

BOURSE DE MONTRÉAL

Janvier 2023

2023 : un pronostic sur les contrats à terme

Comme à chaque début d'année, on voit une multitude d'articles qui tentent de prédire – souvent avec peu de succès – l'évolution de l'économie, des marchés et du cours des valeurs mobilières. Mais grâce à la structure des contrats à terme entraînant une livraison physique et à la nature prévisible des émissions d'obligations modernes, nous pouvons faire des prédictions extrêmement fiables sur certains aspects du marché canadien des contrats à terme.

Moins d'options d'atout qu'en 2022

Voici une bonne nouvelle pour les investisseurs qui se servent des contrats à terme sur titres à revenu fixe pour couvrir des opérations ou remplacer des obligations au comptant : en 2023, il y aura moins d'options d'atout¹ intégrées aux contrats à terme sur obligations canadiennes entraînant une livraison physique qu'en 2022.

Cette diminution des activités d'option d'atout s'explique en grande partie par une raison bien évidente : l'élimination de la période de livraison du contrat à terme sur obligations du gouvernement du Canada de 30 ans (LGB^{MC}), qui est entrée en vigueur avec le contrat de mars 2023. Pour l'ensemble de l'année 2022, la valeur de l'option intégrée au LGB était extrêmement intéressante, et il va sans dire que le contrat se négociait généralement à un prix nettement inférieur à la valeur de l'arbitrage comptant-terme attendu pour un contrat à terme. Ce phénomène s'explique par le besoin de dédommager l'acheteur de contrats LGB pour le risque associé à la levée d'une option d'atout coûteuse, et ce, grâce à un prix moins élevé. L'élimination de la période de livraison sonne le glas de l'option d'atout pour le contrat en 2023, ce qui fait du LGB un instrument de couverture moins risqué et de meilleure qualité.

Une autre raison, moins évidente cette fois, explique le fait que les investisseurs entendront moins parler de l'option d'atout : l'augmentation progressive du coupon des obligations qui finiront par être incluses dans le panier de livrables des contrats à terme sur obligations du gouvernement du Canada de 10 ans (CGB^{MC}) et de 5 ans (CGF^{MC}). Les adeptes des options d'atout sont conscients qu'un faible facteur de concordance, attribuable à des coupons peu élevés², se traduit par des possibilités de profit plus intéressantes, puisque l'excédent de livraison est plus élevé du côté des obligations MCL assorties de facteurs de concordance peu élevés. Rappelons toutefois que la corrélation entre l'excédent de livraison et le facteur de concordance n'est pas linéaire. Par conséquent, les possibilités de réaliser un profit grâce à la faiblesse extrême du facteur de concordance seront considérablement moins intéressantes en 2023 et en 2024.

