

BOURSE DE MONTRÉAL

Guide du roulement sur contrat SXF

Le roulement

En matière de contrats à terme sur indices boursiers, la période du roulement survient en raison de l'échéance trimestrielle des contrats. En effet, beaucoup de détenteurs de contrats à terme, par exemple les investisseurs qui obtiennent une exposition indicielle passive ou les mainteneurs de marché d'options qui détiennent leurs positions delta au moyen de ces contrats, souhaitent continuer à détenir leurs participations après le terme du contrat d'échéance rapprochée (c'est-à-dire, le contrat à terme dont l'échéance est la plus rapprochée). Le roulement d'une position acheteur sur contrat à terme implique – par exemple lors de la prochaine période de roulement – la vente d'une position acheteur sur le contrat échéant en mars 2019 et l'achat simultané d'une position équivalente sur le contrat échéant en juin 2019. Le coût du roulement peut être exprimé en utilisant l'écart suivant.

Coût du roulement = Contrat à terme d'échéance éloignée ("back month") - Contrat à terme d'échéance rapprochée ("front month")

En agissant ainsi avant l'échéance, l'investisseur maintient ses positions sur contrat à terme en vue de ses objectifs de placement, plutôt que de laisser le règlement du contrat se produire – habituellement le matin du troisième vendredi du dernier mois d'échéance. Sinon, il s'expose au risque de fluctuation des cours entre le moment du règlement et le moment où il établit une position sur le nouveau contrat « actif ».

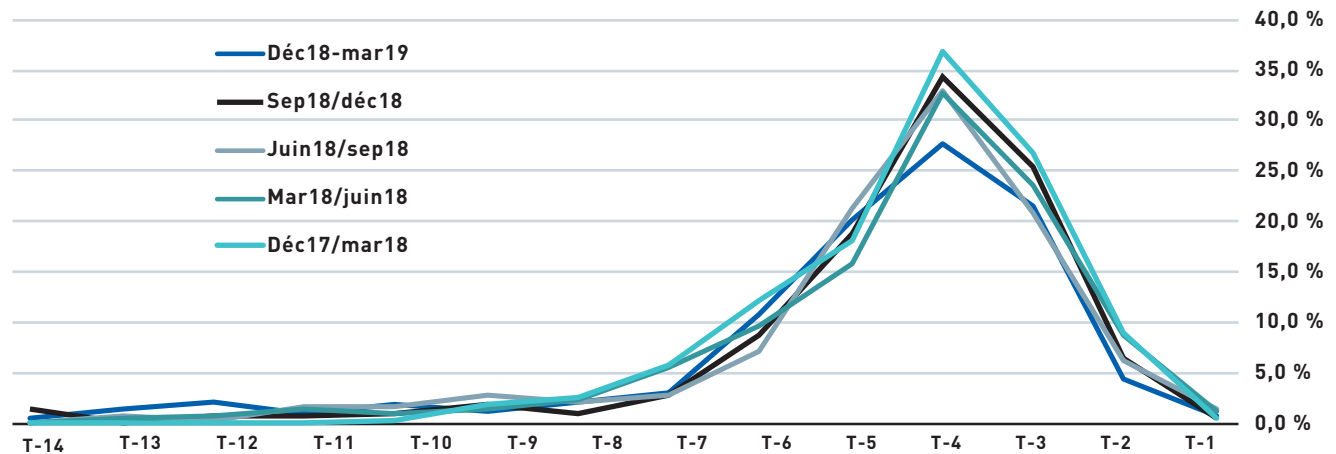
En règle générale, le contrat « actif » est celui dont l'activité de négociation et la liquidité sont les plus importantes; c'est pourquoi, avant la période de roulement, l'intérêt en cours porte principalement sur le contrat d'échéance rapprochée avant de passer au contrat d'échéance éloignée pendant la période de roulement. Le contrat d'échéance éloignée, qui a alors repris la majeure partie de l'activité et de la liquidité, devient désormais le contrat « actif ».

La figure 1 présente le volume négocié dans le cadre du roulement, exprimé en pourcentage de l'intérêt en cours du contrat actif 14 jours ouvrables avant l'échéance, depuis décembre 2017. La tendance est très cohérente : on observe que l'essentiel de l'activité de roulement se produit habituellement pendant une période de quatre ou cinq jours qui débute normalement le jeudi qui précède le vendredi d'échéance (T- 6), une bonne partie de la négociation étant concentrée autour du lundi de la semaine d'échéance (T- 4).

