

Zoom sur les occasions offertes par les écarts de swap et de risque de crédit

D'importants changements survenus au cours des dernières années pourraient transformer la dynamique des écarts de swap au Canada. Premièrement, en raison de la hausse des taux d'intérêt observée depuis 2021, les écarts sont entrés dans une nouvelle « normalité ». Deuxièmement, les opérations sur écarts de swap sont devenues plus simples que jamais grâce aux changements apportés aux modalités standard des swaps canadiens. Troisièmement, l'essor des contrats à terme liquides pourrait changer la donne en matière d'écarts. Enfin, la saisonnalité des prêts hypothécaires en 2024 soulève quelques doutes, mais pourrait donner lieu à des occasions de négociation plus tard cette année. Dans le présent article, nous examinerons chaque hypothèse à tour de rôle, mais tout d'abord, nous ferons brièvement le point sur l'évolution du prix des écarts ces dernières années.

Le point sur les écarts de swap

En raison d'un resserrement brutal au dernier trimestre de 2023, les écarts de swap se situent à peu près à la moyenne des deux dernières décennies, tout particulièrement dans les segments de 5 et 10 ans de la courbe. Ainsi, les écarts à 10 ans se sont resserrés après avoir atteint des niveaux pratiquement historiques au milieu de l'été dernier, tandis que les écarts à 30 ans¹ se situent à peu près dans la moyenne. La figure 1 présente la valeur des écarts de swap à 5 ans au Canada au cours des 20 dernières années. Comme on peut le constater, les écarts ont atteint au milieu de 2023 un élargissement (valeurs plus négatives, situées plus bas dans la figure) jamais vu depuis la crise financière de la fin de 2007 et du début de 2008.

¹ Cet article ne porte pas sur les écarts à 30 ans, pour lesquels les opérations se font probablement rares, sauf peut-être entre les banques et de très grandes institutions avec qui elles peuvent difficilement refuser de faire affaire.

FIGURE 1
Écarts de swap 5 ans, échéance constante

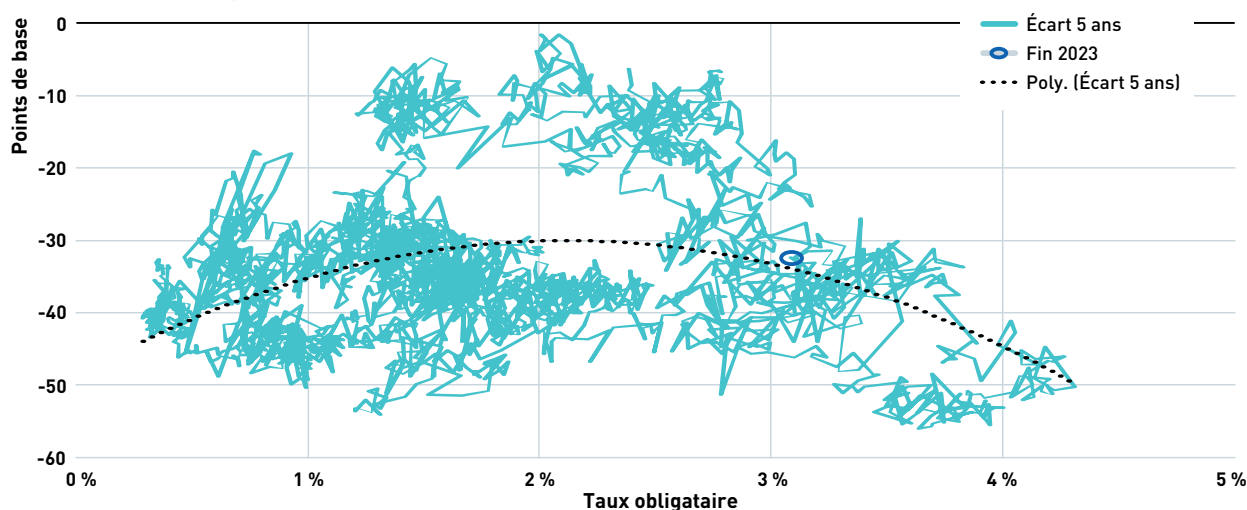


Source : Base de données sur les titres à revenu fixe Sapphire de BMO Marchés des capitaux¹

