

Évolution des BAX : près d'une décennie de roulements inférieurs faciles

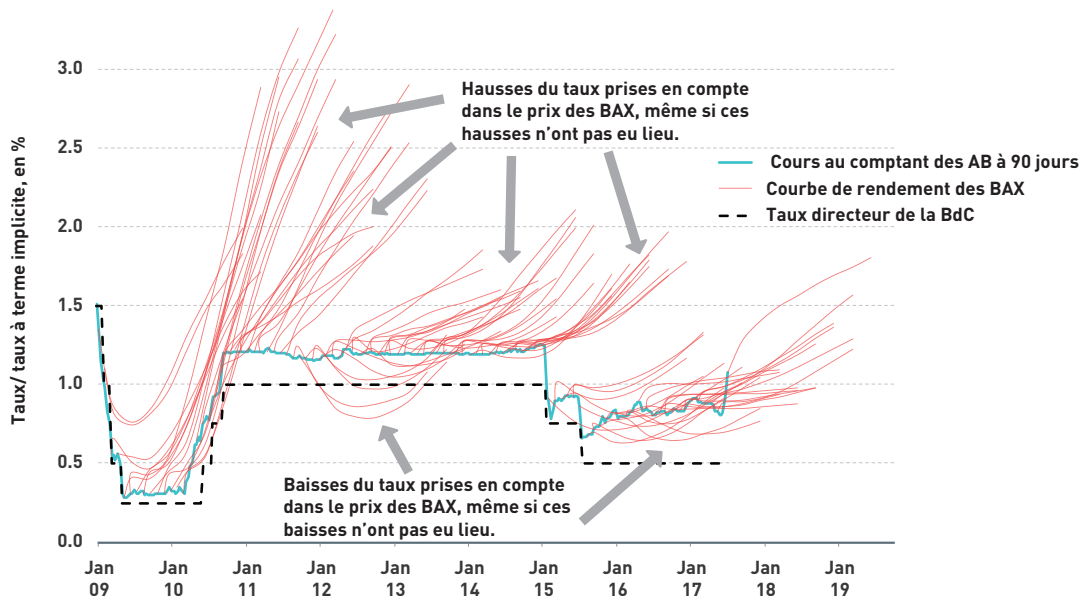
À la suite de la première hausse de taux adoptée par la Banque du Canada (BdC) depuis le milieu des années 2010 et la première annoncée par le gouverneur en poste, nous revenons sur la structure à terme des BAX^{MD} et examinons leur capacité à prévoir les mesures de politique monétaire prises par la BdC au cours des dix dernières années. Les investisseurs qui en connaissent peu sur les « tracés en spaghetti » présentés dans cet article et la façon de les interpréter trouveront une brève explication en annexe.

Capacité de prédiction du marché

La structure à terme du marché des BAX n'a pas été utile pour prévoir le taux réel des acceptations bancaires (AB) ces dix dernières années, comme nous le verrons à la figure 1. Pour les investisseurs actifs, il s'agit d'une caractéristique avantageuse des marchés, qui leur a offert des occasions de dégager des rendements supérieurs.

Figure 1

Courbe de rendement des BAX de chaque mois et du cours au comptant des AB à 90 jours, sur dix ans



Source : Bourse de Montréal, Banque du Canada

On peut voir à la figure 1 que les lignes rouges ou « spaghetti » qui représentent la courbe de rendement des BAX¹ de chaque mois des dix dernières années se situent presque toujours au-dessus de la ligne du cours au comptant des AB à 90 jours durant la totalité de la période étudiée.

1. Ces courbes ne tiennent compte que des huit premiers contrats BAX, ceux de la première année (« whites ») et de la deuxième (« reds »). Les quatre contrats suivants (« greens ») sont aussi négociés, mais leur intérêt en cours est moindre et ils encombreront le graphique, sans fournir d'autres renseignements utiles.

Deux exceptions importantes sont visibles, à savoir les deux périodes où la courbe de rendement des BAX a prédit des baisses de taux par la BdC, plus précisément de la fin 2011 au milieu de 2012 et du milieu de 2015 au milieu de 2016. Ces baisses de taux n'ont pas eu lieu dans chacun des cas, mais sont évidentes dans la figure 1, les lignes rouges étant nettement inférieures à la ligne bleue.

On relève une autre exception de taille vers la fin de 2009 et au début de 2010, quand la courbe de rendement des BAX a prédit une série de hausses de taux qui ont fini par avoir lieu, mais avant ou après que le marché ne les anticipe.