Le roulement de l'ensemble ou de la majorité des positions établies sur le contrat d'échéance rapprochée vers le contrat d'échéance éloignée représente une importante activité sur les deux contrats qui se concentre en quelques jours. Ainsi, selon le jeu de l'offre et de la demande, on assiste périodiquement à l'émergence d'occasions alors que les investisseurs en position acheteur et les investisseurs en position vendeur sont à la recherche de la liquidité nécessaire au dénouement de leurs positions sur le contrat d'échéance rapprochée. Cette recherche de liquidité peut entraîner la surévaluation ou la sous-évaluation du contrat d'échéance rapprochée (ou éloignée) par rapport à sa juste valeur. Beaucoup d'investisseurs tentent d'obtenir un avantage en anticipant les déviations du prix de roulement par rapport à sa juste valeur afin de dégager ainsi un rendement supplémentaire, par exemple en reportant leurs positions à un coût inférieur s'ils sont en position acheteur sur contrat à terme d'échéance rapprochée. D'autres investisseurs, y compris les mainteneurs de marché, négocient le roulement comme s'il s'agissait d'un produit en soi, en s'efforçant de l'acheter à faible prix et de le vendre à prix élevé.

FIGURE 1

Volume de roulement en pourcentage de l'intérêt en cours des contrats « actifs » (selon l'intérêt en cours à partir de T-14)



Source : Bloomberg, calculs de LFC

Dans le texte qui suit, nous nous pencherons sur les principaux facteurs de la dynamique du roulement.

La juste valeur

En l'absence d'un déséquilibre entre l'offre et la demande pour le roulement, la valeur de celui-ci devrait correspondre exactement à sa juste valeur. La juste valeur du roulement équivaut simplement à la différence entre la juste valeur du contrat d'échéance rapprochée et celle du contrat d'échéance éloignée.

Pour mémoire, la juste valeur d'un contrat à terme dépend de deux facteurs principaux : les taux d'intérêt et les dividendes. En fait, le détenteur d'un contrat à terme assorti d'une position au comptant devrait réaliser le même résultat que le détenteur du panier d'actions correspondant (qui reproduit l'indice) qui utilise le même montant en espèces. Contrairement au détenteur du panier d'actions, le détenteur d'une position acheteur sur contrat à terme ne reçoit pas les dividendes sur actions versés pendant la période de détention, mais il touche toutefois l'intérêt sur sa position au comptant équivalente. Par conséquent, on peut établir de manière simplifiée la juste valeur d'un contrat à terme au moyen de la formule suivante :

$$\text{Juste valeur} = \text{niveau de l'indice} \times [\text{taux d'intérêt} \times (\text{nombre de jours avant l'échéance du contrat à terme}/360)] - \text{dividendes (sur la période restante jusqu'à l'échéance du contrat à terme)}$$

Par conséquent, pour un niveau donné de l'indice boursier, la juste valeur du contrat à terme ne peut varier que dans l'un ou l'autre des cas suivants :

- a) une fluctuation du taux d'intérêt pendant la durée restante du contrat à terme,
- b) une variation des dividendes sur actions pendant la durée restante du contrat à terme.

Prenons l'exemple du SXF (contrat à terme sur l'indice S&P/TSX 60). Le 27 février, il reste 16 jours avant l'échéance du contrat mars 2019 :

S&P/TSX 60 = 957,35

Coût de financement (taux d'intérêt) = 1,95 %

Points de dividende d'ici le 15 mars 2019 = 2,64

Juste valeur : -1,81 point

Il importe de noter que les coûts de financement diffèrent selon les participants au marché; par conséquent, l'estimation de la juste valeur peut varier selon ces participants. Par exemple, les grandes institutions financières

jouissent en général de taux de financement plus avantageux que les autres catégories d'investisseurs, ce qui les conduit à accorder une estimation plus élevée à la juste valeur qu'une institution dont le coût d'emprunt est supérieur.

Raisons et ampleur des écarts possibles entre les prix futurs et la juste valeur

Comme mentionné, en raison de différences de coût d'emprunt ou de traitement fiscal des dividendes, les investisseurs n'évaluent pas la juste valeur de manière identique. En outre, comme dans tous les marchés, les prix sont déterminés par le jeu de l'offre et de la demande. Ainsi, certains investisseurs, comme les CTA (Commodity Trading Advisors, conseillers spécialisés en opérations à terme sur marchandises) – qui ne peuvent pas recourir à un panier d'actions –, emploient exclusivement des contrats à terme pour mettre en œuvre leurs stratégies et prendre une position acheteur ou vendeur sur l'indice, et ils agissent ainsi même en cas d'écart des contrats à terme de la juste valeur. Leurs flux d'opérations peuvent faire dévier les prix de la juste valeur.

