

BOURSE DE MONTRÉAL

Juillet 2023

# Comment se servir des contrats à terme de TMX pour négocier selon différents scénarios macroéconomiques ou scénarios de crise

- L'économie américaine se révèle solide grâce à la résilience financière des ménages, et en dépit d'une inflation encore élevée. Cette situation laisse présager que la Réserve fédérale américaine (la Fed) pourrait relever son taux directeur plus que prévu.
- L'économie canadienne se porte bien elle aussi. Toutefois, le consommateur canadien moyen semble plus fragile que le consommateur américain moyen. De ce fait, la Banque du Canada pourrait être moins encline à relever son taux directeur.
- Nous examinons ci-dessous le risque d'une crise bancaire aux États-Unis et au Canada.
- Au vu de l'activité du côté des contrats à terme, nous constatons que les investisseurs ne savent pas sur quel pied danser en ce qui concerne le taux final des banques centrales.
- Nous verrons comment les investisseurs devraient se positionner en fonction de divers scénarios – banques centrales accommodantes, banques centrales restrictives, crise bancaire.

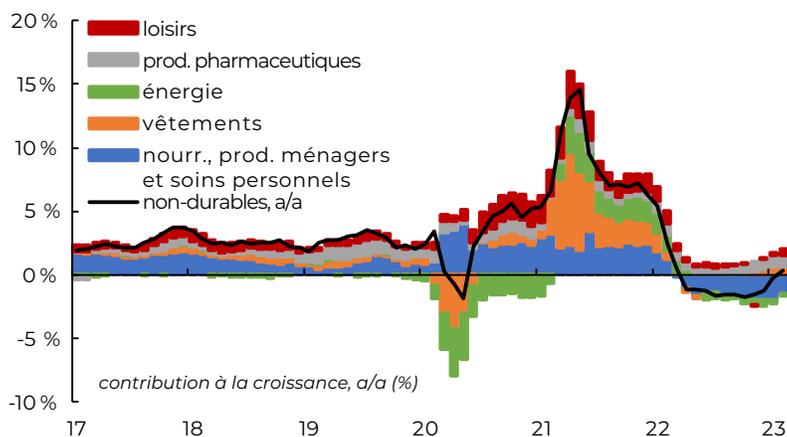
## 1. Le portrait macroéconomique aux États-Unis

### La croissance américaine est solide

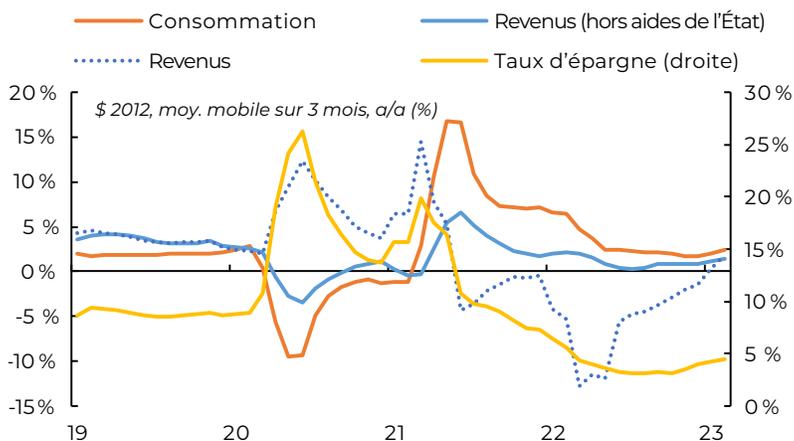
Aux États-Unis, la croissance du PIB s'établit à plus de 2 % – du moins si l'on se fonde sur les estimations issues du [modèle GDPNow de la Réserve fédérale d'Atlanta](#). La solide situation financière des consommateurs et la croissance soutenue des bénéfices des grandes sociétés y sont largement pour quelque chose.

À y regarder de près, on constate néanmoins que les dépenses de consommation de biens sont le principal point faible. Voilà qui reflète un retour à la normale par suite d'un assouplissement monétaire extrême dans la période pandémique; cela dit, les données fondamentales sous-jacentes de la consommation demeurent solides. Par exemple, la consommation de biens non durables (29 % des dépenses de consommation) va de plus en plus revenir à la normale au fur et à mesure que les ménages auront écoulé les réserves qu'ils s'étaient constituées pendant la pandémie (figure 1). On le constate déjà : les ventes au détail de base (groupe témoin) ont progressé de 0,6 % d'un mois à l'autre (m/m) en juin, en hausse par rapport à la statistique révisée de +0,3 % m/m en mai.

