

Circulaire 162-17 : Résumé des commentaires et des réponses

N°	Date de réception du commentaire	Catégorie de l'auteur du commentaire	Résumé du commentaire	Résumé de la réponse
1.	29 novembre 2017	Société de courtage	<p>L'intervenant indique que si l'unité de fluctuation minimale des BAX reds devait être réduite à 0,5 point de base (pb), le coût pour les opérateurs en couverture serait alors de 0,25 pb par contrat (voire moins étant donné la présence de plusieurs contrats). Les opérateurs en couverture jouissant déjà d'un coût équivalent pour la négociation des BAX whites, l'intervenant est d'avis que la réduction du coût de négociation des BAX reds pour les opérateurs en couverture n'est pas justifiée. L'intervenant affirme par ailleurs que le raisonnement de la Bourse sous-tendant l'initiative est que si les BAX reds ne sont pas suffisamment lucratifs pour les opérateurs en couverture, ces derniers se retrouveront en nombre insuffisant, ce qui aura pour effet de réduire la part des négociateurs. De l'avis de l'intervenant, la question devrait être abordée dans l'autre sens – si le coût pour les opérateurs en couverture est trop bas, alors il ne serait pas logique pour les fournisseurs de liquidité de s'intéresser à ce marché.</p> <p>L'intervenant cite en exemple l'Intercontinental Exchange (ICE), qui a tenté une approche similaire avec le Short Sterling, et expose les raisons pour lesquelles cette approche n'a pas fonctionné : (i) la <i>valeur de l'unité de fluctuation par rapport au coût total</i> n'était pas adapté; (ii) la profondeur du marché semblait davantage s'accorder avec une unité de fluctuation de 1 pb. L'intervenant estime que la Bourse devrait comparer les BAX reds aux contrats Short Sterling négociés à l'ICE, et non aux contrats sur eurodollars négociés à la CME, ces derniers présentant un niveau de liquidité exceptionnellement élevé. L'intervenant est d'avis qu'en raison de la moins grande profondeur de marché des BAX, les fournisseurs de liquidité doivent obtenir une prime suffisante pour le risque qu'ils encourent. Pour cette raison, la réduction de l'unité de fluctuation des BAX reds s'avérerait indûment favorable aux opérateurs en couverture.</p>	<p>La Bourse remercie l'intervenant d'avoir examiné les changements proposés et d'avoir exprimé son opinion sur le sujet.</p> <p>Le coût étant une préoccupation majeure pour les fournisseurs de liquidité, la Bourse fait valoir qu'il est indiqué d'examiner le ratio <i>opération / unité de fluctuation</i> (un indicateur de la rentabilité par rapport à la variation minimale du prix des contrats à terme BAX) selon le modèle actuel reposant sur une unité de fluctuation minimale de 1 pb pour les BAX reds. Les BAX offrent la rentabilité la plus élevée aux participants au marché qui profitent des rabais de volume maximaux (ces participants payant des frais d'exécution de 0,05 \$ par contrat BAX). Une comparaison internationale réalisée par la Bourse montre que les BAX affichent actuellement le ratio <i>unité de fluctuation / frais d'exécution</i> le plus élevé (83,3) parmi ses pairs (l'eurodollar (32,9), l'Euribor (19,5), le Short Sterling (22,3) et le contrat à terme ASX/SFE Bank Bill (32,9)). Si la variation minimale du prix des BAX reds était réduite, le ratio pour ces contrats chuterait à 41,7. Malgré tout, les BAX demeureraient les contrats sur taux d'intérêt à court terme offrant la rentabilité la plus élevée par opération aux fournisseurs de liquidité, le ratio demeurant toujours supérieur à celui du Short Sterling.</p> <p>De plus, la Bourse fait valoir que lorsque la London International Financial Futures and Options Exchange (LIFFE, qui fait désormais partie du groupe ICE) a introduit la demi-unité de fluctuation dans le marché des contrats à terme Short Sterling à l'automne 2008, le moment était mal choisi. En effet, la crise financière de 2007-2008 qui battait son plein avait entraîné une détérioration de la conjoncture pour tous les contrats sur taux d'intérêt à court terme, y compris les contrats BAX. Les volumes de négociation des contrats à terme Short Sterling, qui avaient fortement chuté de septembre à décembre 2008, se sont redressés au début de 2009, soit bien que LIFFE annonce le rétablissement de l'unité de fluctuation entière à la fin de février 2009.</p> <p>Par ailleurs, la Bourse fait valoir qu'en ce qui concerne les BAX whites, l'activité de négociation des fournisseurs de liquidité ne s'est pas déplacée vers d'autres marchés au cours des six mois ayant suivi le passage d'une unité de fluctuation entière à une</p>