Des taux plus élevés, des écarts plus importants

Première observation : les écarts sont généralement plus importants lorsque les taux d'intérêt sont supérieurs à 2,5 %, ou inférieurs à 1,5 %. Ce phénomène est illustré par la figure 2, qui représente les écarts de swap, sur l'axe des Y (plus le chiffre est bas, plus l'écart est important), par rapport aux taux obligataires.

FIGURE 2
Écarts de swap 5 ans et taux 5 ans



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

Il est bien connu que les écarts de swap sont plus importants quand les taux d'intérêt sont élevés. Il existe d'ailleurs une justification économique à ce phénomène : les taux d'intérêt élevés sont à eux seuls suffisants pour attirer les investisseurs sur titres à revenu fixe, ces derniers étant moins enclins à chercher un rendement supérieur en utilisant d'autres instruments. Bref, ces taux élevés font en sorte que les obligations se vendent toutes seules, et pour rivaliser avec elles, les swaps doivent produire des rendements encore plus élevés (et donc offrir de plus grands écarts).

En revanche, il est plus difficile d'expliquer le resserrement des écarts de swap lorsque les taux sont bas. Si l'on voit les écarts s'élargir lorsque les taux sont faibles, c'est que la faiblesse des taux était jumelée (voire attribuable) à une politique monétaire excessive, généralement sous la forme d'un assouplissement quantitatif qui fait baisser les taux obligataires sans toutefois influencer directement sur le rendement des swaps, en particulier lors des 20 dernières années. En outre, les banques centrales adoptent une telle politique en réponse à la faiblesse du crédit et à la volatilité parfois extrême sur les marchés. Lorsque la volatilité augmente et que les écarts de crédit s'élargissent, les écarts de swap deviennent plus importants étant donné que les investisseurs se ruent massivement vers les titres de qualité. Les problèmes de liquidité des swaps, tout particulièrement pendant la crise financière et la pandémie de COVID-19, peuvent également jouer un rôle dans les périodes de crise.

Faciliter les opérations fondées sur l'élargissement ou le resserrement des écarts de swap

Grâce aux efforts du Groupe de travail sur le taux de référence complémentaire pour le marché canadien (TARCOM), les swaps canadiens ont cessé de recourir au taux CDOR à trois mois, qui présentait des lacunes, et l'ont remplacé par le taux CORRA, qui est un véritable taux sans risque. Ce virage a été réalisé après 15 longues années de planification et de délibérations². Par le passé, les négociateurs d'écarts de swap devaient composer avec le fait que le volet à taux variable (financement) de leur swap était ancré sur le taux CDOR à trois mois, alors que leurs positions obligataires étaient financées en fonction du marché des pensions sur titres ou du taux de pension implicite d'un contrat à terme, lorsque l'opération fondée sur un élargissement ou un resserrement de l'écart reposait sur un contrat à terme.

Cette différence avait une incidence sur le portage quotidien et augmentait le risque de VAR associé aux opérations sur écarts de swap dans certains modèles. Elle n'a cependant plus cours, puisque tous les courtiers négocient leurs nouveaux swaps en se fondant sur le taux CORRA plutôt que le taux CDOR, et ce, depuis quelques mois³. En fait, il sera de plus en plus difficile de couvrir les swaps qui sont fondés sur le taux des acceptations bancaires, car la Bourse de Montréal éliminera les contrats portant sur ces dernières à la fin de juin 2024. Ce changement simplifie les opérations sur écarts de swap, du fait que la composante à taux variable et le financement de l'obligation sont tous deux fondés sur les taux canadiens sans risque. Notons toutefois que les analyses historiques des opérations fondées sur l'élargissement des écarts de swap pourraient être légèrement surestimées, puisqu'elles tenaient compte de la réception d'un modeste écart de crédit sur la composante à taux variable du swap.