Certes, les revenus des ménages ont sensiblement baissé en 2021-2022 après que les pouvoirs publics eurent mis fin à leurs mesures de soutien, mais une diminution notable de l'épargne des ménages a eu pour effet de contrebalancer cette baisse de rentrées d'argent. En outre, depuis le milieu de 2022, le revenu réel des ménages (à l'exclusion des soutiens ponctuels de l'État) s'est amélioré en raison d'un marché de l'emploi stable et d'une hausse du salaire réel (figure 2). La reprise de la consommation est ainsi devenue autosoutenue et elle s'accélère même.

**FIGURE 1****Les ventes au détail et les expéditions de biens sont à un faible niveau**

Source : Macro Hive, Bloomberg

**FIGURE 2****La reprise de la consommation s'accélère**

Source : Macro Hive, Bloomberg

**Aux États-Unis, une inflation de base encore élevée**

Les données les plus récentes font état d'une inflation globale qui se rapproche de la cible de 2 % de la Fed; en effet, le taux d'inflation annualisé pour les trois derniers mois s'établit maintenant à 2,7 %. De ce point de vue, la Fed semble avoir fait son travail. Cela dit, la majeure partie de la désinflation s'explique par un recul de 17 % (taux annualisé) des prix de l'énergie. Par conséquent, la Fed devrait se préoccuper de la tendance qu'affiche l'inflation sous-jacente.

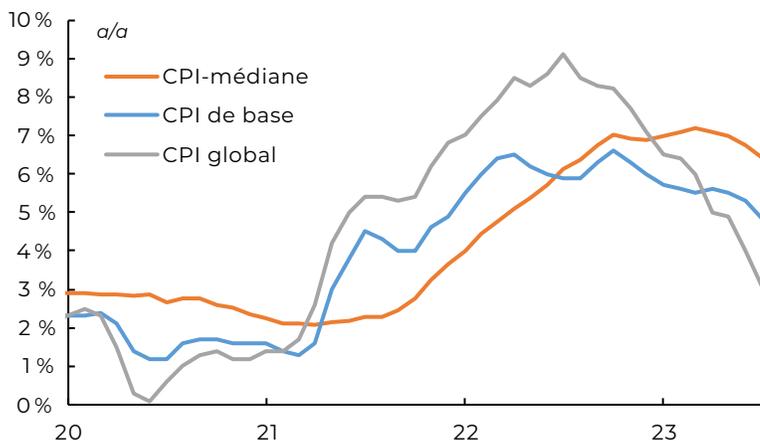
Nous utilisons la mesure IPC-médiane de la Réserve fédérale de Cleveland, car il s'agit d'une [meilleure mesure des tendances inflationnistes](#) comparativement à l'inflation de base, quand les prix sont volatils. En glissement annuel, l'IPC-médiane vient seulement de passer sous la barre de 6,5 % pour la première fois depuis juillet 2022 (figure 3). Une ventilation de l'inflation selon les [trois catégories privilégiées de Jerome Powell, président de la Fed](#) – inflation de base des biens, inflation des prix du logement, inflation de base des services excluant le logement –, laisse bien peu entrevoir une trajectoire descendante pour ce qui est de l'inflation.

L'inflation de base des biens continue de monter (figure 4). Par ailleurs, les prix des voitures d'occasion ont convergé vers le barème des prix de vente aux enchères des voitures d'occasion établi par la société Manheim. Bien que ces prix aient baissé en avril et en mai, [Manheim s'attend à une stabilisation](#) en raison du faible inventaire de voitures d'occasion disponibles pour la vente. Dans un avenir prévisible, l'inflation des prix des voitures d'occasion pourrait demeurer élevée, compte tenu d'une baisse de l'abondabilité des voitures neuves sur le long terme.

De son côté, l'inflation des prix du logement demeure élevée. Les loyers continuent aussi d'augmenter, ce qui pourrait signaler une hausse, une fois de plus, de l'indice des prix du logement – pour preuve, les divers rapports faisant état de [loyers stables ou en hausse](#). Enfin, l'inflation de base des services excluant le logement se montre volatile, mais maintient somme toute une trajectoire ascendante (figure 5).

