

Le point sur les reports entre contrats SXF H20 et SXF M20

Résumé de la dernière période de report

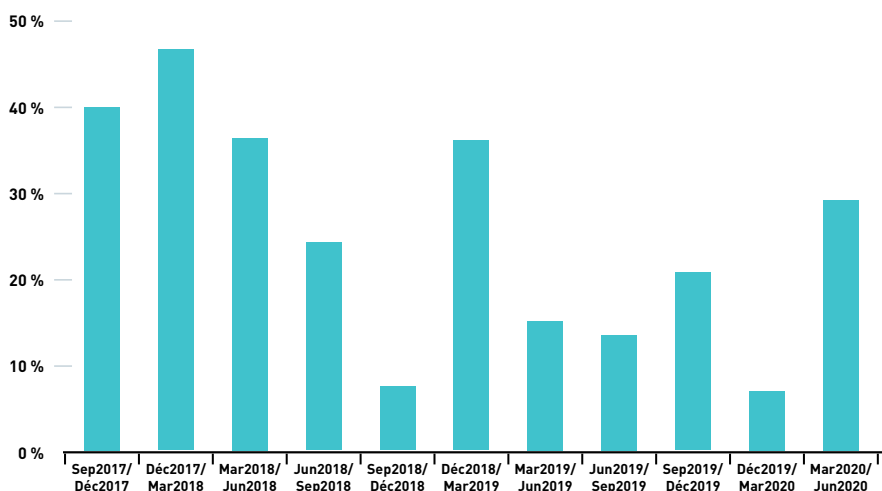
Depuis que nous avons publié l'article intitulé **Le point sur les reports entre contrats SXF Z19 et SXF H20** en décembre 2019, les marchés des actions ont connu leur vente massive la plus rapide depuis 1987, et ce, exactement au moment de la période la plus active du report des positions de mars 2020 à juin 2020. Examinons de plus près le report entre les contrats H20 et M20, qui s'est déroulé pendant une période unique de turbulence des marchés, avant de discuter du report à venir des positions de juin 2020 à septembre 2020.

Voici nos principales observations :

- A.** Suivant les tendances de longue date, l'activité de report débute environ 14 jours ouvrables avant l'expiration du contrat d'échéance rapprochée. Dans le cas de la prochaine période de report, cela correspond au 5 juin.
- B.** Comme lors de périodes de report antérieures, l'activité de négociation a été particulièrement élevée (sur le plan du volume de contrats) de la 5^e à la 3^e journée précédant l'expiration du contrat d'échéance rapprochée. Dans le cas de la prochaine période de report, cela correspond aux dates du 15 au 17 juin.
- C.** Au cours de la période de report entre les contrats H20 et M20, les contrats d'échéance rapprochée (H20) maintenus jusqu'à leur expiration ont représenté près de 30 % de l'intérêt en cours. C'est un taux remarquablement plus élevé que lors des reports de l'année dernière. En effet, il faut remonter au report des positions de décembre 2018 à mars 2019 pour retrouver un tel taux de positions sur le contrat d'échéance rapprochée non reportées (voir la figure 1).

FIGURE 1

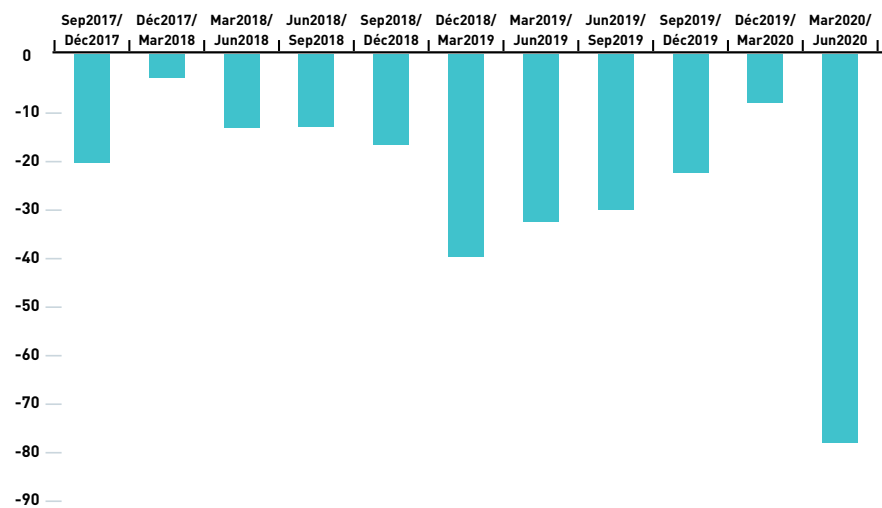
Pourcentage de contrats d'échéance rapprochée qui n'ont pas été reportés avant leur expiration (par rapport à l'intérêt en cours 14 jours avant l'échéance)