L'essor des contrats à terme liquides

Un autre aspect du marché des écarts de swap pourrait avoir changé ces dix dernières années : la possibilité, pour les clients qui ne participent pas au marché obligataire canadien, de négocier facilement des écarts de swap en effectuant des opérations d'écart de risque de crédit, ou en utilisant un contrat à terme actif pour remplacer la partie obligataire d'une opération sur écart de swap. La figure 3 montre l'intérêt en cours de chacun des contrats à terme sur obligations à revenu fixe de la Bourse de Montréal à la fin de 2023 et à la fin de 2013, soit 10 ans plus tôt. Jusqu'à tout récemment, il était impossible de négocier des écarts de swap à 2 ans sans avoir accès au marché obligataire, et cela nécessitait un travail supplémentaire associé au financement des positions obligataires au comptant, sauf sur le segment à 10 ans de la courbe, où le contrat à terme sur obligations du gouvernement du Canada de 10 ans (CGB^{MC}) est liquide depuis assez longtemps. Les contrats à terme sur obligations du gouvernement du Canada de 5 ans (CGF^{MC}) et 30 ans (LGB^{MC}) ont ouvert de nouvelles possibilités d'opérations sur écarts de swap avec autofinancement.

FIGURE 3

INTÉRÊT EN COURS (MILLIERS)			
CONTRAT	FIN 2013	FIN 2023	VARIATION (%)
CGZ (2 ans)	0	160	NA
CGF (5 ans)	6	113	1 783 %
CGB (10 ans)	280	444	59 %
LGB (30 ans)	0	1,5	NA