Un roulement inférieur aisé

L'intégration constante par les marchés des hausses de taux qui ne se sont pas avérées² a engendré par le passé des occasions que les investisseurs actifs ont saisies. Pendant près de dix ans, les investisseurs actifs qui ont utilisé l'effet de levier ont été en mesure d'acheter, par exemple, un BAX du 5e mois d'échéance trimestrielle et de le conserver jusqu'au règlement en espèces, réalisant ainsi une opération facile de roulement inférieur, la BdC n'ayant pas adopté les hausses de taux prévues. En réalité, comme illustré au tableau de la figure 2, un investisseur aurait pu effectuer une telle opération à 97 reprises depuis le début de 2009 et réaliser un gain dans 74 % des cas, de 31 points de base (pdb) en moyenne par opération, après déduction des pertes³ découlant des positions non profitables.

Figure 2

BAX du 5^e mois d'échéance trimestrielle, position acheteur chaque mois, contrat conservé jusqu'à la date de règlement

	NOMBRE	POURCENTAGE	GAIN (pdb)
Opérations effectuées	97	100 %	31
Gains	72	74 %	47
Perte	25	26 %	-17

L'investisseur ayant choisi de réaliser une opération uniquement en situation de roulement inférieur positif (c.-à-d., quand les baisses de taux n'étaient pas prises en compte au moment de l'opération) aurait pu obtenir un taux d'opérations profitables de 80 %, et dégager en moyenne un gain de 35 pdb par opération, comme on peut le voir à la figure 3.

Figure 3

BAX du 5^e mois d'échéance trimestrielle, position acheteur si le roulement inférieur est positif, contrat conservé jusqu'à la date de règlement

	NOMBRE	POURCENTAGE	GAIN (pdb)
Opérations effectuées	64	100 %	35
Gains	51	80 %	48
Perte	13	20 %	-17

Nous avons décrit la stratégie précédente comme « un roulement inférieur facile », mais on doit admettre que l'investisseur actif a pris des risques et a été dûment récompensé pour avoir remarqué qu'une courbe de rendement des BAX qui rend compte d'importantes hausses de taux constituait une anomalie digne d'être exploitée.

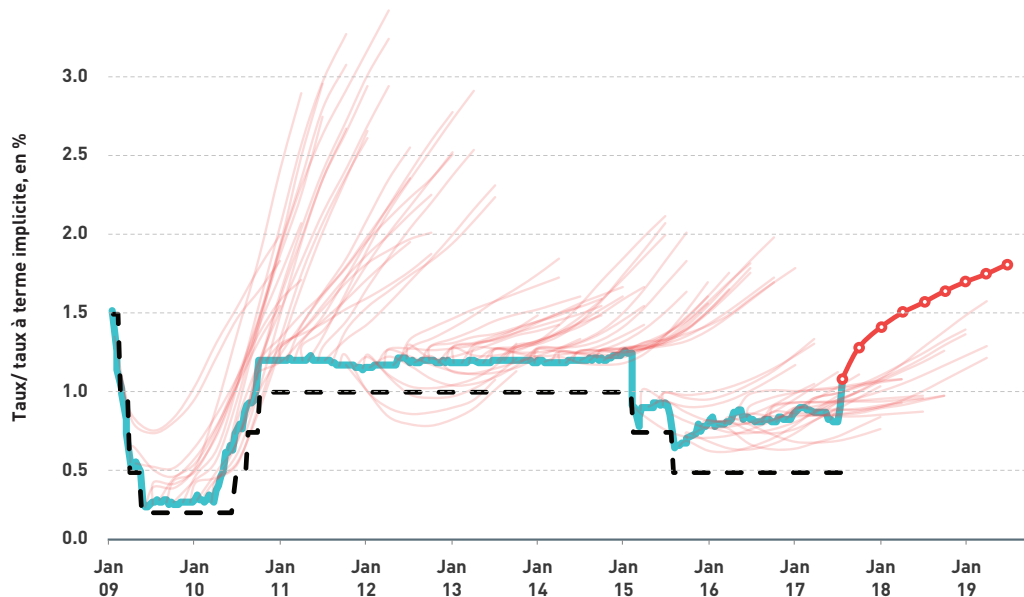
Est-ce la fin d'une époque ?

Les opérations faciles de roulement inférieur ont pris brusquement fin le mois dernier après la hausse rapide des cours au comptant (et cours à terme) des AB dans la foulée des communications diffusées par la BdC. À présent, on doit se demander si l'anomalie perdure et que les courbes des cours à terme font état d'un resserrement plus important de la politique monétaire que celui qui sera mis en œuvre... ou si les cours à terme actuels, avec la prise en compte d'au moins trois hausses de taux dans les BAX au cours des deux prochaines années, comme illustrée à la figure 4, se matérialiseront.

2. Il peut aussi arriver que des baisses de taux ne soient pas adoptées, mais cela est moins sûr.

3. Il est à noter que le règlement des douze derniers points d'entrée n'a pas encore eu lieu. La plupart auraient absorbé une perte à la suite de la récente hausse des cours au comptant des AB et ils font partie de cette analyse, par souci de précision. Étant donné que les prix de règlement en espèces ne sont pas encore connus, ils sont évalués au marché en date du 7 juillet 2017.

