



## Le TED et la fuite vers la qualité

S'informer sur l'évolution des marchés boursiers signifie généralement consulter les indices, tel, par exemple, le S&P/TSX 60 pour le marché canadien : certes, il nous donne le pouls des 60 meilleurs titres canadiens, mais il laisse présupposer qu'il est représentatif de l'ensemble du marché boursier, en réalité composé de milliers de titres. Même chose du côté américain : bien des observateurs se limitent à l'indice S&P 500, soit les 500 meilleurs titres américains, pour jauger le marché boursier. Bien que théorique, cette approche est généralement acceptée et pertinente.

La façon la plus facile et rapide d'analyser les indices boursiers reste d'observer leurs représentations graphiques, bien que cette méthode soit généralement utilisée pour le court terme. En se guidant avec les moyennes mobiles, il devient plus facile de dire si le marché est à la hausse ou non, avec une bonne probabilité d'avoir raison. Celle-ci dépend bien sûr de l'état des marchés : plus faible est la volatilité, plus grande est la probabilité de voir juste.

Le graphique 1 illustre le comportement de l'indice américain S&P 500, auquel le marché canadien est fortement corrélé. Il révèle que, depuis 2012, les deux moyennes mobiles ne s'étaient pas croisées à la baisse... jusqu'à tout récemment.

Si on veut avoir une vision plus large et saisir le mouvement de fond à long terme, on peut utiliser une méthode simple et efficace, celle de l'interprétation de ce qu'on appelle la « fuite vers la qualité » (*flight to quality*), un outil d'analyse de la perception du risque par les investisseurs, majoritairement des institutions financières. Cette dernière se mesure sur les taux d'intérêt. Par exemple, l'écart (*spread*) entre le rendement des obligations d'État allemandes à 10 ans et le rendement des obligations d'État italiennes à 10 ans est, au moment d'écrire cette chronique, de 119 points

centésimaux, ou pc, (1 pc = 0,01 % ou un centième de 1 %). (Dans la langue économique, les pc s'appellent *basis points* ou *bp*.) Cela signifie que l'achat d'obligations italiennes rapporte 1,19 % de plus qu'un investissement dans des obligations allemandes.

La question qui vient de suite à l'esprit : qui va acheter des obligations allemandes alors que les italiennes rapportent plus, sur le même horizon de temps, et dans la même monnaie (l'euro) ? Mais aussi : pourquoi acheter des obligations italiennes plutôt que grecques ? L'écart entre les obligations allemandes et grecques est de 853 pc ou 8,53 %. Il va sans dire que les obligations d'état grecques rapportent au-delà de 8 % de plus que les allemandes. Alléchant.

Mais si l'on prend en compte toute la publicité négative récemment faite à la dette grecque, on comprend vite pourquoi les investisseurs préfèrent gagner moins, beaucoup moins même, que prendre le risque de voir leur investissement fondre si ces obligations finissent par être reléguées

à la colonne des pertes maudites. C'est donc l'incertitude sur la solidité, ou fiabilité de l'investissement, qui détermine l'écart entre ce qui est perçu comme un investissement sécuritaire (les obligations d'État allemandes) et ce qui est considéré comme risqué.

Et les obligations américaines par rapport aux obligations allemandes ? L'écart est de 147 pc (toujours au moment d'écrire ces lignes) : cela rapporte donc plus d'acheter des obligations d'État américaines à 10 ans que les équivalentes allemandes (bien entendu, il y a le risque du taux de change USD/euro à ajouter).

Et le Canada par rapport aux États-Unis ? À -70 pc, nos obligations rapportent ¾ de 1 % de moins que celles de nos voisins.

Et le Canada face à l'Allemagne ? 77 pc. L'obligation canadienne rapporte plus que l'obligation allemande.

L'écart n'est pas constant, il fluctue. La « fuite vers la qualité » est l'aspect dynamique de l'écart. Par exemple, au cours des dernières longues négociations du

GRAPHIQUE 1 — **SPY** (FNB DE L'INDICE S&P 500) — 2012-2015 (HEBDOMADAIRE)



printemps et de l'été entre la Grèce et ses créanciers, le rendement prévu des obligations d'État grecques a fluctué au fil des jours, selon la perception de l'aboutissement de ces négociations, alors que celui des obligations allemandes restait stable.

**Constat :** plus l'obligation est considérée sécuritaire, moins elle rapporte. Inversement, plus l'obligation est vue comme un investissement à risque, plus elle rapporte.