			<p>L'intervenant invite la Bourse à reconsidérer ce que devrait raisonnablement coûter une opération de couverture sur les BAX reds ou encore à modifier sa structure de rabais afin d'accorder une compensation aux fournisseurs de liquidité.</p>	<p>demi-unité de fluctuation (soit de septembre 2014 à janvier 2015) :</p> <ul style="list-style-type: none"> • en janvier 2015, les volumes de négociation des BAX whites étaient plus élevés pour tous les types de participants au marché (c.-à-d. les fournisseurs de liquidité, les clients institutionnels et les sociétés de courtage) qu'ils ne l'étaient en septembre 2014, soit au moment de l'introduction de la demi-unité de fluctuation; • les volumes de négociation ont progressé de 41 % pour les clients, de 15 % pour les fournisseurs de liquidité et de 47 % pour les sociétés de courtage; • globalement, les volumes de négociation des BAX whites se sont accrus de 25 %. <p>La Bourse soutient également que dans la foulée de ce changement, le roulement s'est accéléré pour les ordres sur les BAX whites en attente dans le registre. Le <i>ratio des ordres en attente par rapport au volume d'ordres exécutés</i> – un indicateur de la rapidité d'exécution des ordres en attente – a chuté de 1,35 à 0,37 au cours de la même période de six mois. Cette diminution indique un roulement plus rapide des ordres figurant au registre et une réduction du délai d'appariement pour les ordres placés sur le marché.</p> <p>Compte tenu de ce qui précède, et à la lumière de la rétroaction des participants au marché, la Bourse est convaincue que cette initiative s'avérera un succès.</p>
2.	20 décembre 2017	Courtier	<p>L'intervenant estime que les demi-unités de fluctuation pour les BAX reds sont justifiées pour plusieurs raisons :</p> <ul style="list-style-type: none"> (i) le volume engendre le volume (il cite en exemple la société Apple, dont l'action affiche un volume élevé à New York parce que les négociateurs indépendants se ruent sur elle, ces derniers agissant ainsi justement en raison du volume de négociation élevé); (ii) la réduction de l'unité de fluctuation du marché des actions de un huitième (1/8) à 0,05 \$ s'est traduite par un accroissement significatif des volumes négociés; (iii) il est nettement plus facile pour les négociateurs d'inverser une position lorsque la demi-unité de fluctuation a cours, ce qui contribue à accroître les volumes de négociation. 	<p>La Bourse remercie l'intervenant d'avoir examiné les changements proposés et d'avoir exprimé son soutien.</p>

3.	5 janvier 2018	Société de courtage	<p>L'intervenant appuie les changements proposés pour les motifs évoqués dans la circulaire n° 162-17 : actuellement, les BAX reds se négocient d'ordinaire selon un écart équivalant à une unité de fluctuation, ce qui ne favorise pas la concurrence des prix entre les participants au marché, l'évolution des cours ne pouvant être inférieure à une unité de fluctuation. L'intervenant est d'avis qu'une réduction de l'unité minimale de fluctuation des prix améliorera la finesse de l'établissement du prix de ces contrats.</p> <p>L'intervenant ajoute que la réduction de l'unité de fluctuation contraint les fournisseurs de liquidité à se livrer concurrence sur la base des prix plutôt que d'autres facteurs (par exemple le temps de latence) s'ils veulent demeurer en tête de la file d'attente des ordres. La concurrence entre les fournisseurs de liquidité sur la base des prix devrait donc permettre aux participants au marché de bénéficier de meilleurs prix et récompensera les fournisseurs de liquidité dont la performance ne repose pas uniquement sur la rapidité.</p>	La Bourse remercie l'intervenant d'avoir examiné les changements proposés et d'avoir exprimé son soutien.
----	----------------	---------------------	--	---