Courbe de rendement des BAX au 7 juillet 2017



Source : Bourse de Montréal, Banque du Canada

Nous pouvons faire trois observations sur la dernière décennie et invitons les investisseurs à en tenir compte au moment de prendre des décisions :

1. Les cours au comptant des AB n'ont pas très augmenté par rapport au cycle haussier de 2010, comme on le constate à la figure 1. Les difficultés récentes des opérations de roulement inférieur sur BAX découlent principalement de la stagnation des cours à terme avant que la BdC ne renverse sa tendance le mois dernier.
2. Même durant le récent, mais bref « cycle » de hausses de 2010, l'augmentation des cours au comptant a été en général intégrée avant que la BdC ne modifie son taux directeur. Le marché a anticipé des hausses de taux beaucoup plus marquées que celles qui sont entrées en vigueur pendant la majeure partie de ce cycle.
3. Les investisseurs peuvent remarquer à la figure 5 de l'annexe des similitudes entre la courbe de rendement des BAX du 7 juillet 2017 et celle du 20 juillet 2011. La structure à terme du 20 juillet 2011 anticipait des mesures de resserrement monétaire plus marquées que la courbe du 7 juillet 2017, mais il est remarquable que ces hausses n'aient pas été adoptées par la BdC, car, en un mois, des facteurs externes⁴ ont entraîné une modification des cours des BAX et de nombreux autres marchés. Le rendement du BAX du 5^e mois d'échéance trimestrielle a perdu près de 100 pdb dans un seul mois, après que la structure à terme du BAX, qui tenait compte de plusieurs hausses de taux, s'est plutôt mise à faire état de plusieurs baisses de taux, uniquement en raison de facteurs non liés à l'économie canadienne.

Annexe : Comment interpréter les « tracés en spaghetti » des BAX

Même si les graphiques présentés dans cet article peuvent sembler complexes et surchargés, ils visent à véhiculer un grand nombre de renseignements historiques de manière relativement accessible. En général, les graphiques rendent compte de la structure à terme de la courbe de rendement des BAX pour chaque mois des dix dernières années et se veulent un bon indicateur visuel de la capacité du marché à prévoir avec exactitude les mesures de politique monétaire de la BdC⁵.

Pour commencer à interpréter les « tracés en spaghetti », examinons la figure 5, dans laquelle nous avons accentué la courbe de rendement des BAX au 20 juillet 2011, par rapport aux autres courbes. Ici, maintenant que le bruit des courbes d'autres dates a été atténué, on peut voir que la structure à terme des cours à terme des BAX, en rouge vif, s'éloigne des cours au comptant d'AB à 90 jours (en bleue). Les huit premiers contrats BAX sont illustrés par la ligne rouge et correspondent au cours prévu (à terme) des AB à 90 jours des deux prochaines années, à compter de la date d'échéance de chaque contrat. À titre d'exemple, le BAX du 5^e mois d'échéance trimestrielle du 20 juillet 2011 est affiché en vert.

4. Le 6 août 2011, Standard & Poor's abaissait la note de crédit des É.-U., faisant craindre à plusieurs une contagion additionnelle de la crise de la dette souveraine en Europe. L'indice S&P a fléchi de plus de 6 % le 8 août et certains marchés boursiers européens ont accusé un recul encore plus important. Presque toutes les banques centrales du monde, y compris celle du Canada, ont ensuite assoupli leur politique monétaire.

5. Les gestionnaires actifs espèrent que les marchés peinent à prédire l'avenir, car ils ont ainsi la possibilité de produire une valeur ajoutée en tirant profit d'une perspective du marché qui diffère du consensus.