Toutefois, lorsque le prix du contrat à terme dévie fortement de sa juste valeur, les arbitragistes peuvent intervenir. En pratique, lorsque le contrat à terme est fortement sous-évalué par rapport à la juste valeur, un investisseur peut acheter le contrat et vendre le panier de titres correspondant tout en bloquant son taux d'intérêt pour le reste de la période, de manière à dégager un profit sans risque. L'inverse est vrai si le contrat à terme se négocie à un prix supérieur à la juste valeur. Toutefois, pour que les arbitragistes passent à l'action, plusieurs conditions doivent être réunies. D'abord, l'écart par rapport à la juste valeur doit être suffisant pour couvrir les frais de l'opération et le dérapage lors de l'exécution. Ensuite, quiconque souhaite négocier le panier d'actions par rapport au contrat à terme doit disposer d'un cadre d'exploitation particulier lui permettant de mettre en œuvre ce type de stratégie. Enfin, ce genre d'opération exige habituellement d'engager des liquidités au bilan (autrement dit, un certain montant en capital aux fins des obligations réglementaires et des exigences de marge), ce qui, en raison du coût de renonciation, peut représenter un obstacle pour beaucoup d'investisseurs et rendre cette opération moins attrayante.

L'incertitude quant à la juste valeur

Deux éléments peuvent entraîner une incertitude quant à la juste valeur, soit le niveau des taux d'intérêt et les versements de dividendes pendant la durée du contrat à terme. Puisqu'au moment du roulement il ne reste que sept ou huit jours avant le terme du contrat d'échéance rapprochée, l'effet de tels changements sera négligeable sur ce contrat.

Cependant, en ce qui concerne le contrat d'échéance éloignée, un risque important pourrait se matérialiser, notamment si une réunion d'une banque centrale à l'issue plutôt incertaine tombe pendant les quelques jours de roulement ou si des augmentations ou des annulations de dividende inattendues sont déclarées pendant cette courte période. Certes, cela se produit rarement. Pour mieux cerner ce risque, intéressons-nous au roulement de mars 2019. La Banque du Canada (la « Banque ») tient une réunion de politique monétaire le 6 mars, juste au début de l'activité de roulement. Au moment d'écrire ces lignes, les analystes s'accordent à dire que la Banque maintiendra son taux de financement à un jour à 1,75 %, mais dans un scénario hypothétique où les probabilités de hausse ou de baisse s'inversent radicalement, la résultante influencerait sur le taux d'intérêt futur. Plus important encore, deux autres réunions sont à l'agenda de la Banque d'ici l'échéance des contrats à terme de juin 2019. Si la Banque manifeste une nouvelle orientation haussière ou baissière à l'égard des taux, cela aura un effet sur la juste valeur du contrat d'échéance éloignée. De même, l'annonce d'un dividende-surprise pendant la période de roulement influencerait sur la juste valeur du contrat d'échéance éloignée, et donc, sur le prix du roulement.

