

BOURSE DE MONTRÉAL

Mars 2023

Le début de la fin? Un état des lieux sur le BAX

C'est au premier trimestre de 2022 (il y a donc un an) que la Banque du Canada (BdC) a véritablement commencé son resserrement monétaire. Comme les participants au marché le savent, l'émergence de l'inflation a entraîné une réponse rapide, qui a porté le taux cible de 0,25 % en janvier 2022 à 4,5 % à la fin janvier 2023. Tous ces facteurs ont fait monter le taux CDOR (Canadian Dollar Offered Rate) de 3 mois de 0,5 % à un peu plus de 5 %. Voilà qui a donné bien des maux de tête aux détenteurs de positions acheteur sur contrats à terme sur acceptations bancaires canadiennes de trois mois (BAX^{MC}) au cours de cette période. Si l'on se fie aux contrats BAX de la Bourse de Montréal, le marché s'attend à ce que la banque centrale cesse de hausser les taux prochainement, puis à ce qu'elle assouplisse sa politique monétaire d'ici les 12 à 15 prochains mois. Pour l'instant, les investisseurs qui ne sont pas d'accord avec ces taux implicites ou leur trajectoire peuvent exécuter des opérations sur contrats BAX ou sur contrats à terme de trois mois sur le taux CORRA (CRA^{MC}), selon leur choix.

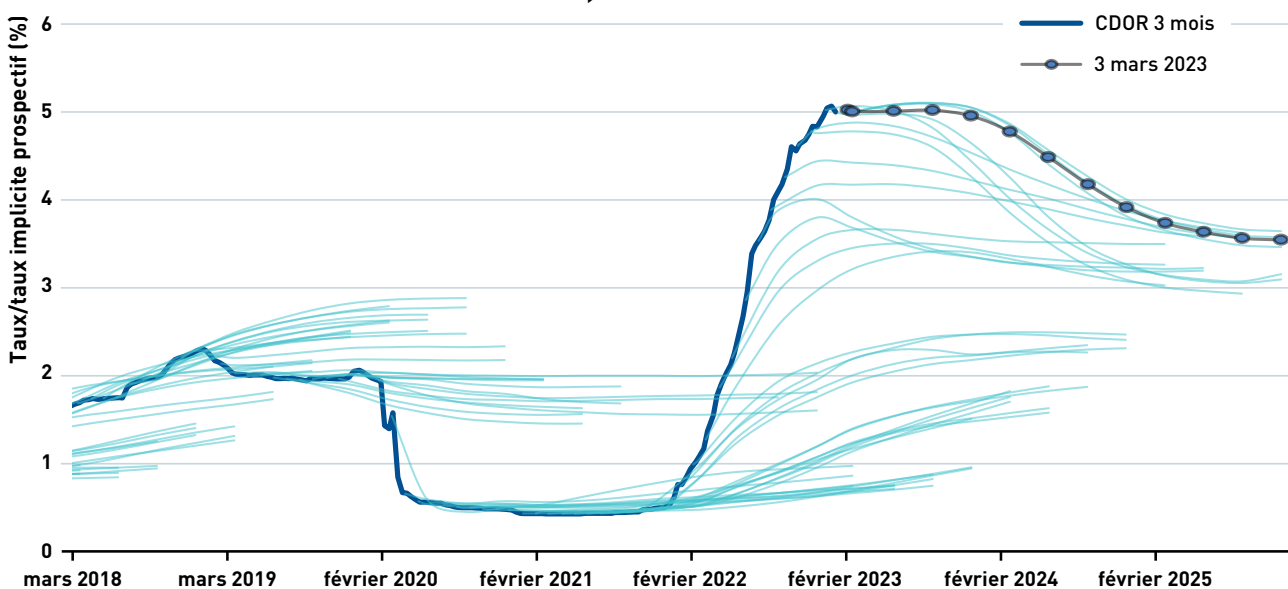
Des prévisions toujours optimistes, mais erronées

