPLICITE SUR 20 ANS	IPC MOYEN DEPUIS 2001	IPC MOYEN, 2009-2019
1,66 %	2,18 %	1,74 %

Source : Base de données sur les titres à revenu fixe Sapphire de BMO Marché des capitaux¹, Statistique Canada

Argument théorique : théorie monétaire moderne

Nous ne sommes ni des experts ni des défenseurs de la théorie monétaire moderne, mais même les « économistes de salon » peuvent reconnaître que deux des piliers de sa mise en œuvre ont été plantés au plus fort de la crise pandémique, à savoir une politique de déficit budgétaire quasi illimité et des mesures d'emploi ou de revenu garanti³. Dans la théorie monétaire moderne, la seule limite aux déficits budgétaires et à une politique monétaire hyperexpansionniste est, en général, la menace de l'inflation. Cette éventualité semble s'être avérée. Échec des décideurs, peut-être, mais également une sorte de consécration pour les partisans de la théorie monétaire moderne. On le voit : les énormes déficits, les taux zéro et les achats directs d'obligations ont fini par créer le « coût économique » prédit d'une inflation élevée.

Bien que nous n'adhérions pas à la majeure partie des principes de la théorie monétaire moderne, force est de constater que les banques centrales et les États y ont adhéré, par leurs mesures⁴ sinon par leurs messages. Puisqu'il n'y a aucune limite pragmatique⁵ à la combinaison d'une politique monétaire et d'une politique budgétaire toutes deux audacieuses – qui équivaut presque, dans la pratique, à la concrétisation de la théorie monétaire moderne – et puisque les limites psychologiques avaient déjà été dépassées en 2009 et de nouveau en 2020, nous nous questionnons sur le fait que les marchés doutent de l'efficacité de la banque centrale à atteindre sa cible d'inflation de 2 %. Après tout, au vu de ce que fait la Banque du Canada (et au vu des budgets déficitaires), on peut penser que l'audace pourra se manifester plus facilement encore dans l'avenir – plus que dans le passé, où la peur, l'incertitude et les doutes mettaient des obstacles à la mise en place de stimuli économiques réellement audacieux.

³ Dans la période COVID où il a fallu respecter une quarantaine, le souci du « boulot garanti » propre à la théorie monétaire moderne représentait essentiellement, pour un grand nombre de travailleurs, la possibilité d'être payé tout en restant chez soi sans avoir à chercher un emploi.

⁴ Nous insistons pour préciser que nous ne critiquons pas les mesures prises par la Banque du Canada et le gouvernement du Canada pendant la pandémie. Les deux entités en ont fait assez pour contrer avec succès la faiblesse hors norme de l'économie dans un contexte d'information déficiente.

⁵ Ce ne sont pas les limites politiques qui manquent, car presque personne dans les milieux du pouvoir n'adhère totalement à la théorie monétaire moderne.

Rien n'est aussi stable

Enfin, la notion voulant que les taux de l'inflation observée sur 3, 8, 13, 18, 23 et 28 ans devraient être constamment à l'intérieur d'une fourchette de quelques points de base est déconcertante. Même l'IPC moyen sur 20 ans a varié entre 1,77 % et 2,15 % au cours des 12 dernières années. L'IPC moyen sur 5 ans a oscillé entre 0,95 % et 2,87 % dans la période de 27 ans précédant juin 2023; en gros, la même durée restante avant l'échéance de l'obligation à rendement réel de la plus longue durée. Il n'y a simplement aucune chance que les six périodes quinquennales représentées par la courbe de l'inflation au Canada (y compris le taux proratisé [« stub »]) finissent par être approximativement égales, et que la courbe d'inflation extrêmement plate reflétant le sentiment actuel des marchés se révèle « correcte ».

Les contrats à terme peuvent aider : structure de l'opération

Les investisseurs sur le marché canadien de l'inflation ont récemment été aidés par l'introduction des contrats à terme sur obligations du gouvernement du Canada de 30 ans (LGB) [la VM01 de l'intérêt en cours équivaut actuellement à 300 M\$ d'obligations à long terme] ainsi que par la grande liquidité disponible du côté des contrats à terme sur obligations du gouvernement du Canada de 10 ans (CGB).

Par exemple, un investisseur qui croit que le taux d'inflation implicite au Canada a chuté trop bas et trop vite après l'événement d'inflation de 2021-2022 peut acheter des obligations à rendement réel sur le marché au comptant et vendre des contrats à terme sans craindre de devoir assumer des coûts imprévus ou d'avoir des problèmes à emprunter des obligations nominales dans le marché des pensions sur titres, pour couvrir sa position vendeur. La stabilité du LGB, en 2023, rend cet instrument particulièrement attrayant, car il n'y a pas d'enjeux potentiels associés à des options intégrées au contrat, en vertu des caractéristiques nouvellement modifiées⁶; il s'agit pour ainsi dire d'un substitut quasi parfait aux obligations de longue durée, à l'heure actuelle.

Par exemple, un investisseur pourrait avoir recours à des obligations à rendement réel et à une combinaison de contrats à terme CGB (10 ans) et LGB (30 ans) en vue de constituer une position acheteur sur l'inflation canadienne sur 20 ans, au moyen de la structure illustrée à la figure 4. Dans la structure de l'opération, l'investisseur achète pour 14,2 M\$ d'obligations à rendement réel, sur le marché au comptant, mais y va d'une couverture de la composante « taux d'intérêt nominal » au moyen de la combinaison à parts égales de CGBU23 et de LGBU23 pour ne conserver que la composante « inflation » de l'opération. Si l'inflation sur 20 ans monte par rapport aux niveaux actuels, l'investisseur gagnera 25 000 \$ pour chaque point de base d'augmentation (avant rajustement en fonction du temps). Dans un scénario moins probable, un investisseur sur un très long terme pourrait tout simplement maintenir sa position sur 20 ans. Si les lectures de l'IPC sont supérieures à 1,66 % sur ces 20 ans, ce serait, là aussi, rentable⁷. Diverses structures similaires peuvent être mises en œuvre pour cibler presque tous les autres points sur la courbe d'inflation, si on le souhaite.

FIGURE 4
Taux d'inflation d'équilibre sur 20 ans

POSITION	VALEUR/INSTRUMENT	VM01/100 \$	VM01 DE LA POSITION
14 200 000	Oblig. du Canada à 1,50 %, déc. 2044	17,6	25 052
-133	CGBU23	9,3	-12 351
-37	LGBU23	34,3	-12 694
			6

⁶ [Avis informationnel A22-013](#) – Mise à jour – Modification de la période de livraison du contrat à terme sur obligations du gouvernement du Canada de 30 ans [« LGB »].

⁷ Nous doutons que quelqu'un veuille procéder ainsi, mais, le cas échéant, les coûts de détention à long terme et le travail de gestion du roulement trimestriel des contrats à terme seraient importants.



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., 2023. 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 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 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 ce document. CGB, Bourse de Montréal et MX sont des marques déposées 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.