

BOURSE DE MONTRÉAL

Avril 2022

Occasion potentielle : écarts de swap à deux ans élargis

Depuis que la Banque du Canada a annoncé la fin du programme d'achat d'obligations du gouvernement du Canada en octobre 2021, l'élargissement observé des écarts de swaps canadiens à deux ans a faibli, ce qui pourrait maintenant présenter une occasion pour les investisseurs spéculatifs.

Retour sur le programme d'achat d'obligations et ses effets

Le programme d'achat d'obligations du gouvernement du Canada a été mis en œuvre en avril 2020 en guise de mesure d'assouplissement quantitatif visant à contrer les répercussions de la pandémie de COVID-19. Pendant une courte période, la Banque du Canada a réalisé des achats fréquents d'obligations du gouvernement canadien de presque toutes les échéances, cela afin d'obtenir une baisse des rendements encore plus prononcée que celle qui aurait pu être produite par le truchement de mesures de politique monétaire normales, comme la fixation du taux de financement à un jour. Bien que l'annonce officielle de la fin du programme n'ait pas été faite avant octobre 2021, le volume des achats d'obligations à deux ans a diminué au fil du temps. En effet, entre avril et juillet 2020, la Banque du Canada a réalisé des achats fréquents de plus de deux milliards de dollars, alors qu'en 2021, elle a fait des achats moins fréquents allant de 1 à 1,5 milliard de dollars, comme le montre la figure 1.

FIGURE 1

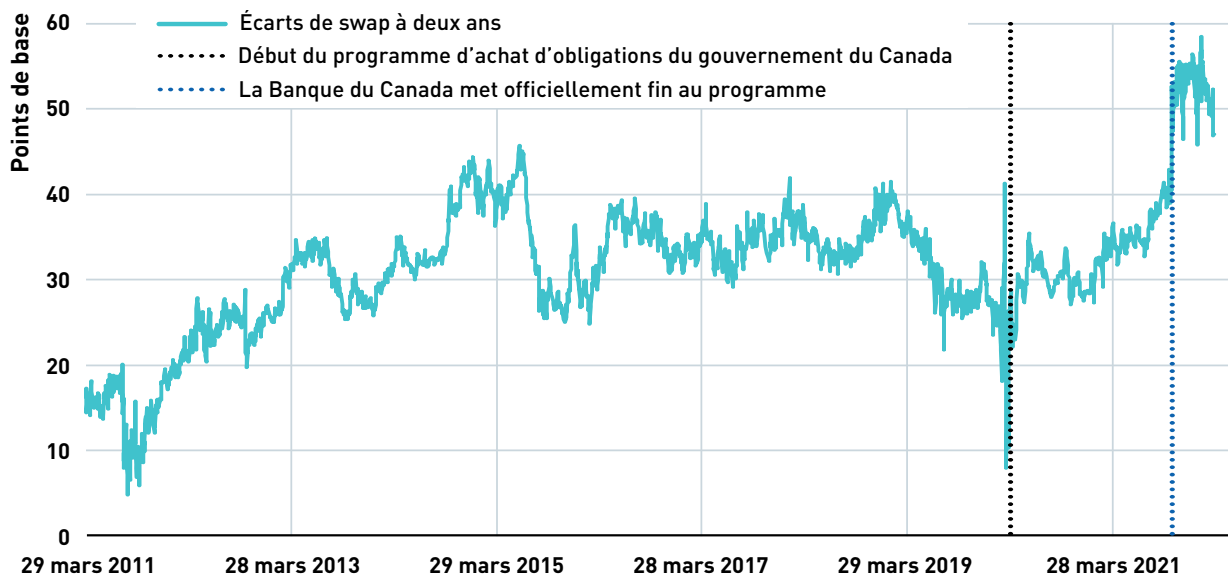
Programme d'achat d'obligations du gouvernement du Canada, obligations à 2 ans seulement



Source : Banque du Canada

Cette mesure d'urgence a eu pour effet de perturber le rapport normal de l'offre et de la demande d'obligations, ce qui a fait baisser les rendements des obligations. Fait intéressant à souligner, l'assouplissement quantitatif n'a pas de répercussion directe sur l'offre et la demande de swaps de taux d'intérêt hors bourse, bien qu'une pression indirecte soit exercée par le biais de diverses répercussions sur le prix relatif. Les rendements des obligations ont subi une baisse plus importante que les taux de swap, ce qui a élargi l'écart de swap (le taux de swap, moins le rendement des obligations du gouvernement du Canada de même échéance), qui est passé d'environ 22 points de base¹ à plus de 50 points de base, comme le montre la figure 2.