**FIGURE 3**

**En mai, l'IPC-médiane est demeurée aux environs de 7 %**

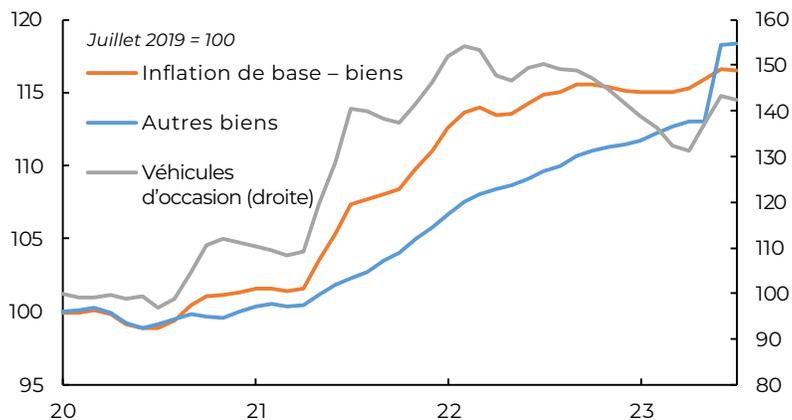


Source : Macro Hive, Macrobond



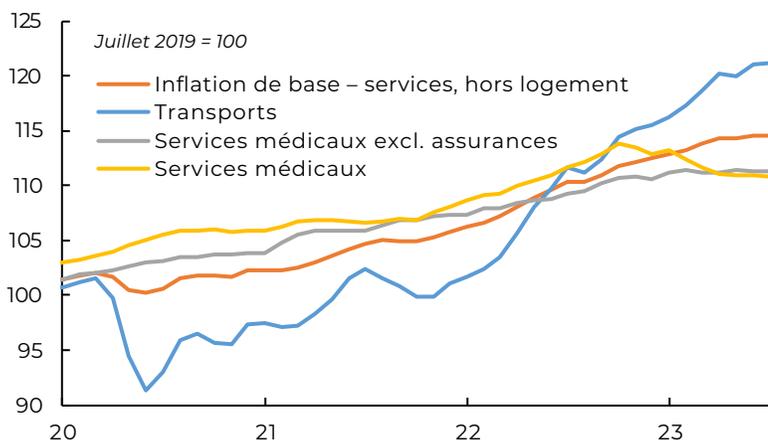
**FIGURE 4**

**En mai, l'inflation de base des biens est demeurée élevée**



Source : Macro Hive, Bloomberg



**FIGURE 5****En mai, l'inflation de base des services est demeurée élevée**

Source : Macro Hive, Bloomberg

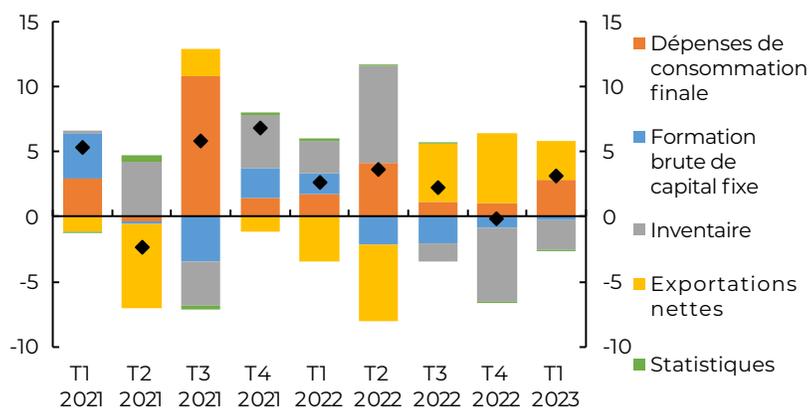


## 2. Le portrait macroéconomique canadien

### Une croissance solide au Canada, mais la consommation moins vigoureuse qu'aux États-Unis

L'économie canadienne tient bon, quoique dans une moindre mesure que l'économie américaine. On observe une croissance de 3,2 % d'un trimestre à l'autre (t/t) au premier trimestre (taux annualisé désaisonnalisé), soit 0,8 point de base de plus que la prévision de la Banque du Canada. La bonne tenue de notre économie s'explique notamment par les dépenses de consommation, qui ont bondi de 5,7 % dans la période, au détriment de l'épargne (figure 6). Les perspectives concernant la consommation au Canada sont moins positives que chez nos voisins du Sud, car le pouvoir d'achat des ménages d'ici sera mis à mal par la hausse du prix des logements, les contraintes qui s'exerceront sur l'épargne et le peu de mesures de relance budgétaire. D'ailleurs, une baisse de la consommation s'observe déjà.