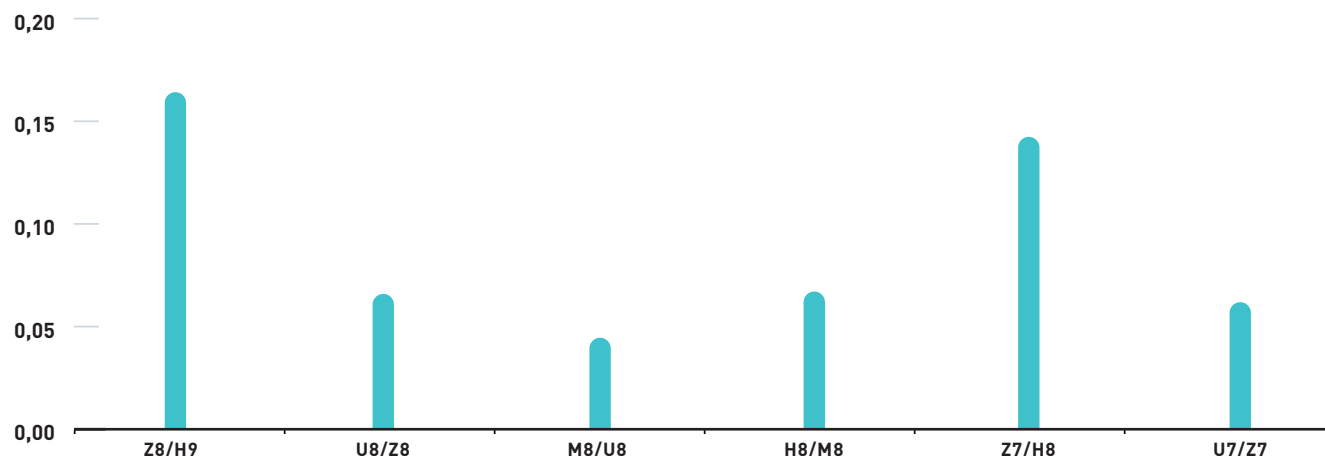
La prise de position

La prise de position des participants au marché est, de loin, le facteur prépondérant sur les fluctuations de prix du roulement. Les détenteurs de position à terme sur le contrat d'échéance rapprochée cherchent à obtenir un résultat optimal pendant la période de roulement. La plupart des investisseurs visent à réduire leur « coût de roulement » au minimum.

La figure 2 illustre la fourchette de prix du roulement exprimée en pourcentage de l'indice S&P/TSX 60 pour chacune des périodes de report depuis décembre 2017. Le prix de roulement peut varier selon une fourchette qui va de 5 à 16 points de base, la moyenne se situant à 9,1 points de base. Cela signifie qu'un investisseur avisé, qui exécute son roulement « à la perfection » (autrement dit, que l'investisseur en position acheteur [vendeur] achète [vend] à la limite inférieure [supérieure] de la fourchette de négociation), pourrait optimiser son résultat de

9 points de base chaque trimestre, soit 36 points de base annuellement. L'effet en est majeur, car beaucoup de détenteurs de positions à terme sont de grandes institutions (notamment des caisses de retraite et des fonds de dotation) qui détiennent une position indicielle passive et calquent ou intègrent le rendement de l'indice composé S&P/TSX 60 (rendement total).

FIGURE 2
Fourchette de négociation du roulement en pourcentage de l'indice S&P/TSX 60



Source : Bloomberg, calculs de LFC

Le fait que la liquidité dans le cadre du roulement n'est présente que pendant une très courte période, conjugué à la forte motivation des investisseurs désireux d'obtenir un avantage en reportant leur position sur contrat d'échéance rapprochée, produit un marché concurrentiel où la prise de position joue un rôle clé.