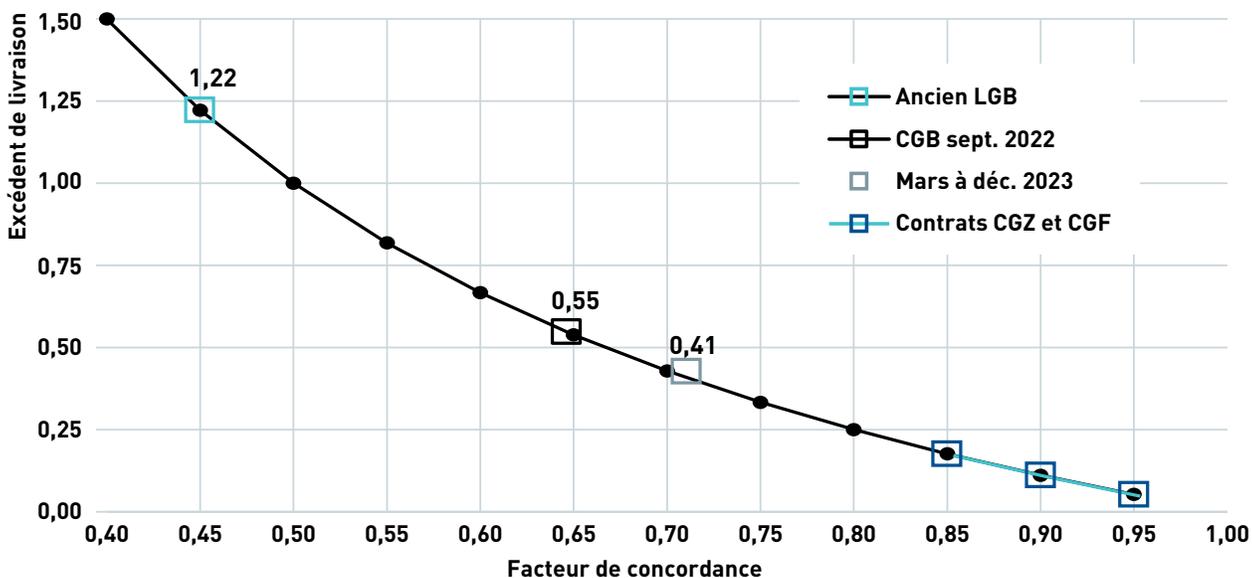
La figure 1 démontre la corrélation non linéaire entre l'excédent de livraison, c'est-à-dire le montant d'obligations qu'il reste une fois la livraison effectuée, et le facteur de concordance. Ainsi, le contrat LGB (30 ans) de 2022 affichait des facteurs de concordance d'environ 0,45 et des excédents de livraison d'environ 1,2, alors que le contrat CGB (10 ans) de septembre 2022 avait des facteurs de concordance inférieurs à 0,65. La figure démontre également que les facteurs de concordance pour les contrats CGB dépasseront 0,71 en 2023. Enfin, la figure indique que la vigueur des facteurs de concordance pour les obligations livrables dans le cadre des contrats à terme sur obligations du gouvernement du Canada de 2 ans (CGZ^{MC}) et 5 ans (CGF) entraîne des excédents de livraison extrêmement faibles – un facteur important qui explique pourquoi trimestre après trimestre, il n'y a pratiquement aucun potentiel de lever l'option d'atout de ces contrats.

1 Le détenteur de la position vendeur sur un contrat à terme entraînant une livraison physique peut miser sur les fluctuations du cours de l'obligation la moins chère à livrer (MCL) entre le moment où le prix de règlement du contrat est établi et celui où la bourse doit recevoir l'avis de livraison.

2 La faiblesse des coupons est jumelée à des échéances plus longues, mais somme toute constantes pour les obligations admissibles au panier de livraison des contrats à terme sur titres à revenu fixe canadiens.

Comme on peut le voir pour les contrats CGB entre 2022 et 2023, l'excédent de livraison recule pour passer de 0,55 à 0,41, ce qui fait diminuer de plus de 25 % le profit que les adeptes de l'option d'atout pourraient générer. Cette baisse des occasions de réaliser un profit devrait entraîner, à son tour, une baisse de la participation sur ce marché après l'échéance du contrat CGB de mars 2023, et à mesure que les facteurs de concordance augmentent tout en diminuant le profit qu'un investisseur pourrait tirer en levant l'option d'atout du CGB.