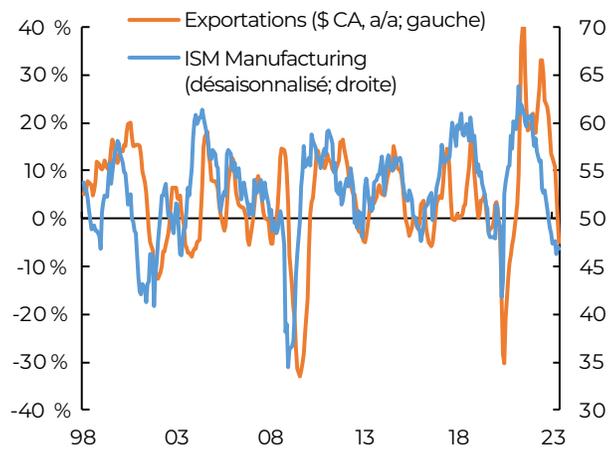
Outre la consommation, la vigueur des exportations de biens a contribué aux bons chiffres pour le premier trimestre. Citons particulièrement les exportations dans les secteurs des mines et des transports, plutôt que l'habituel meneur qu'est le secteur des hydrocarbures, dont la valeur des exportations a baissé du fait du recul des prix. Les exportations nominales vers les États-Unis, qui représentent 76,6 % de l'ensemble des exportations du Canada, ont progressé de 1,2 % t/t. Par conséquent, nous nous attendons à ce que l'économie américaine continue de soutenir les exportations du Canada et, ce faisant, une partie de l'économie canadienne (figure 7).

**FIGURE 6****Au Canada, la consommation demeure soutenue**

Contribution à la variation t/t (taux annualisé désaisonnalisé)

Source : Macro Hive, Statistique Canada

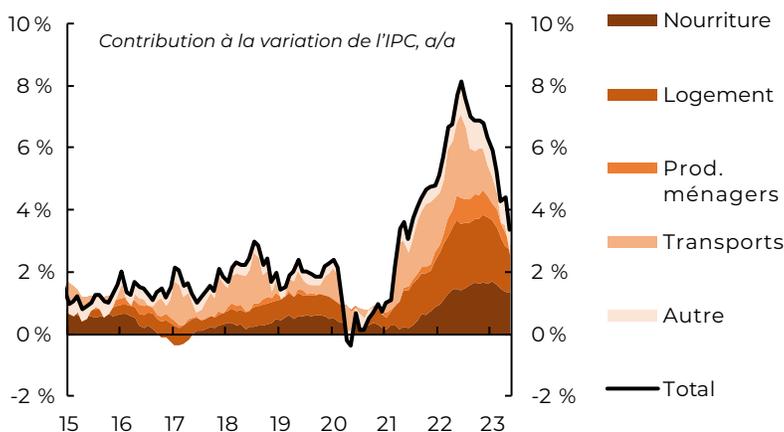


**FIGURE 7****Les exportations canadiennes sont alimentées par la vigueur de l'économie américaine**

Source : Macro Hive, Macrobond

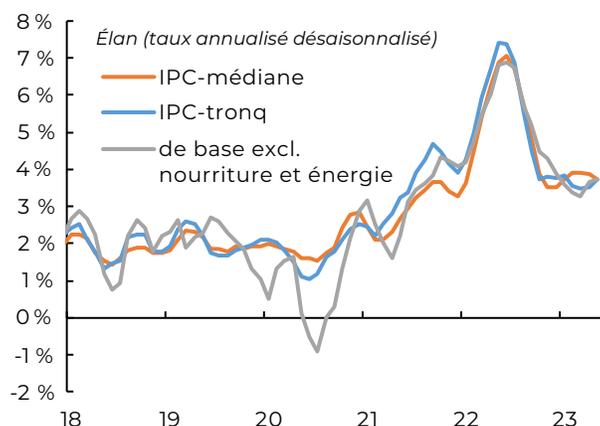
**L'inflation encore trop élevée, au Canada**

L'inflation selon l'IPC s'est établie à 2,8 % en glissement annuel (a/a), en juin, en baisse par rapport à la marque de 3,4 % a/a enregistrée en mai, ce qui a amené la moyenne pour le deuxième trimestre sous le niveau de 3,6 % a/a qui avait été prévu par la Banque du Canada (figure 8). Cela dit, il serait étonnant que la Banque du Canada renoue sous peu avec des taux conciliants. Premièrement, on constate que les prix du carburant en baisse (-21,6 % par rapport à la même période l'année antérieure) ont contribué largement au ralentissement de l'inflation, en raison des effets de glissement. Toutefois, en excluant les prix du carburant, l'inflation globale (4,0 % en glissement annuel) se situe encore au-dessus de la cible de la Banque du Canada. Deuxièmement, l'inflation fondamentale en chiffres annualisés – que la Banque du Canada présente constamment – a, au mieux, fait du surplace (figure 9). Troisièmement, bien que l'inflation de base des services soit passée de 4,6 % à 4,2 % en glissement annuel, et qu'elle affiche une hausse de seulement 0,1 % en glissement mensuel, mentionnons qu'un mois caractérisé par une hausse minimale avait été suivi d'un mois affichant une hausse en glissement mensuel de 0,4 %, plus tôt cette année. Enfin, ajoutons à cela que les prix des propriétés résidentielles ont repris de la vigueur et que les faibles inventaires contribuent à exacerber la cherté des logements. Il est donc probable que la Banque du Canada maintienne sa politique monétaire restrictive, dans un contexte où le combat contre l'inflation se fera lentement.