FIGURE 2
Écarts de swap à deux ans à échéance constante



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

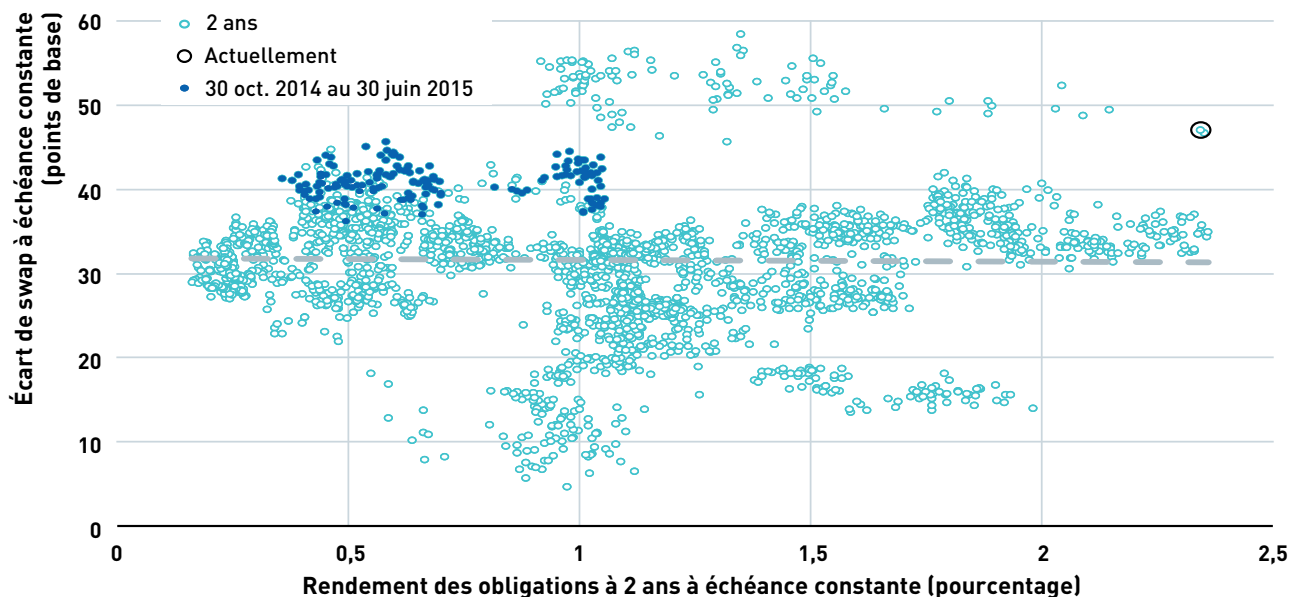
Occasion potentielle

Les écarts de swap à deux ans élargis se sont récemment stabilisés, et ont même commencé à se resserrer. Avec la fin du programme d'achat d'obligations, certains investisseurs s'attendent à ce que cette tendance vers des écarts plus resserrés se maintienne, étant donné que la mise en œuvre d'un nouveau programme d'achat d'obligations représenterait un défi de taille pour la Banque du Canada. L'offre d'obligations par rapport à celle de swaps pourrait se stabiliser et rétablir les écarts de swap à leurs niveaux normaux. La figure 3 montre la plus récente observation d'écart de swap à deux ans (encerclée) par rapport aux autres observations, notamment pour la période allant de la fin de 2014 au début de 2015, au cours de laquelle les écarts de swap se sont maintenus au-dessus de 40, avant de se resserrer rapidement pour s'établir aux alentours de 25. Bien entendu, d'autres facteurs ont exercé une influence sur les écarts de swap en 2014, mais il y a peu de raisons de s'attendre à ce que les écarts demeurent aussi élargis qu'ils le sont actuellement. Un retour à la tendance – aucune tendance à long terme n'est observée actuellement – se traduirait par un resserrement d'environ 15 à 17 points de base.

¹ L'écart de swap à deux ans de 22 points de base très faible et anormal était principalement attribuable à la réaction du marché à la pandémie.