D. Au cours de la période de report entre les contrats H20 et M20, 30 % des contrats formant l'intérêt en cours ont été conservés jusqu'à l'échéance. Cela peut s'expliquer en partie par le fait que ce report était l'un des plus économiques de l'histoire récente. L'écart s'est négocié à un escompte moyen de plus de 80 points de base par rapport à la juste valeur pendant les huit derniers jours de la période de report. Comme l'illustre la figure 2, l'escompte moyen établi selon le prix quotidien moyen pondéré en fonction du volume de l'opération de report a été extrême pendant les huit derniers jours de la période de report. Le plus gros escompte observé récemment datait de décembre 2018 (40 points de base) et il ne représentait que la moitié de celui enregistré en mars 2020 (80 points de base). Fait intéressant, la période de décembre 2018 était aussi la dernière période où un grand nombre de positions sur le contrat d'échéance rapprochée avaient été maintenues jusqu'à l'échéance.

FIGURE 2

Escompte moyen du report (prix moyen pondéré en fonction du volume) au cours des huit derniers jours précédant l'expiration du contrat d'échéance rapprochée



Source: Société Générale Canada

Compte tenu de l'extrême volatilité des marchés en mars et de la vente massive et soudaine ayant touché l'indice S&P/TSX 60, il est important d'ajouter quelques commentaires et observations.

Dans une période de turbulence des marchés comme celle de mars 2020, le calcul de la juste valeur est entaché d'une incertitude considérable, puisque les données utilisées dépendent largement de ce que chaque participant entrevoit pour l'avenir (de mars à juin 2020 dans ce cas-ci). En fait, l'incertitude associée aux deux éléments clés du calcul de la juste valeur du report (voir le [Guide de report de position sur le contrat SXF](#)) était extrême pendant cette période, de sorte que les valeurs obtenues par les différents participants se situaient probablement dans un large intervalle.

(Remarque : Les données relatives à la juste valeur utilisées aux fins du présent article – fournies par Société Générale [Canada] – reposent sur les prévisions de Bloomberg en matière de taux d'intérêt et de dividendes.)

N'oublions pas que les deux grands facteurs qui déterminent la juste valeur du contrat à terme standard sur l'indice S&P/TSX 60 (SXF) sont les prévisions relatives aux taux d'intérêt et les dividendes attendus pendant sa durée de vie. Plus précisément :

$$\text{Juste valeur} = \text{Niveau de l'indice} \times [\text{Taux d'intérêt} \times (\text{Nombre de jours avant l'échéance du contrat à terme} \div 360)] - \text{Dividendes (sur la période restante jusqu'à l'échéance du contrat à terme)}$$

- **Taux d'intérêt :** La Réserve fédérale américaine a baissé les taux des fonds fédéraux à l'occasion de deux réunions extraordinaires qui se sont tenues le 3 mars, puis le 15 mars, juste avant la dernière semaine de négociation du report. Pendant ce temps, la Banque du Canada a abaissé son taux de 50 points de base

seulement lors de la réunion prévue du 4 mars (avant que l'activité de report n'ait réellement commencé), communiquant un message moins fort au chapitre de l'assouplissement et affichant une attitude plus modérée et « calme ». Ainsi, les prévisions sur les marchés concernant des réductions de taux additionnelles n'ont pas entraîné des variations de prix aussi marquées qu'aux États-Unis à ce stade.

La Banque du Canada a de nouveau abaissé son taux de 50 points de base lors d'une réunion non prévue le 16 mars, exactement au moment où l'activité de report était à son plus fort (la baisse de taux suivante a eu lieu le 27 mars, soit après la période de report, mais les prévisions de cette baisse ont tout de même eu une incidence sur la juste valeur du contrat de juin pendant presque toute sa durée de vie).

On peut comprendre comment cette situation changeante en période de stress pour les marchés des actions a pu compliquer le processus décisionnel des investisseurs. En fait, même après la réduction de taux du 4 mars, pendant quelques jours, le marché ne prévoyait que partiellement une autre réduction de 25 points de base. C'est seulement le 12 mars que les prix ont reflété des prévisions de réductions de taux additionnelles importantes (de 25 à 50 points de base). Par exemple, pendant ces quelques jours avant le 12 mars, si un détenteur de positions acheteur sur le contrat à terme croyait que la Banque du Canada était susceptible de réduire considérablement son taux (plus que ce que laissaient croire les prix sur le marché), il aurait trouvé que le contrat à terme de juin était surévalué (selon le calcul de la juste valeur à partir des données de Bloomberg ou du marché) et il aurait évité de reporter sa position. En fait, l'avenir lui aurait même donné raison.