**FIGURE 8****Les effets de glissement annuel donnent une inflation en baisse**

Source : Macro Hive, Statistique Canada



**FIGURE 9****Une inflation de base coriace**

Source : Macro Hive, Statistique Canada



### 3. Incidence des problèmes bancaires aux États-Unis – et comparaison avec la situation au Canada

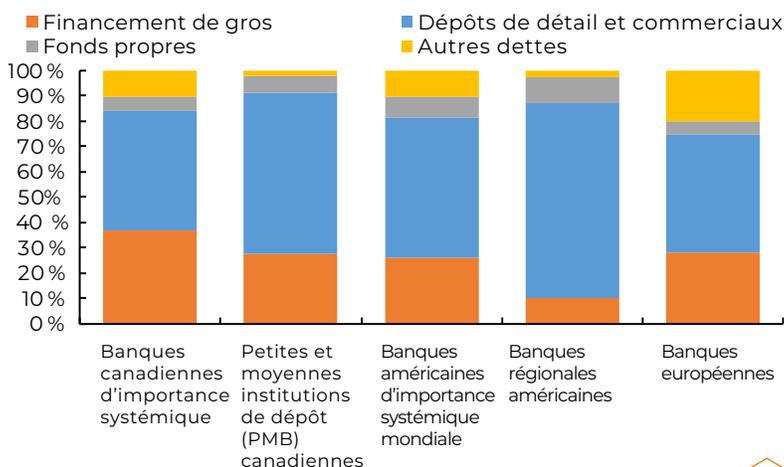
Comparativement aux banques canadiennes, les banques américaines comptent bien davantage sur les dépôts des particuliers et des entreprises pour financer leurs activités (figure 10). La concentration élevée des dépôts en tant que source de financement peut exposer les banques à un risque élevé de retraits de fonds substantiels, autrement dit, à un risque de panique bancaire. Cela peut se révéler un enjeu lorsqu'une banque présente un montant élevé de pertes non réalisées dans son bilan, comme c'est le cas de certaines banques américaines. Elles ont modifié le statut d'une grande quantité de leurs portefeuilles de titres, les faisant passer de « disponibles à la vente » [AFS] à « détenus jusqu'à l'échéance » [HTM], de sorte qu'ils n'aient pas à être évalués au marché. Des retraits massifs et soudains forcent les banques à liquider leurs obligations et à réaliser leurs pertes. C'est ce qui est arrivé à la Silicon Valley Bank, qui, le 8 mars, a annoncé qu'elle devait réunir la somme de 2,25 milliards de dollars pour compenser ses pertes.

Pour l'avenir proche, [la simulation de crise 2023 de la Réserve fédérale américaine](#) laisse présager un faible risque pour les 23 grandes banques américaines analysées. Cependant, la plus récente mise à jour ne fournit aucune perspective sur l'exposition de ces grandes banques aux risques liés aux hausses de taux d'intérêt. Voilà qui est inquiétant, sachant que la Fed continue de relever ses taux. En fait, la Fed n'a fait qu'appliquer un nouveau « choc de marché exploratoire » à six banques d'importance systémique mondiale (BISm). Étant donné que ces grandes banques mondiales sont reconnues pour avoir mis en place de meilleures stratégies de couverture, les pertes subies par suite de ces nouveaux chocs diffèrent bien peu de celles qui seraient plausibles dans un scénario grandement défavorable. Par conséquent, il nous manque des perspectives et des observations qu'il serait utile de considérer pour juger de la vulnérabilité des banques qui, selon nous, sont plus exposées aux hausses de taux d'intérêt.

Les banques canadiennes paraissent en meilleure posture que les banques américaines. Chez nous, les banques ont des sources de financement plus diversifiées : près de 40 % du financement des établissements d'importance systémique provient du financement de gros tel que les obligations à moyenne ou longue échéance ou le papier commercial. Une telle approche reflète la grande part des prêts et des créances hypothécaires dans le bilan des banques canadiennes. Toutefois, cela signifie aussi que les banques canadiennes comptent davantage sur des sources de financement qui sont vulnérables aux fluctuations des cours inhérentes au stress que subissent les marchés.