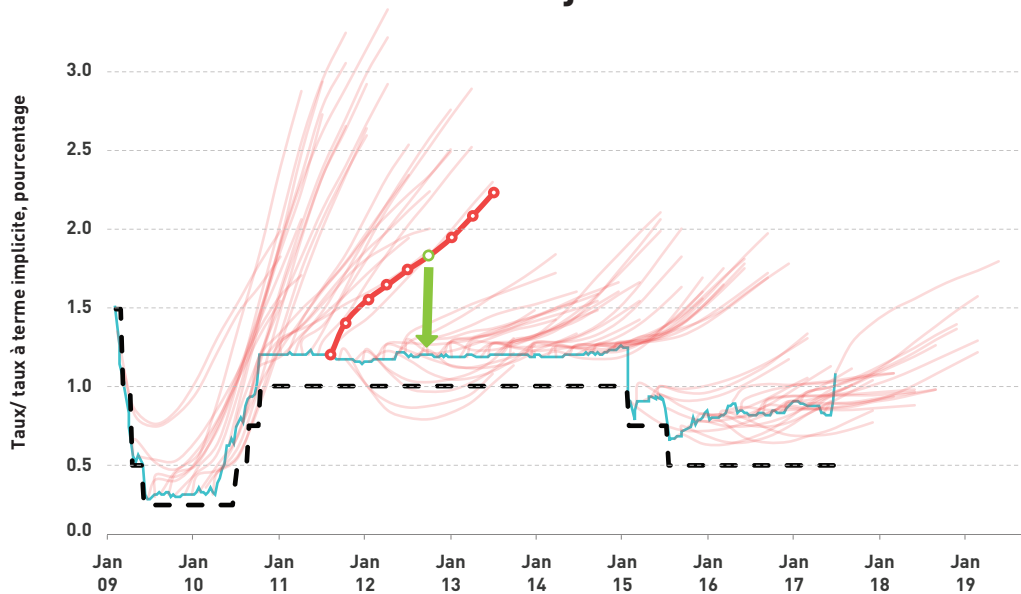
On peut aisément déterminer qu'un investisseur à long terme ayant acheté ce contrat le 20 juillet a réalisé un gain d'environ 60 points de base s'il a conservé le contrat jusqu'à la date de règlement, car le rendement du contrat a chuté (flèche verte) de 1,8 % à 1,2 % (cours au comptant 15 mois plus tard, représenté par la ligne bleue) pendant la durée du contrat, les hausses de taux prises en compte dans la structure à terme n'ayant pas été adoptées par la BdC dans sa politique monétaire.

En termes plus généraux, dès qu'une ligne « spaghetti » est au-dessus de la ligne bleue de cours au comptant, un investisseur a réalisé un gain en détenant une position acheteur sur les BAX de la structure à terme et a tiré profit du passage du temps, les cours à terme ayant diminué graduellement pour se rapprocher du cours au comptant. La multitude de lignes rouges de la figure 1 correspond simplement aux diverses courbes de rendement des BAX reproduites une fois par mois pour les dix dernières années, représentées ensemble sur le même axe des abscisses.

Parfois, la ligne bleue du cours au comptant figure au-dessus ou traverse les lignes rouges correspondant aux courbes de rendement des BAX, ce qui indique une période au cours de laquelle la position acheteur sur BAX d'un investisseur passif est non profitable.

Figure 5

Courbe de rendement des BAX au 20 juillet 2011



Source : Bourse de Montréal, 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, contactez :

T : +1 514 871-3501

C : irderivatives@tmx.com

m-x.ca/futures

i BMO Marchés des capitaux est un nom commercial utilisé par BMO Groupe financier pour les services bancaires 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 Marchés des capitaux » est une marque déposée de la Banque de Montréal, utilisée aux termes d'une licence.

© Bourse de Montréal Inc., août 2017

Les opinions exprimées dans ce document ne représentent pas nécessairement le point de vue de Bourse de Montréal Inc. Le présent document est offert à titre informatif uniquement. Les informations contenues dans le présent document, y compris les données financières et économiques, les cours boursiers ainsi que les analyses et interprétations de ceux-ci, sont fournies à titre informatif seulement et ne doivent en aucun cas être interprétées dans quelque territoire que ce soit comme un conseil ou une recommandation concernant l'achat ou la vente d'instruments dérivés, de titres sous-jacents ou d'autres instruments financiers, ou comme un conseil de nature juridique, comptable, fiscale ou financière ou un conseil de placement. Bourse de Montréal Inc. vous recommande de consulter vos propres conseillers en fonction de vos besoins avant de prendre des décisions afin de tenir compte de vos objectifs de placement, de votre situation financière et de vos besoins individuels. Bourse de Montréal Inc., ses sociétés affiliées, ses administrateurs, ses dirigeants, ses employés et ses mandataires ne pourront être tenus responsables des dommages, des pertes ou des frais découlant d'éventuelles erreurs ou omissions dans le présent document, de l'utilisation de renseignements figurant dans celui-ci ou des décisions prises sur la base de ceux-ci.

« BAX^{MD} », « OBX^{MD} », « ONX^{MD} », « OIS-MX^{MC} », « CGZ^{MD} », « CGF^{MD} », « CGB^{MD} », « LGB^{MD} », « OGB^{MD} », « SXO^{MD} », « SXF^{MD} », « SXM^{MD} », « SCF^{MD} », « SXA^{MD} », « SXB^{MD} », « SXH^{MD} », « SXY^{MD} » et « USX^{MD} » sont des marques déposées de la Bourse.

« OBW^{MD} », « OBY^{MD} », « OBZ^{MD} », « SXK^{MD} », « SXU^{MD} », « SXJ^{MD} », « SKV^{MD} », Bourse de Montréal et son logo sont des marques de commerce de la Bourse. « TMX^{MD} » et « Groupe TMX^{MD} » sont des marques déposées de TSX Inc.