Fait inhabituel sur le marché canadien, les contrats BAX reflètent un optimisme excessif et depuis le début du cycle de politique, ils tablent sur la fin imminente du resserrement monétaire. À ce sujet, nous vous invitons à consulter le graphique des taux de 90 jours à la figure 1, mis à jour en date du 3 mars 2023. Dans le graphique, les « tracés en spaghetti » représentent les courbes des taux pour les contrats BAX à la Bourse de Montréal saisies chaque mois depuis les cinq dernières années. La ligne continue représente le taux CDOR¹, ce qui permet de comparer facilement le taux implicite des strips de contrats à terme au taux CDOR réel à la même date. Il va sans dire que le taux CDOR suit de près le taux cible de la BdC, qui sert d'assise pour les taux des échéances à court terme de la courbe des taux au Canada.

Dans la figure 1, les courbes de taux minces au-dessus de la ligne continue du taux CDOR représentent les périodes où, par le biais d'un BAX à faible prix (rendement plus élevé), le marché des contrats à terme anticipait une hausse de taux d'intérêt à court terme qu'au final, la BdC n'a jamais décrétée. De même, les courbes de taux en dessous de la ligne continue du taux CDOR représentent les périodes où le marché n'a pas prédit de resserrement de politique ou anticipait une baisse de taux d'intérêt que la BdC n'a jamais décrétée ou, le cas échéant, qui n'a pas permis aux détenteurs de positions acheteur de tirer un profit. Au cours de la dernière période, soit depuis le début du resserrement monétaire de la BdC, le prix du strip de contrats BAX n'a pas tenu compte de l'éventualité d'un resserrement de politique et dans bien des cas, l'écart se chiffre en centaines de points de base.

¹ Dans cet article, par souci de commodité, le terme « CDOR » désigne le taux CDOR à 3 mois de référence.

FIGURE 1
Courbes du BAX du début mars 2023, 5 ans



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

Par exemple, six mois après la première hausse du taux cible de la BdC et deux semaines après la mégahaussse de 100 points de base décrétée le 13 juillet 2022, le prix du contrat BAX de mars 2023 avait un taux implicite de 3,80 %², alors que le taux CDOR actuel, à une semaine à peine avant la date de règlement, est d'un peu plus de 5 %, ce qui représente un écart de plus de 100 points de base par rapport au taux d'intérêt prospectif. Avant cette date, mais toujours dans le même cycle, les prix témoignent d'un optimisme encore plus démesuré par rapport à la fin du resserrement.

Encore Optimistes

Toujours selon la figure 1, la courbe pointillée et en évidence représente la trajectoire prévue par le marché des contrats BAX³. Toujours selon les taux implicites des contrats BAX, nous avons atteint le sommet des taux d'intérêt pour le cycle et la Banque du Canada commencera enfin à assouplir sa politique monétaire, une fois qu'elle aura maintenu des taux stables pendant plusieurs trimestres. Cette prédiction pourrait être exacte, mais comme on a pu le voir plus tôt, cela fait plusieurs trimestres que les marchés prédisent à tort la fin des hausses de taux par la BdC.

À quand la normalité?