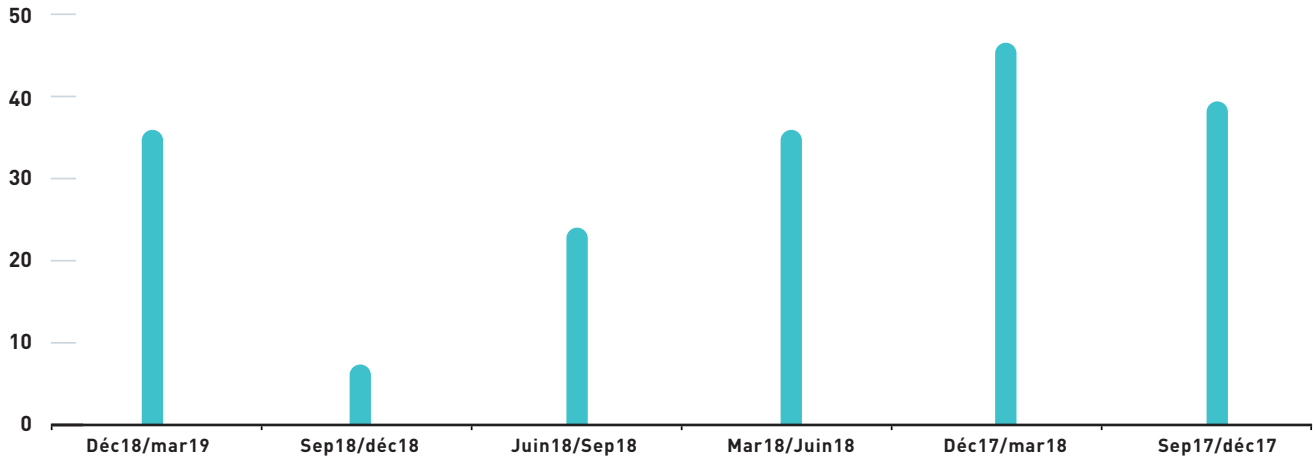
L'interprétation des prises de position

L'examen de la corrélation entre les fluctuations de prix du roulement et l'intérêt en cours pendant la durée restante du contrat d'échéance rapprochée peut s'avérer instructif. Une forte corrélation positive indique que de nouvelles positions sur le contrat d'échéance éloignée sont établies à des prix supérieurs. Cela signifie que, dans l'ensemble, les détenteurs de positions acheteur sont fermement déterminés à reporter leurs positions ou que les détenteurs de positions vendeur peuvent envisager de laisser leurs positions venir à échéance ou y sont disposés. En règle générale, il s'agit d'investisseurs institutionnels détenant des positions sur produits hors cote ou sur options ayant la même échéance trimestrielle. L'inverse serait également vrai. Si le prix et l'intérêt en cours présentent une forte corrélation négative au fil de la durée du contrat, il est probable que les détenteurs de positions vendeur sur contrat d'échéance rapprochée sont à l'origine des fluctuations de prix ou qu'une part importante de détenteurs de positions acheteur veulent laisser leurs positions venir à échéance ou y sont disposés.

La figure 3 illustre l'évolution des préférences ou des besoins des investisseurs quant au roulement de leurs positions. Ce graphique présente le pourcentage de positions sur contrat d'échéance rapprochée toujours en cours à la fin de la séance précédant immédiatement l'échéance (en pourcentage de l'intérêt en cours 14 jours avant l'échéance). Depuis septembre 2017, en moyenne, les deux tiers de l'intérêt en cours du contrat d'échéance rapprochée ont été roulés sur celui d'échéance éloignée. Toutefois, en décembre 2017, près de la moitié des contrats à terme de décembre 2017 sont venus à échéance. À l'inverse, en septembre 2018, presque tous les contrats d'échéance rapprochée ont été roulés sur des contrats à terme de décembre 2018.

FIGURE 3

Pourcentage de contrats d'échéance rapprochée n'ayant pas été roulés avant l'échéance (par rapport à l'intérêt en cours 14 jours avant l'échéance)

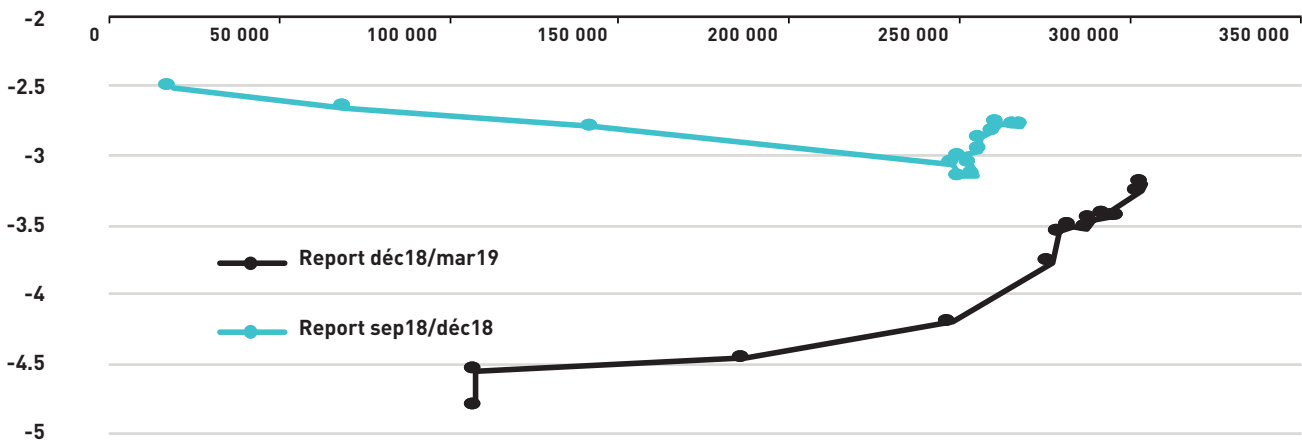


Source : Bloomberg

Par ailleurs, la figure 4 illustre le point souligné précédemment au sujet de la corrélation entre les prix et l'intérêt en cours. Pendant la période de roulement du contrat de décembre 2018 à celui de mars 2019, le prix de roulement a diminué de manière continue jusqu'aux deux derniers jours de la période de roulement. En revanche, la période de roulement du contrat de septembre à décembre 2018 a donné lieu à un prix beaucoup plus stable, de sorte qu'aucune corrélation ne peut être décelée entre les fluctuations de prix et l'intérêt en cours.