FIGURE 1
Excédent de livraison par rapport au facteur de concordance



Source : Bourse de Montréal, calculs de l'auteur

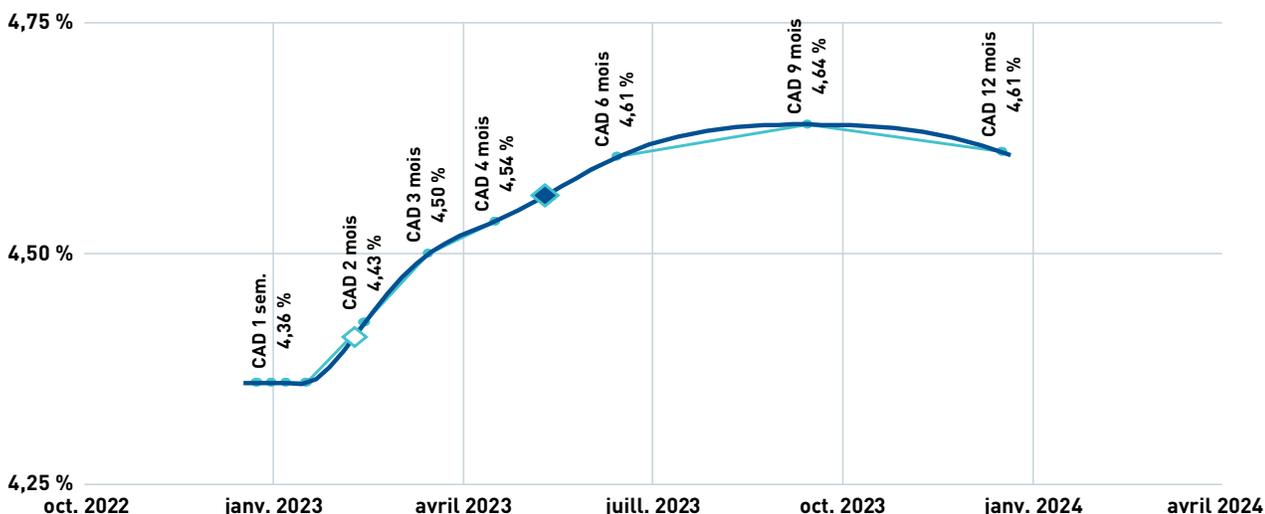
Base brute négative toute l'année

Une autre prédiction relativement fiable que nous pouvons faire par rapport à 2023, c'est que tous les contrats à terme sur titres à revenu fixe de la Bourse de Montréal se négocieront sur une base brute négative. La base brute représente le prix auquel un investisseur pourrait exécuter un arbitrage comptant-terme, qui consiste à acheter une obligation au comptant et à vendre un contrat à terme simultanément (ou vice-versa). Lorsque les conditions entourant la courbe des taux sont normales, les obligations livrables sont assorties de coupons supérieurs au taux cible à un jour, et un arbitrage comptant-terme en vertu duquel l'investisseur détient une position vendeur sur contrat à terme ainsi que des obligations au comptant (c'est-à-dire une position acheteur sur la base) donne un portage positif. Cependant, lorsque les taux à un jour dépassent les taux des coupons des obligations livrables, une position acheteur sur la base donne généralement un portage négatif, et pour dédommager son détenteur, la base brute tombe sous zéro – un phénomène qui sème parfois la confusion auprès des investisseurs qui s'attendent généralement à ce que l'opération donne un portage positif³.

Compte tenu du taux cible de la Banque du Canada, qui devrait dépasser 4 % pour l'ensemble de l'année 2023 (voir la figure 2), et du taux de toutes les obligations livrables actuelles et des nouvelles obligations susceptibles d'être émises selon les taux actuels (avec des coupons inférieurs à 4 %), nous pouvons présumer en toute logique que la base négative du second semestre de 2022 subsistera en 2023 pour l'ensemble des contrats. Par exemple, le contrat CGF (5 ans) comportera des obligations livrables assorties de coupons de 2,75 %, de 3,5 % et, possiblement, une nouvelle émission d'obligation de 5 ans encours d'année assortie d'un coupon de 3,25 %; toutes ces obligations entraîneront une base brute négative, sauf si contre toute attente, la Banque du Canada assouplissait sa politique monétaire.

³ Pour en savoir plus sur la base négative, consulter l'article intitulé « [Prévoir et comprendre la base négative des contrats à terme](#) », publié par la Bourse de Montréal en avril 2021.

FIGURE 2
Swap sur indice de taux à un jour en CAD



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

Substitution de l'obligation à livrer en juin

Toujours en ce qui concerne les nouvelles obligations, l'émission d'une nouvelle obligation de 30 ans est fort susceptible d'entraîner la première substitution d'obligation MCL de l'histoire récente. Ce phénomène devrait se produire lorsque la nouvelle obligation deviendra admissible au panier de livraison du contrat LGB (30 ans).