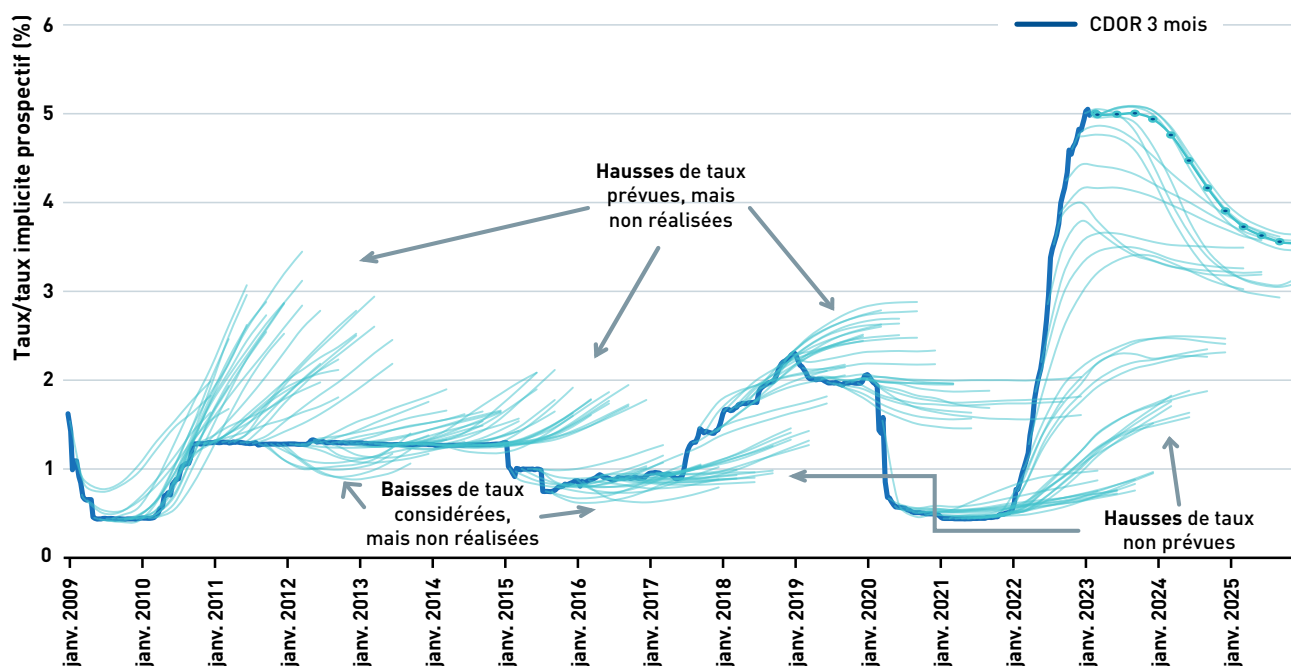
En étoffant les données de la figure 1, on constate que même si le BAX n'est généralement pas un bon indicateur de l'évolution des taux, sa marge d'erreur n'aura jamais été aussi importante. En fait, il est généralement pessimiste, en ce sens que la plupart des « tracés en spaghetti » sont au-dessus plutôt qu'en dessous du taux CDOR éventuel. En partant de ce principe, le BAX nous semble étrangement utile pour prédire l'évolution du CDOR, comme il le démontrait avant le resserrement de politique récent (figure 2). Ainsi, notre conclusion est aux antipodes de celle de notre étude initiale, publiée en septembre 2017, sur l'utilité des contrats BAX pour prédire l'évolution du taux CDOR⁴.

² Hypothèse lors de la rédaction; le contrat pourrait être échu au moment de la publication.

³ Les adeptes bien informés du BAX sont conscients que ce contrat à terme est assorti d'un léger écart de taux, qui a tendance à accentuer la courbe, mais par souci de simplification, nous n'avons pas tenu compte de cette structure.

⁴ « Évolution des BAX : près d'une décennie de roulements inférieurs faciles », publié par la Bourse de Montréal en septembre 2017.