**Effet :** plus l'écart entre deux obligations se rétrécit, plus les investisseurs trouvent acceptable l'investissement considéré risqué. À l'opposé, plus l'écart s'élargit, plus les investisseurs préfèrent se mettre en sécurité et choisissent l'investissement qui rapporte moins.

Le graphique 2 représente l'écart entre le rendement du LIBOR (London InterBank Offered Rate) à trois mois et celui des bons du Trésor américain de même maturité. Le LIBOR est le taux d'emprunt de l'euro-dollar (ou dollar américain en circulation à l'extérieur des États-Unis, en bref ED) à Londres, le marché monétaire le plus important au monde. L'écart (ou le ratio) entre le taux LIBOR et le taux des bons du Trésor américain s'appelle TED (*ED/Treasury*). Ce graphique, produit par la Réserve fédérale américaine, montre que depuis le début de 2014 l'écart a progressivement augmenté, commençant par grimper légèrement, mais montant de façon plus marquée en 2015, pour dépasser 0,3 % au 1<sup>er</sup> septembre, encore affecté par les soubresauts dus au crash boursier chinois de cet été.

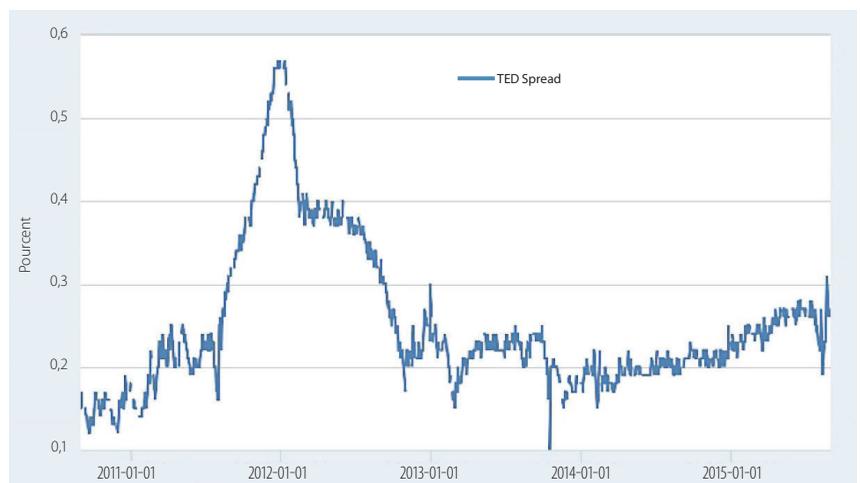
Ce n'est pas vraiment le chiffre final du graphique qui est éloquent, mais plutôt la croissance ininterrompue de l'écart. Elle indique un malaise de plus en plus important dans le monde financier. Les institutions financières et les entreprises du monde entier, qui empruntent au taux ED, doivent payer plus cher pour leurs emprunts à court terme parce que les prêteurs institutionnels deviennent méfiants quant à la capacité des emprunteurs de rembourser la dette. En effet, depuis plusieurs mois, la croissance dans la région asiatique a régressé. L'Europe continue à subir des problèmes liés, entre autres, à l'euro, la monnaie commune. Les pays en émergence souffrent aussi parce qu'ils exportent moins en Chine, etc. Résultat,

les investisseurs préfèrent gagner moins en investissant en bons du Trésor, mais être certains de voir leur capital profiter.

En conclusion, si on se demande pourquoi, depuis novembre 2014, les indices boursiers du marché américain ont fait du surplace pour finalement crasher le 24 août 2015 (voir graphique 1), il faut regarder du côté du taux des bons du Trésor américain, qui annonçait un malaise croissant dans l'économie mondiale depuis déjà des mois. ■

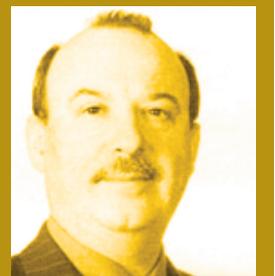
Charles K. Langford, Ph. D., Fellow CSI, est président de Charles K. Langford Inc., gestion de portefeuilles, et enseigne la théorie financière et l'utilisation des dérivés dans la gestion d'actifs et passif à l'École des sciences de la gestion (UQAM).

GRAPHIQUE 2 – ÉCART TED (2011 – 2015)



« La raison pour laquelle on doit créer un ordre professionnel devrait reposer sur l'uniformisation de la formation des représentants. »

**LE FRANC-PARLER,**  
**VOUS AIMEZ?**  
**conseiller.ca, 100 % conseillers.**



Flavio Vani