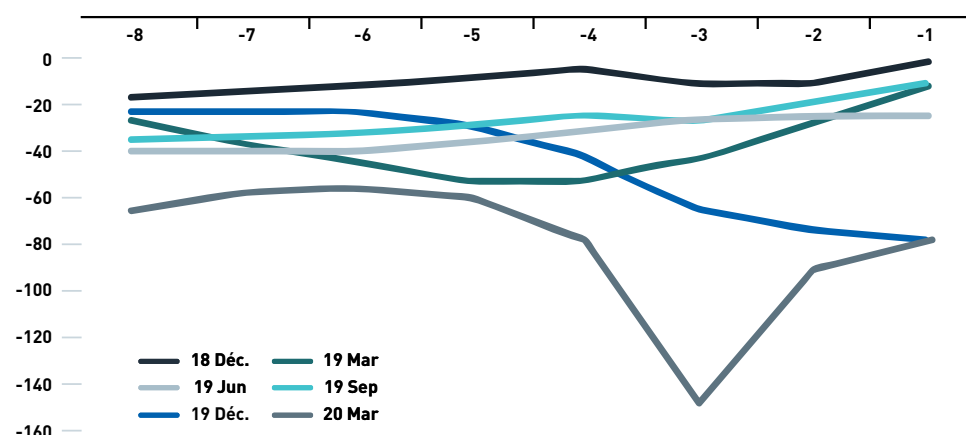
- **Dividendes :** La plupart des investisseurs et des gouvernements n'étaient pas préparés au choc de la pandémie et à la dégringolade des cours boursiers. À la mi-mars, il devenait de plus en plus évident que les mesures de confinement auraient à divers égards de lourdes répercussions sur la conjoncture et sur les sociétés. Les cours sur les marchés ont commencé à refléter des prévisions de réduction des dividendes (aux États-Unis et en Europe, cela pouvait se constater par la chute des prix des contrats à terme sur dividendes; au Canada, on pouvait s'appuyer sur le marché des options pour calculer les dividendes implicites de différentes dates d'échéance).

À ce moment, les prévisions des investisseurs à l'égard des réductions de dividendes devaient influencer de la même façon leur perception et leur calcul de la juste valeur par rapport à la valeur sur les marchés. Par exemple, si un investisseur croyait que les réductions de dividendes implicites des cours observés sur les marchés étaient exagérées, il aurait considéré que la juste valeur – calculée à partir des données de Bloomberg ou du marché – était surévaluée.

Il est important de noter que l'effet des taux d'intérêt et des dividendes sur le report de positions de mars 2020 à juin 2020 aurait été de 40 à 60 points de base tout au plus. Or, le report s'est constamment négocié selon un escompte de 60 points de base ou plus (jusqu'à 140 points de base vers le moment où la Banque du Canada a tenu une réunion imprévue et abaissé son taux; voir la figure 3). Nous pouvons donc conclure que le report de positions de mars 2020 à juin 2020 s'est déroulé dans un contexte de forte tendance à la vente.

FIGURE 3

Écart du prix moyen pondéré en fonction du volume par rapport à la juste valeur du report pendant la période de report, en points de base (axe des x : nombre de jours avant l'échéance)



Source: Société Générale Canada

On peut également expliquer le faible coût du report par le fait qu'une fois que le contrat de juin est devenu le contrat d'échéance rapprochée, une pression de vente s'est manifestée sur le marché (attribuables aux investisseurs vendant seulement le contrat de juin). Cet élément, ainsi que la liquidité réduite et l'absence possible des habitués des opérations d'arbitrage sur indice (de nombreux courtiers avaient probablement d'autres priorités ou ne voulaient pas engager davantage de capital dans l'arbitrage entre marché au comptant et marché à terme), ont entraîné le prix de l'écart à la baisse. Le report de positions de mars 2020 à juin 2020 demeurera un excellent sujet d'étude de cas pour ce qui est de l'ensemble des facteurs pouvant avoir une incidence sur un report, et il sera donc utile de se reporter à cet événement unique de manière périodique.

Report des positions sur SXF : un nouveau monde?

Prenons maintenant acte de la situation actuelle en ce qui concerne le prochain report.

En ce moment, le **taux d'intérêt à un jour** est de 0,25 %. Sauf si l'on croit que les taux d'intérêt sont susceptibles de devenir négatifs d'ici la mi-septembre (c'est toujours possible, mais très peu probable), il faut s'attendre à ce qu'ils aient peu d'incidence sur la juste valeur du report lors de la prochaine période, qui concernera le report de positions de juin 2020 à septembre 2020 : une réduction établissant le taux à 0 % en juin entraînerait une variation d'environ 7,5 points de base (à la baisse) de la juste valeur. Les principaux facteurs qui détermineront le déroulement du prochain report seront les prévisions à l'égard des dividendes, la liquidité et les positions existantes.