FIGURE 10

## Les grandes banques canadiennes comptent davantage sur le financement de gros que sur le financement sur dépôts

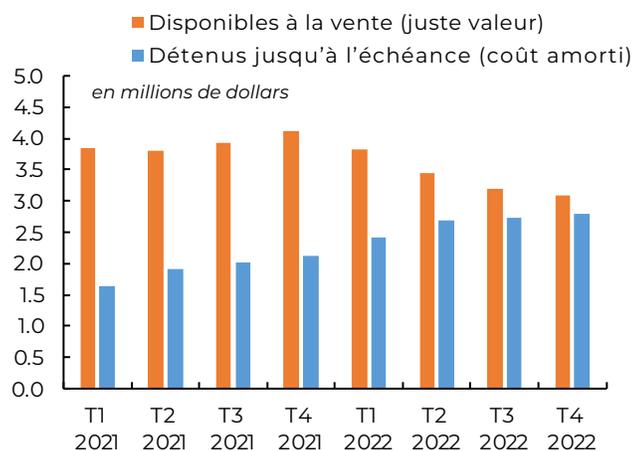


Source : Macro Hive, Banque du Canada



FIGURE 11

## Les banques américaines ont fait passer une bonne partie de leurs portefeuilles de titres de « AFS » à « HTM »



Source : Macro Hive, FRED



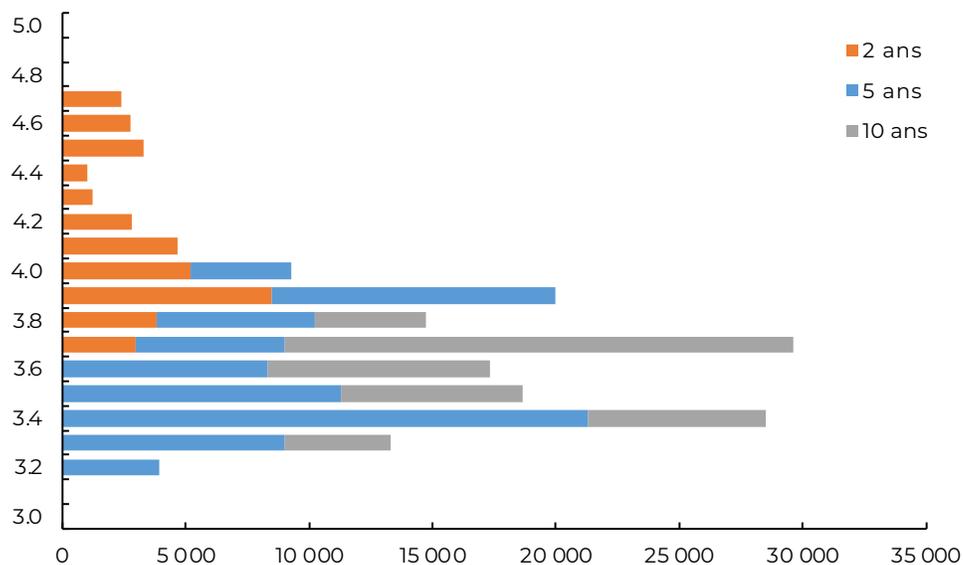
## 4. Qu'ont fait les investisseurs?

Le contexte macroéconomique des États-Unis et du Canada a été meilleur que prévu, ce qui a amené les investisseurs à réviser maintes fois leur point de vue. Du côté américain, nous constatons que pour les contrats à terme sur obligations de deux ans, les volumes d'opérations ont été les plus élevés pour les taux de rendement se situant entre 3,7 % et 4,7 %, au cours des trois derniers mois (figure 12). S'agissant des contrats sur les obligations américaines de dix ans, l'intérêt s'est manifesté à un taux d'environ 3,5 %.

Sur les marchés canadiens, les volumes de négociation se sont répartis entre les contrats à terme sur obligations de deux ans aux taux implicites variant entre 3,5 % et 4,8 % (figure 13). Comme sur les marchés américains, l'activité sur les obligations canadiennes de dix ans a été plus restreinte, le gros des négociations s'étant réalisé sur des taux se situant entre 3 % et 3,5 %.