FIGURE 2
Courbes du taux CDOR et des BAX mensuels, depuis janv. 2009



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

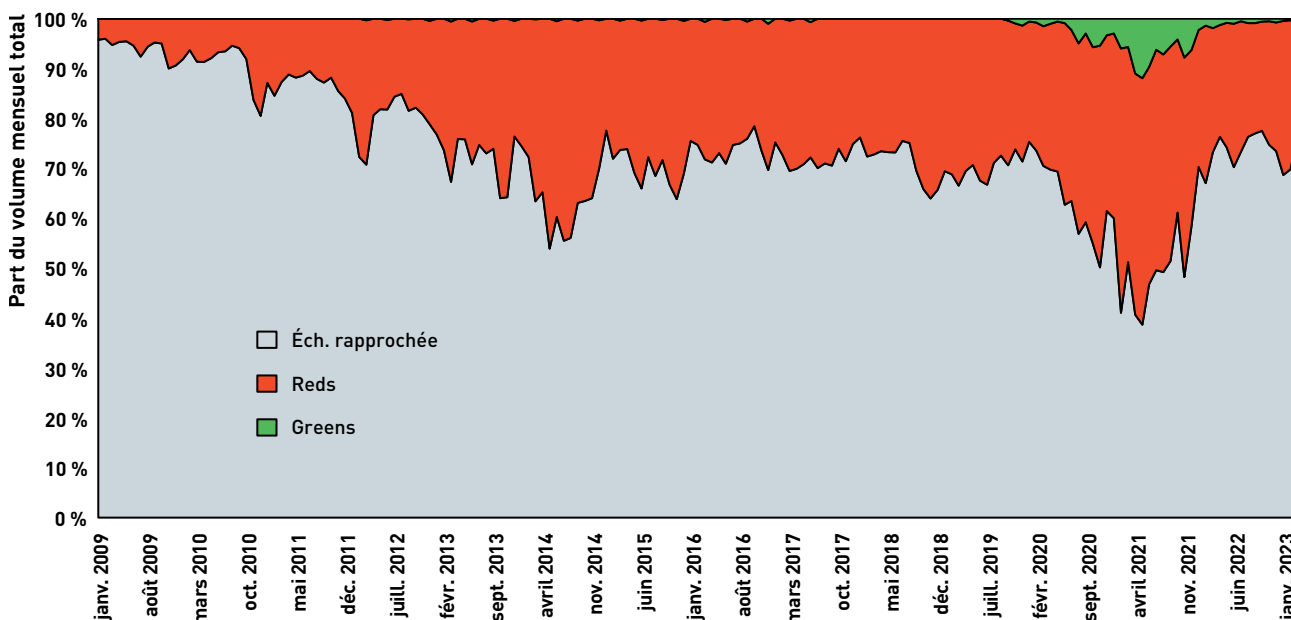
La figure 2 démontre que depuis 2009, des hausses de taux imprévues n’ont eu lieu qu’à deux périodes. Cela dit, les observations des cycles de politique monétaire précédents sont éclipsées par l’ampleur des hausses de 2022 et de l’incapacité du marché des contrats à terme à les prédire. Toujours selon la figure, force est de constater qu’il est plus courant de prédire des hausses de taux qui n’ont pas lieu que de ne pas prédire des décisions de politique d’une telle ampleur de la BdC, comme ce fut le cas récemment.

Une situation défavorable pour les reds et les greens

Lors de notre dernier état des lieux fondé sur ces graphiques, nous remarquons avec enthousiasme que les participants au marché effectuaient enfin des opérations au début de la courbe grâce aux contrats greens (les « greens »). Dans le vocabulaire du milieu, les contrats whites ou à échéance rapprochée sont ceux qui arrivent à échéance au cours des quatre prochains trimestres, alors que les reds sont les échéances des quatre trimestres suivants et que les greens sont les échéances un an après celle des reds. En 2021, par rapport au volume total de BAX, la part des greens, soit les contrats échéant dans 2 à 3 ans, avait augmenté à plus de 10 % et la combinaison reds et greens avait augmenté à plus de 60 %.

Aujourd’hui, la proportion de contrats échéant dans plus d’un an a reculé à seulement 30 % du volume total de BAX, ce qui correspond à la moyenne des 15 dernières années, et le volume de greens, lui, est tombé à presque néant (figure 3). D’ailleurs, sans vouloir faire de jeu de mots, l’intérêt des investisseurs pour les contrats à terme sur titres canadiens de 90 jours avec plus d’un an avant l’échéance n’a malheureusement pas tenu le coup, dans un contexte où justement, les marchés s’attendent à ce que les taux à un jour atteignent un plateau à court terme. C’est donc dire que les investisseurs ne voient pas l’utilité d’acheter des contrats à terme de 90 jours qui arrivent à échéance dans trois ans s’ils prévoient qu’à court terme, la BdC va arrêter les hausses pour ensuite faire marche arrière. Un autre facteur qui pourrait influencer sur cet indicateur est le passage imminent des contrats BAX aux contrats sur taux CORRA.