Les **dividendes indiciaires** représentent l'autre variable clé dans l'estimation de la juste valeur du report. Les répercussions économiques de la pandémie peuvent susciter de grandes préoccupations quant à la viabilité, pour les sociétés, de continuer à verser des dividendes ou de maintenir leur montant à celui qui avait cours avant la pandémie. En fait, aux États-Unis, les investisseurs s'attendent à une chute importante des dividendes liés à l'indice S&P 500 en 2020 – les contrats à terme sur dividendes sont passés de 63 à 45 points d'indice (une chute de 30 %).

Au Canada, jusqu'à maintenant, la situation des dividendes semble être plus stable. En fait, toutes les grandes banques canadiennes ont publié leurs résultats et déclaré des dividendes ces dernières semaines, et ce, avant le début de la période de report, ce qui a levé une grande part d'incertitude en vue du report. Fait intéressant, malgré l'augmentation des provisions pour pertes sur prêts, elles ont toutes maintenu le montant de leur dividende.

Très peu de sociétés composant l'indice S&P/TSX 60 publieront leurs résultats pendant la période de report¹. Un changement du dividende des rares sociétés qui communiqueront leurs résultats pendant cette période aurait très peu d'incidence sur la juste valeur du report.

Résumé

- L'activité de report est susceptible de commencer à s'intensifier vers le 5 juin.
- Étant donné le taux à un jour actuellement en vigueur (0,25 %) et la stabilité des prévisions à l'égard des dividendes (les banques, qui figurent parmi les sociétés ayant le plus grand poids dans l'indice, ont annoncé leurs dividendes à la fin de mai), seul un épisode de tension sur les marchés financiers pourrait avoir une incidence importante sur la juste valeur du report. Dans un tel scénario, une réduction de taux complète d'ici septembre entraînerait une variation maximale de 7,5 points de base (à la baisse).
- Une nouvelle entraînant un grand changement des attentes concernant les dividendes pendant la période de report (par exemple une hausse notable des défaillances de sociétés qui changerait les prévisions du marché à l'égard des dividendes versés au troisième trimestre et après) pourrait faire grimper le prix du report.
- Compte tenu de la dynamique des marchés en mars et de la forte reprise historique qui a suivi, il est difficile d'avoir une idée claire des positions existantes à l'approche de la prochaine période de report.

¹ Dollarama (10 juin) et Saputo (4 juin) sont les plus notables.

- D'une part, il nous faudrait savoir dans quelle mesure les investisseurs institutionnels ont participé à la reprise ou ont accru la quantité de fonds alloués aux actions alors que les obligations ont dépassé les rendements prévus au premier trimestre; cela aurait entraîné de nouvelles positions acheteur respectant ou dépassant leur niveau historique d'instruments détenus (en pourcentage de contrats à terme en circulation).
 - D'autre part, nous devons évaluer l'incidence de la vente massive sur les positions des courtiers – lesquels ont une tendance « naturelle » à la vente des contrats à terme sur indice –, puisque les positions de leurs portefeuilles de produits structurés et leurs positions sur certains produits plus classiques (comme les swaps) ont changé.
- En règle générale, le report est dans un premier temps susceptible de se négocier à un niveau légèrement inférieur à la juste valeur – de 20 à 30 points de base selon la moyenne historique. Compte tenu de cette asymétrie, les détenteurs de positions acheteur devraient envisager de reporter au moins une partie de leurs positions sans tarder.
 - Au cours de la prochaine période de report, il sera particulièrement important de demeurer attentif à toute tendance notable (quant au prix, à l'intérêt en cours et au niveau par rapport à la juste valeur) afin de relever les indices révélateurs des positions existantes, puis d'agir rapidement si celles-ci manifestent un biais clair.



Kambiz Kazemi, CFA, est associé et gestionnaire de portefeuille à La Financière Constance (LFC). Ces 15 dernières années, il s'est concentré sur la conception et la gestion de stratégies quantitatives et de stratégies sur dérivés portant sur différentes catégories d'actifs dans une grande variété de situations de marché. Il a auparavant été gestionnaire de portefeuille chez deux des principaux gestionnaires de placements non traditionnels au Canada : Gestion d'actifs Picton Mahoney et Polar Asset Management.

En plus d'être présente dans le créneau des stratégies sur dérivés, LFC offre des services de conseil en matière de gestion du risque, de couverture et de superposition aux bureaux de gestion de patrimoine, aux investisseurs institutionnels et aux entreprises.

Pour plus d'information

equityderivatives@tmx.com

m-x.ca

© Bourse de Montréal Inc., Juin 2020

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^{MD} », « 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} », « SXV^{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.