**FIGURE 12**

**Intérêt des investisseurs pour les contrats à terme sur obligations américaines, ces trois derniers mois**



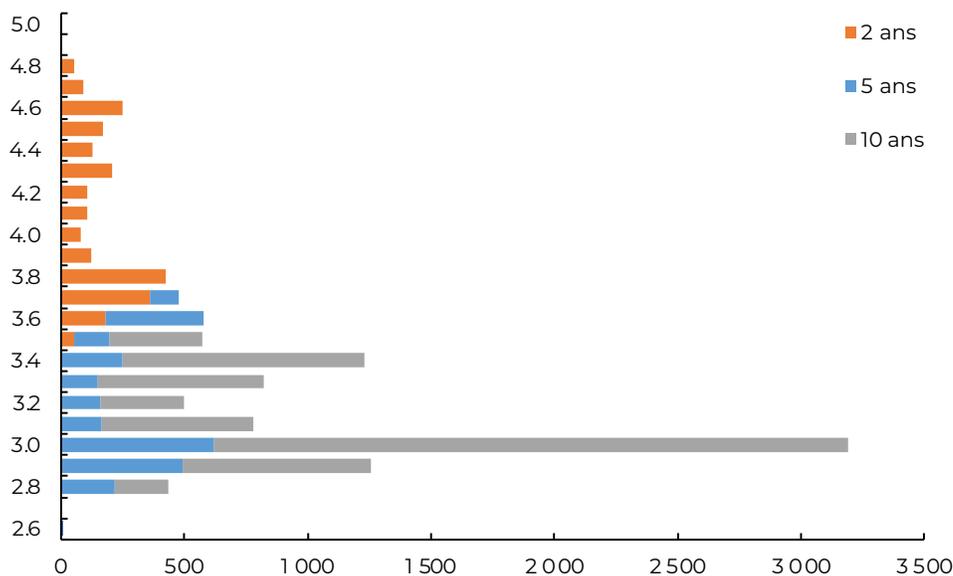
Note : Volumes de négociation (en milliers de contrats) au cours des trois derniers mois, calculés selon le rendement du jour de négociation. Ont été pris en compte les contrats au 30 juin, au 29 septembre et en date de décembre pour les contrats à terme sur obligations de 2 ans et 5 ans; au 20 septembre et au 19 déc. pour les 10 ans.

Source : Macro Hive, CBOT, CME



**FIGURE 13**

**Intérêt des investisseurs pour les contrats à terme sur obligations canadiennes, ces trois derniers mois**



Note : Volumes de négociation (en milliers de contrats) au cours des trois derniers mois, calculés selon le rendement du jour de négociation. Ont été pris en compte les contrats échéant en juin, en septembre et en décembre 2023 ainsi qu'en mars 2024.

Source : Macro Hive, TMX



## 5. Négociation de contrats à terme sur obligations canadiennes, selon différents scénarios macroéconomiques

Nous pensons que la Fed n'a pas d'autre choix que de maintenir une position restrictive. L'économie américaine est forte et les dépenses des ménages ne montrent pas de signe de ralentissement. Par ailleurs, l'inflation de base demeure bien accrochée à un niveau élevé, et bien peu de signes donnent à penser que l'inflation va bientôt s'atténuer. Par conséquent, la Fed va probablement donner suite aux hausses de taux de juillet et de novembre qu'elle a pour ainsi dire télégraphiées.

En comparaison, l'économie canadienne tient bon, mais le consommateur moyen est moins solide sur ses deux jambes. Ainsi, la Banque du Canada doit sûrement trouver ardu, voire impossible, d'amplifier son resserrement monétaire. Cela dit, ce scénario de référence pourrait être erroné; nous vous présentons donc trois autres scénarios et la façon de se positionner en conséquence, au moyen de contrats à terme sur obligations de TMX.

### Scénario A : La Banque du Canada se fait conciliante en y allant d'un assouplissement sans équivoque

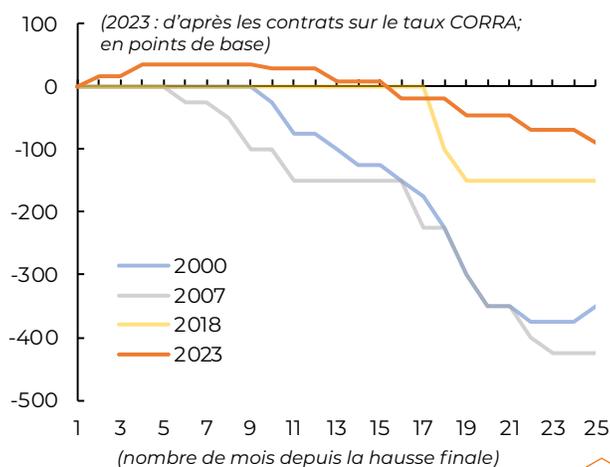
Il règne encore beaucoup d'incertitude à propos des effets retardés des hausses de taux décrétées dans les derniers mois par la Banque du Canada, notamment sur la consommation. Il se pourrait que les entreprises fonctionnent en présumant que les consommateurs sont encore résilients. Mais les hausses de taux des derniers mois pourraient soudainement rattraper les consommateurs, causant alors un recul marqué des dépenses des ménages et des entreprises. La Banque du Canada serait alors contrainte de réduire sensiblement ses taux.