Selon le plus récent calendrier des adjudications d'obligations de la Banque du Canada, une nouvelle obligation de 30 ans sera adjudagée une première fois le 26 janvier, puis de nouveau le 30 mars. Une troisième adjudication pourrait avoir lieu à la fin avril, mais elle n'a pas encore été annoncée. Les adjudications récentes d'obligations à long terme portaient sur des montants de 1,5 ou 2 milliards de dollars. Si la tendance se maintient, la nouvelle obligation à 2,75 % échéant en décembre 2055 devrait se traduire par au moins 3,5 milliards de dollars en circulation avant juin, ce qui la rendrait admissible au panier de livrables du LGBM23 (contrat de 30 ans échéant en juin 2023). Le fait d'être incluse dans le panier de livrables ferait immédiatement de cette nouvelle obligation la moins chère à livrer pour le contrat⁴. Par la suite (et peut-être même avant), le contrat à terme pourrait remplacer l'obligation à 2,75 % échéant en 2055 plutôt que celle à 2 % échéant en décembre 2051. La figure 3 présente les fourchettes potentielles d'obligations MCL en fonction du rendement à l'échéance et de l'écart de taux (courbe) pour l'obligation échéant en 2051 et celle échéant en 2055.

⁴ En partant du principe que les taux d'intérêt à long terme resteront sensiblement les mêmes. De plus, l'obligation échéant en 2053, qui fait elle aussi partie du panier de livrables, n'entre pas en ligne de compte.

FIGURE 3

Taux – Déc. 2051

COURBE	2,00 %	2,25 %	2,50 %	2,75 %	3,00 %	3,25 %	3,50 %	3,75 %	4,00 %	4,25 %	4,50 %	4,75 %	5,00 %	5,25 %	5,50 %	5,75 %
-5,0	Déc. 2051	Déc. 2051	Déc. 2051	Déc. 2051	Déc. 2051	Déc. 2051										
-4,0	Déc. 2051	Déc. 2051	Déc. 2051	Déc. 2051	Déc. 2051	Déc. 2051										
-3,0	Déc. 2051	Déc. 2051	Déc. 2051	Déc. 2051	Déc. 2051	Déc. 2051	Déc. 2051	Déc. 2051	Déc. 2055	Déc. 2055	Déc. 2055	Déc. 2051				
-2,0	Déc. 2051	Déc. 2051	Déc. 2051	Déc. 2051	Déc. 2051	Déc. 2055	Déc. 2051									
-1,0	Déc. 2051	Déc. 2051	Déc. 2051	Déc. 2055	Déc. 2055	Déc. 2055	Déc. 2051									
0,0	Déc. 2051	Déc. 2051	Déc. 2055													
2,0	Déc. 2055	Déc. 2055	Déc. 2055	Déc. 2055	Déc. 2055	Déc. 2055										
4,0	Déc. 2055	Déc. 2055	Déc. 2055	Déc. 2055	Déc. 2055	Déc. 2055										
6,0	Déc. 2055	Déc. 2055	Déc. 2055	Déc. 2055	Déc. 2055	Déc. 2055										
8,0	Déc. 2055	Déc. 2055	Déc. 2055	Déc. 2055	Déc. 2055	Déc. 2055										
10,0	Déc. 2055	Déc. 2055	Déc. 2055	Déc. 2055	Déc. 2055	Déc. 2055										

Nous ignorons l'importance qu'aurait cet événement sur le prix du contrat LGBM23. Par contre, presque tous les participants au marché seront déjà au courant. En effet, les participants bien informés devraient s'attendre, d'entrée de jeu, à ce que le contrat soit assorti d'une nouvelle obligation MCL et établir son prix en conséquence. Toutefois, on a déjà observé entre les contrats à terme et les obligations au comptant des irrégularités de prix qui, bien souvent, découlent d'incertitudes et touchent les contrats dont le volume d'activité quotidien et l'intérêt en cours sont peu élevés – comme c'est le cas présentement avec le contrat LGB (30 ans). De plus, il y a un risque que les deux obligations pressenties pour devenir l'obligation MCL le deviennent à tour de rôle, peut-être plusieurs fois de file, ce qui pourrait causer des fluctuations de prix et des frais d'opérations inattendus pour les portefeuilles couverts.