FIGURE 3
Volumes de BAX par série, depuis janv. 2009



Source : Bourse de Montréal

Les BAX laissent la place aux contrats à terme de trois mois sur taux CORRA (CRA)

Peu importe la direction que prendront les taux, l'année sera riche en rebondissements pour le BAX (de loin le contrat standardisé le plus utilisé pour négocier sur le début de la courbe canadienne des taux), parce que la transition vers les contrats à terme sur le taux CORRA (ou taux des opérations de pension à un jour) est en cours.

Depuis le 9 janvier, c'est le contrat à terme sur le taux CORRA, non le BAX, qui est la norme en matière de couverture d'écart entre swaps sur le marché des courtiers de swaps en dollars canadiens. Au terme d'une série de mesures transitoires cette année⁵, le contrat BAX sera complètement remplacé par le contrat CRA avant le milieu de 2024. Cela dit, nous nous attendons à ce que le nouveau contrat standard sur le taux CORRA éclipse complètement l'ancien BAX d'ici la fin de 2023. Comme c'est le cas sur tous les marchés, la liquidité entraîne de la liquidité parce qu'elle attire les capitaux des autres participants.

Comme nous l'avons mentionné plus tôt, la transition va bon train. À la toute fin de 2022, il y a 9 semaines à peine, l'intérêt en cours pour l'ensemble des contrats sur taux CORRA (le contrat CRA étant coté sur 3 ans) était de seulement 38 000 contrats. Or, en date du 3 mars, l'intérêt en cours s'élevait à presque 148 000. En d'autres termes, il avait pratiquement quadruplé en l'espace de tout juste deux mois. L'intérêt en cours pour l'ensemble des contrats BAX demeure cinq fois supérieur à ce chiffre, mais comme le dit la chanson, « le monde et les temps changent ».

Occasions

À l'heure actuelle, nous ne voyons pas pourquoi les contrats BAX commenceraient, tout à coup, à anticiper les resserrements de politique monétaire de la BdC, d'autant plus que l'inflation demeure nettement au-dessus de la fourchette cible de la banque centrale, qui est de 1 % à 3 %, et que (semble-t-il) le resserrement se poursuit dans d'autres économies du monde. Comme d'habitude, les investisseurs actifs à contre-courant des marchés peuvent tenter de générer des profits avec le contrat BAX en prenant, selon le cas, des positions acheteur (en supposant que les taux ont atteint un sommet et qu'ils diminueront plus vite que ce que le marché anticipe) ou des positions vendeur (en supposant que la BdC continuera de hausser les taux pour maîtriser concrètement l'inflation). Ainsi, un investisseur qui croit que la BdC poursuivra ses hausses de taux pourrait exécuter une opération sur BAX axée sur l'accentuation de la courbe. Pour ce faire, il achèterait le BAXU23 (contrat de septembre 2023) et, au même moment, il vendrait le montant correspondant du BAXH24 (contrat de mars 2024). Si les prix sur le marché finissaient par refléter un assouplissement de la politique monétaire, l'investisseur tirerait un profit substantiel.

⁵ Pour en savoir plus, consultez le [site Web de la Banque du Canada et du Groupe de travail sur le taux de référence complémentaire pour le marché canadien](#) et un [article de Robert Catani](#) publié récemment par la Bourse de Montréal.

Pour le moment, les investisseurs peuvent effectuer ces opérations aussi bien sur le BAX que sur le CRA, et ils seront nombreux à trouver de la liquidité dans les deux contrats. Cependant, nous croyons que d'ici la fin de l'année, les contrats CRA deviendront la référence de facto en matière de négociation sur le début de la courbe canadienne des taux.

Avis de non-responsabilité

Cet article a été rédigé, corrigé, mis en forme et traduit juste avant la faillite de Silicon Valley Bank, survenue le 10 mars, qui a induit une volatilité imprévue dans le segment des échéances rapprochées des courbes de rendement, et ce, à l'échelle mondiale. Le profil de la courbe des contrats BAX demeure semblable et les observations passées sont toujours instructives, mais les participants doivent savoir que les prix des contrats BAX hors stratégie sont considérablement plus élevés qu'ils ne l'étaient au moment de la rédaction de cet article.



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. BAX, CRA, 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 les marques déposées de TSX Inc. et elles sont utilisées sous licence.