FIGURE 3

Écarts de swap à deux ans par rapport aux rendements des obligations à deux ans



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

Conception et exécution de l'opération

Les investisseurs qui estiment que les écarts de swap à deux ans se normaliseront pourraient vendre des obligations du gouvernement du Canada de deux ans et recevoir un taux fixe dans un swap de même échéance². Cette opération générerait un gain si les écarts de swap baissaient en deçà de leurs niveaux élevés actuels, mais nécessiterait l'emprunt d'obligations sur les marchés des pensions sur titres, ainsi que la mise en place d'une convention de swap avec une partie canadienne.

L'opération peut aussi être réalisée strictement au moyen de contrats à terme, l'investisseur vendant des contrats CGZM22 et achetant les huit premiers contrats BAX. Le rendement de cette opération serait très semblable à celui du swap d'actifs décrit ci-dessus, mais l'investisseur éviterait les tracasseries liées au financement et les subtilités juridiques afférentes à un swap. De plus, les gains ou les pertes réalisés sur les différents contrats serviraient à établir un montant net lors du calcul de la marge nécessaire au maintien de l'opération.

La nouvelle fonctionnalité d'opérations couvertes de la Bourse de Montréal (activation prévue en nov. 2022) permet également aux investisseurs d'effectuer des opérations conditionnelles, par exemple dans le cas présent, où l'investisseur pourrait souhaiter placer un ordre à un prix « BAX moins X », tout en éliminant le risque d'exécution. Cette nouvelle fonctionnalité permet de fixer le nombre de contrats³ et la variation de prix par rapport au prix du jour précédent pour les contrats BAX, par exemple à +0 cent si le gestionnaire souhaite saisir l'opération selon un prix au moins aussi favorable que celui du jour précédent. Le gestionnaire peut ensuite préciser le prix auquel il serait prêt à vendre le contrat CGZM22. Si toutes les conditions sont satisfaites, la stratégie s'exécuterait sans être exposée au risque que le cours évolue pendant que le gestionnaire exécute séparément chaque composante ou achète les contrats BAX individuellement après la vente d'obligations, ou vice versa.

La figure 4 illustre un exemple de cette opération selon une taille de 10 000 dollars par point de base. Une vente de 515 contrats CGZM22 peut être effectuée selon un écart au moins aussi favorable que celui du jour précédent en fixant le prix d'achat des contrats BAX à +0 cent et le prix de vente des contrats CGZM22 au prix de règlement du jour précédent. Bien entendu, le gestionnaire n'est pas obligé de cibler l'écart du jour précédent. Il pourrait préciser un cent de moins sur l'écart en fixant le prix des contrats BAX à -1 cent, voire moins, puis attendre que le marché soit favorable, comme pour tout ordre à cours limité. Veuillez noter que la fonctionnalité d'opérations couvertes n'utilise pas les prix implicites.

² Un swap sur actif rendement/rendement (yield-yield asset swap).

³ L'investisseur peut préciser un poids différent pour chaque contrat BAX selon une analyse de régression, mais nous avons choisi de répliquer le taux au comptant au moyen de cours à terme enchaînés (BAX), et avons utilisé le même nombre de contrats pour chaque contrat BAX.

FIGURE 4

POSITION	TITRE	QUANTITÉ	PRIX (30 MARS)	DV01 DU TITRE	DV01 DE LA POSITION	PRIX À LA SAISIE D'ORDRE
Vente	CGZM22	-515	105,88	1,943	-10 000	105,88
Obligation MCL équivalente	Oblig. du Canada, 0,75 %, févr. 2024	-56 066 375	97,188	1,784	-10 000	s.o.
Achat	BAXM22	50	98,14	0,250	1 250	+0
Achat	BAXU22	50	97,425	0,250	1 250	+0
Achat	BAXZ22	50	97,015	0,250	1 250	+0
Achat	BAXH23	50	96,785	0,250	1 250	+0
Achat	BAXM23	50	96,67	0,250	1 250	+0
Achat	BAXU23	50	96,62	0,250	1 250	+0
Achat	BAXZ23	50	96,63	0,250	1 250	+0
Achat	BAXH24	50	96,7	0,250	1 250	+0
				DV01 nette	0	

Source : Base de données sur les titres à revenu fixe Sapphire de BMO Marchés des capitauxⁱ, 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 aux termes d'une licence.

© Bourse de Montréal Inc., 2022. 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 exprimés dans le présent document reflètent uniquement ceux de son 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 ou de dérivés 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. BAX, CGZ, 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.