Source : Bourse de Montréal

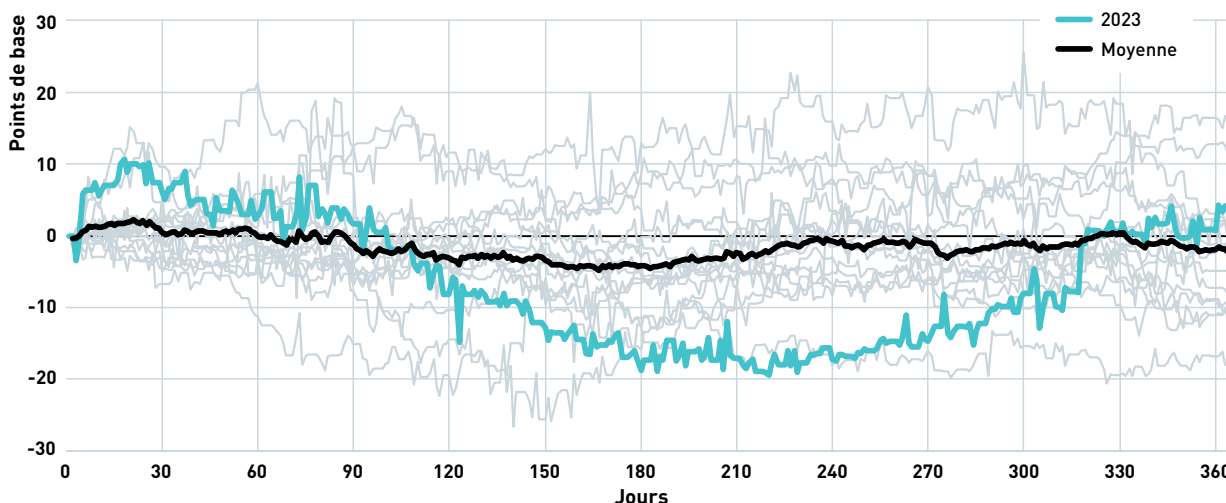
Le rôle des pressions saisonnières

En moyenne, au Canada, les écarts de swap s'élargissent d'environ 5 points de base entre le 30 mars et le 30 juin, puis se resserrent d'environ autant de points de base au cours du second semestre. Mais si la négociation était aussi simple, tous nos lecteurs pourraient partir à la retraite presque sur-le-champ! En effet, la « saisonnalité hypothécaire », présentée à la figure 4, correspond en moyenne à un élargissement de 5 points de base, mais au fil des ans, elle a varié dans une fourchette allant d'un resserrement de 15 points de base à un élargissement de plus de 20 points de base⁴. Dans la figure, nous avons indexé la variation des écarts de swap pour chaque jour de l'année par rapport à la fin de l'année précédente afin d'illustrer la saisonnalité, qui prend la forme d'une baisse au premier semestre suivie d'un retour à la ligne du zéro au second semestre.

² Pour en savoir plus à ce sujet, consultez le site <https://www.banqueducanada.ca/marches/groupe-travail-taux-reference/tarcom-documents-cles/>

³ Des exceptions sont prévues pour les opérations visant à réduire le risque, autant du côté des clients que des courtiers..

⁴ Les années 2007 à 2009 sont exclues de l'analyse de l'élargissement saisonnier en raison du niveau extrêmement inhabituel des écarts de swap pour cette période.

FIGURE 4**Variation des écarts de swap 5 ans – Indexée à la date de l'année**

Source : Base de données sur les titres à revenu fixe Sapphire de BMO Marchés des capitaux⁵

Cette forte saisonnalité dans les écarts de swap est attribuable à la vigueur de l'activité sur les marchés du logement, une fois que la neige a disparu de la majeure partie des propriétés du pays et en préparation pour les déménagements qui précèdent, entre autres, le début de l'année scolaire. Au Canada, la plupart des prêts hypothécaires au Canada sont à taux fixe sur cinq ans. Aussi, comme les banques permettent aux acheteurs de « garantir » leur taux pendant qu'ils magasinent des maisons, personne ne connaît leurs besoins de couverture exacts à l'avance (y compris elles-mêmes), de sorte que l'activité se concentre autour du segment de la courbe de cinq ans⁵.

Certains lecteurs astucieux pourraient douter que la tendance saisonnière ne se reproduise en 2024, compte tenu des incertitudes qui planent sur le marché immobilier canadien, et en fait, nous partageons ce doute. Cela dit, la figure 4 représente l'évolution des écarts de swap en 2023, année où nous doutions que les banques octroieraient assez de nouveaux prêts hypothécaires pour avoir besoin de déployer d'importantes couvertures, et pourtant, il y a bel et bien eu une tendance saisonnière (assez prononcée) cette année-là.

En fait, il va sans dire que les banques qui accordent des prêts hypothécaires savent très bien prévoir leurs besoins en matière de couverture, grâce à des modèles qui prédisent le nombre d'offres de prêts ou de garanties de taux qui aboutissent effectivement à la souscription d'une hypothèque. La tendance saisonnière ne se confirme que lorsque le modèle de prédiction fait fausse route. Par exemple, si une banque déploie une couverture de 1 milliard de dollars canadiens pour ses nouveaux prêts hypothécaires, mais qu'elle est prise au dépourvu par l'octroi de nouveaux prêts à hauteur de 1,2 milliard de dollars, elle crée de nouveaux besoins de couverture sur le segment à 5 ans de la courbe. Les écarts s'élargissent à mesure que la banque tente de couvrir d'éventuelles rentrées de fonds fixes et imprévues de la part de nouveaux propriétaires en payant un taux fixe sur le marché des swaps. La vraie question qui se posera au cours des prochains mois est de savoir si cette année, la saison des achats de maisons au Canada sera plus forte ou plus faible que ne le prévoient les prêteurs hypothécaires.