Remplacement (graduel) des contrats à terme sur acceptations bancaires par les contrats à terme sur taux CORRA

Par rapport aux « prédictions » précédentes concernant le marché canadien des contrats à terme, la prochaine ne découle pas des émissions d'obligations actuelles ou extrêmement probables et est donc moins certaine : d'ici la fin de 2023, les contrats à terme sur taux CORRA (taux des opérations de pension à un jour) éclipsent ou auront pratiquement éclipsé le contrat à terme sur acceptations bancaires canadiennes de trois mois (BAX^{MC}).

Au Canada, la transition vers un taux de référence à court terme sans risque digne de ce nom n'a rien de nouveau pour les produits dérivés. En effet, sa conception et sa mise en chantier ont commencé peu de temps après le début de la récession de 2008⁵. Par contre, 2023 devrait marquer la fin de la transition tant attendue des contrats sur taux CDOR (Canadian Dollar Offered Rate) vers les contrats sur taux CORRA, avec l'arrivée des dates importantes du plan de transition.

5 Pour en savoir plus, consulter le site Web de TMX/Bourse de Montréal consacré à la [transition vers le contrat à terme sur taux CORRA](#).

Plus précisément, le 9 janvier 2023 a marqué la première étape importante d'une transition graduelle des activités et liquidités des contrats BAX vers les contrats sur taux CORRA. Ainsi, depuis cette date, les nouveaux swaps interbancaires sont fondés sur le taux CORRA plutôt que le taux CDOR. Le taux CORRA devient donc la norme en matière de couverture d'écart entre swaps sur le marché des courtiers de swaps en dollars canadiens. À compter du 27 mars 2023, le taux CORRA deviendra la norme pour les options sur swaps et les swaps de devises auprès des courtiers. Puis, à compter de juin 2023, les dérivés de gré à gré sur taux CDOR ne seront plus offerts par les courtiers canadiens⁷.

Nous nous attendons à ce que les liquidités et les activités de couverture entre courtiers passent aux contrats à terme sur taux CORRA au cours du premier semestre de 2023, ce qui augmentera progressivement le volume et la liquidité du contrat à terme de trois mois sur le taux CORRA (CRA^M) pendant le reste de l'année. Chose certaine, sur un marché où chaque fraction de point de base compte, peu d'investisseurs voudront conserver leurs contrats échéant en 2024 jusqu'à la fin et risquer de les soumettre aux incertitudes d'une conversion forcée, mais bien encadrée et documentée, en produits fondés sur le taux CORRA. Dans ce contexte, il est probable que le contrat BAX final, qui pourrait devenir la norme sur le marché monétaire, soit celui de mars 2024. Cela dit, nous sommes convaincus que l'essentiel de ses activités aura été transféré à son homologue (le contrat CRA) plusieurs mois avant qu'il devienne le contrat d'échéance rapprochée. De plus, comme les pupitres de négociation de swaps couvrent les opérations à l'aide de produits fondés sur le taux CORRA, les participants au marché des swaps qui ne sont pas des courtiers devront composer avec de profonds écarts acheteur-vendeur lorsqu'ils négocieront des produits fondés sur des taux autres que le CORRA. Pour leur part, les clients sensibles aux prix (c'est-à-dire TOUTES les contreparties à des swaps sophistiqués!) qui effectuent des opérations sur swaps fondés sur le taux CORRA stimuleront la liquidité des nouveaux produits. Les spéculateurs, qui cherchent des liquidités bien établies dans le cadre de leur stratégie de dénouement, emboîteront le pas dès que les marchés auront atteint leur point de bascule.

⁶ Soulignons toutefois que les contrats BAX continueront d'exister et qu'ils ne seront pas convertis en contrats CRA avant le T2 2024.

⁷ Sauf possiblement pour la couverture des positions préexistantes.



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, CGB, CGF, CGZ, CRA, 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 les marques déposées de TSX Inc. et elles sont utilisées sous licence.