Actuellement, le marché mise sur un profil de taux où les réductions seraient mineures, par suite de ce qui serait la dernière hausse annoncée – comparativement à ce que la Banque du Canada a généralement fait par le passé (figure 14). Cela donne à penser que lorsque la Banque du Canada commence à réduire ses taux, elle le fait plus carrément que ce que les observateurs pourraient prévoir. Par conséquent, si l'économie ralentit, l'ampleur de l'assouplissement monétaire intégrée dans les contrats à terme pourrait être insuffisante. Dans ce scénario, cette opération serait logique :

**Achat du contrat à terme de trois mois sur le taux CORRA de septembre 2024  
(Bourse : CRA; Bloomberg : CORU4 Comdty)**

FIGURE 14

### Situation où les réductions de taux de la Banque du Canada sont sous-estimées



## Scénario B : La Banque du Canada se fait restrictive et relève encore son taux directeur

Un autre scénario est celui où la résilience des consommateurs reflète une moins grande sensibilité à la hausse des taux d'intérêt que par le passé, si bien que les effets retardés des hausses de taux auront une moindre incidence. En outre, l'inflation de base est demeurée obstinément élevée, ce qui porte à croire que les dépenses des consommateurs et le marché du travail sont encore bien solides. Cet environnement pourrait forcer la Banque du Canada à entreprendre un mini-cycle de hausse des taux. Dans ce contexte, cette opération serait logique :

**Vente du contrat à terme de trois mois sur le taux CORRA de septembre 2023  
(Bourse : CRA; Bloomberg : CORU3 Comdty)**

Variante de ce scénario : la Banque du Canada pourrait faire une pause, le temps de voir comment la situation évolue. Dans ce cas, le marché pourrait intégrer les hausses de taux à un point plus éloigné sur la courbe, ce qui veut dire que les rendements des obligations de deux ans varieraient davantage que ceux des obligations de trois ans. Par conséquent, cette opération serait logique :

**Vente du contrat à terme de deux ans de septembre 2023  
(Bourse : CGX; Bloomberg : CVM3 Comdty)**

## Scénario C : Une crise bancaire qui s'amplifie

Les déboires de la Silicon Valley Bank, en mars 2023, nous ont enseigné qu'une crise bancaire peut survenir à tout moment, surtout lorsque les banques centrales adoptent une attitude de resserrement du crédit. Depuis mars, ces craintes se sont estompées. Mais au fur et à mesure que le niveau élevé des taux d'intérêt érodera les marges nettes des banques sur les taux d'intérêt, il ne serait pas impossible de voir d'autres cas de bilans inquiétants. Si la situation devait se transformer rapidement en crise bancaire, les banques centrales pourraient intervenir. Par exemple, elles pourraient réduire temporairement leurs taux. Dans ce scénario, les rendements des échéances courtes chuteraient en prévision de ces réductions de taux. Mais à un point plus éloigné sur la courbe, les rendements diminueraient moins, car les réductions de taux seraient vues comme temporaires. Dans ce contexte, cette opération serait logique :

**Achat du contrat à terme de deux ans de septembre 2023 (Bourse : CGX; Bloomberg : CVM3 Comdty)  
et vente du contrat à terme de cinq ans de septembre 2023 (Bourse : CGF; Bloomberg : XQM3 Comdty)**

**L'écart est actuellement de 119 points de base et il se resserrerait probablement en cas de crise bancaire.**



Bilal Hafeez est le fondateur et le chef de la direction de Macro Hive, une société de recherche indépendante de premier plan. Avant de fonder Macro Hive, Bilal était chef mondial de la stratégie internationale de titres à revenu fixe chez Nomura, de 2016 à 2019. Auparavant, il a occupé différents postes de haut rang à la Deutsche Bank entre 2002 et 2015, dont les suivants : chef de la recherche sur les placements multiactifs, conseiller auprès du chef de la direction, chef de la recherche sur l'Asie à Singapour et chef mondial de la recherche sur le marché des changes. Bilal a commencé sa carrière chez J.P. Morgan, en 1998. Durant sa carrière du côté vendeur, Bilal s'est classé premier au palmarès des stratèges de marché de Euromoney et de Institutional Investor presque chaque année entre 2004 et 2013. Il a également été le pionnier des placements dans le marché des changes et des indices de référence bêta intelligents. Bilal a été professeur honoraire invité de la Cass Business School, où il a enseigné la finance. Il a étudié les sciences économiques au St John's College, à Cambridge.

## Pour plus d'information

[irderivatives@tmx.com](mailto:irderivatives@tmx.com)

**m-x.ca**

© 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 le présent document. Bourse de Montréal, MX, CRA, CGF et CGZ 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 les marques de commerce de TSX Inc. et elles sont utilisées sous licence.