Opération fondée sur un élargissement de l'écart (ou encore attente du resserrement qui suit l'été)

Comme le montre la figure 4, la saisonnalité du marché immobilier canadien entraîne en moyenne un élargissement de 5 points de base. Les clients intéressés qui croient que 2024 sera une année typique au chapitre de l'octroi de prêts hypothécaires pourraient structurer une opération fondée sur l'élargissement des swaps à 5 ans, ce qui leur permettrait potentiellement de profiter de la saisonnalité habituelle. Toutefois, même si les taux à 5 ans ont perdu 100 points de base à la fin de 2023, le marché du logement semble tendu (comme toujours!) : une opération plus prudente pourrait consister à attendre l'élargissement (s'il y en a un en 2024), pour ensuite réaliser un profit grâce au resserrement qui s'ensuit habituellement.

⁵ Pour en savoir plus sur les caractéristiques uniques du marché canadien des hypothèques et ses effets sur la saisonnalité des écarts de swap au Canada, consultez l'article à l'adresse https://www.m-x.ca/f_publications_en/seasonal_mortgage_trade_en.pdf (en anglais seulement).

Un investisseur pourrait structurer une opération fondée sur l'élargissement des écarts de swap de 5 ans en achetant des obligations au comptant et en payant le taux fixe sur le marché des swaps selon la même date d'échéance, mais le financement de cette position exigerait une gestion constante. Pour simplifier les choses, on pourrait acheter le contrat CGF (5 ans) actif et payer un taux fixe sur le marché des swaps : cette structure est illustrée à la figure 5 pour une date d'opération du 11 janvier 2024 et selon une VM01 d'écart de 25 000 \$ CA. Si les investisseurs préfèrent attendre de voir si l'élargissement se matérialise, puis effectuer une opération fondée sur le resserrement de l'écart si c'est le cas, ils n'ont qu'à effectuer l'opération inverse, sans avoir à emprunter des obligations à 5 ans pour les vendre à découvert.

FIGURE 5

Opération fondée sur l'élargissement de l'écart de swap 5 ans, réalisée au moyen d'un écart de risque de crédit reposant sur le CGF

POSITION	TITRE	TAUX/COUPON DE L'OBLIGATION MCL	ÉCHÉANCE	VM01/100	VM01 TOTALE
525	CGFH24	3,25 %	01-Sept-28	4,76	25 014
-59,1	Paieement taux fixe	3,60 %	01-Sept-28	4,23	-24 993
					21

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

Autres écarts

Il va sans dire que le marché canadien ne se limite pas aux écarts de swap à 5 ans. Les écarts à 10 ans se sont resserrés de plus de 25 points de base depuis la fin octobre (ce qui est tout à fait normal compte tenu du rebond des obligations) et comme le montre la figure 6, ils sont maintenant légèrement plus serrés que la moyenne des 20 dernières années, ce qui est étrange compte tenu de la vigueur actuelle des taux. Les clients qui estiment que les écarts se sont trop resserrés au cours des derniers mois pourraient recourir au contrat CGB, qui est extrêmement liquide, pour prendre une position fondée sur l'élargissement des écarts de swap.

FIGURE 6

Écarts de swap 10 ans, échéance constante



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

Comme dans l'exemple à 5 ans ci-dessus, les investisseurs pourraient structurer une opération fondée sur l'élargissement de l'écart sur le segment à 10 ans en achetant des contrats CGB (10 ans) et en payant un taux fixe sur les swaps. La figure 7 illustre ce type de structure, toujours pour un risque d'écart de 25 000 \$.

FIGURE 7**Opération fondée sur l'élargissement de l'écart de swap 10 ans, réalisée au moyen d'un écart de risque de crédit reposant sur le CGB**

POSITION	TITRE	Taux/Coupon de l'Obligation MCL	Échéance	VM01/100	VM01 TOTALE
269	CGBH24	2,00 %	01-Juin-32	9,31	25 032
-34.7	Paieement taux fixe	3,51 %	01-Juin-32	7,20	-25 000
					33

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



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., 2024. 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. CGB, CGF, CGZ, LGB, 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 des marques déposées de TSX Inc. et elles sont utilisées sous licence.