FIGURE 4

Prix de roulement / intérêt en cours du contrat d'échéance rapprochée



Source : Bloomberg

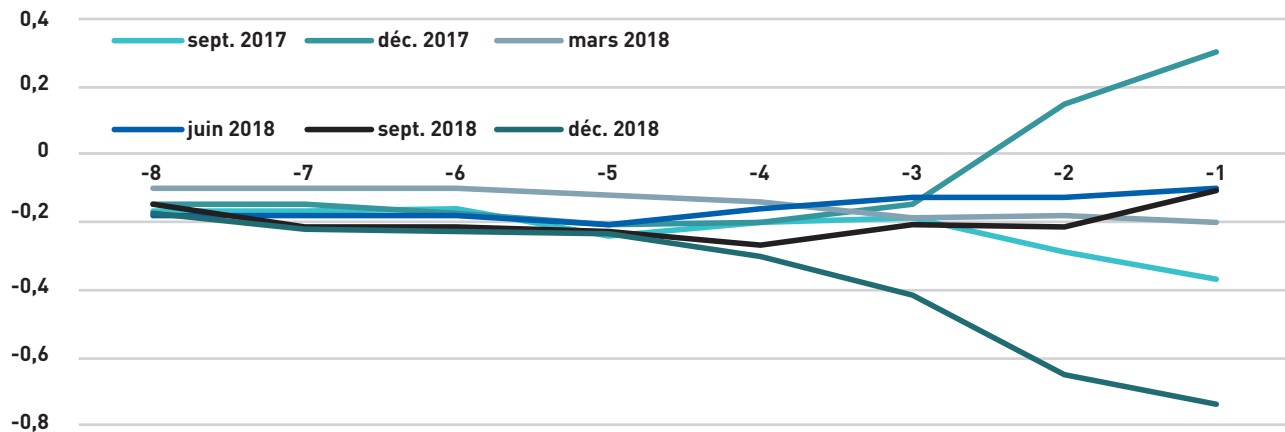
Le contexte historique

On peut aussi tirer de précieuses indications des périodes de roulement antérieures et de la mise en contexte des cours par rapport à la juste valeur.

La figure 5 montre la déviation du cours moyen pondéré en fonction du volume (CMPV) du roulement, un jour donné avant l'échéance, par rapport à la juste valeur du roulement, pour les huit jours précédant le terme des contrats à échéance rapprochée. (Les données proviennent de la base de données de Société Générale Canada, qui les a fournies à titre gracieux.)

FIGURE 5

Déviations du CMPV de la juste valeur du roulement pendant la période de roulement (en points d'indice)



Source : Société Générale Canada

Pourtant, décembre 2017 et décembre 2018 ont tous deux été caractérisés par une forte déviation de la juste valeur pendant les derniers jours de la période de roulement, le roulement se négociant à un niveau plutôt élevé en décembre 2017 et plutôt bas en décembre 2018, à l’approche de l’échéance. Plusieurs explications sont possibles. Premièrement, il se peut que les investisseurs aient attendu aux derniers jours pour mettre en œuvre le roulement et que, dans chaque cas, les prix aient commencé à fluctuer dans une direction défavorable. En tentant de réduire l’écart, les investisseurs ont contribué à accentuer la tendance. Leur comportement, renforcé par un manque général de liquidité en fin d’année, période où beaucoup d’investisseurs s’absentent, pourrait avoir exacerbé ce mouvement.

Deuxièmement, en décembre et jusqu’à la fin de l’exercice, le bilan de bien des courtiers en valeurs mobilières est déjà entièrement engagé (autrement dit, ces courtiers ne peuvent alors déployer aucuns capitaux), ce qui réduit la capacité et le désir de ces opérateurs d’exploiter, par des arbitrages, les éventuelles inefficiences du marché. Sans l’intervention de ces acteurs importants, le prix de roulement était « libre » de s’écarter de la juste valeur. Le fait qu’en décembre 2017 le roulement ait été négocié à un prix élevé par rapport à la juste valeur pourrait aussi expliquer que certains investisseurs aient laissé leurs positions expirer (près de la moitié des contrats à terme n’ont pas été roulés, ce qui est nettement supérieur à la moyenne de 32 %, présentée dans la figure 3).

Conclusion

Maintenant que nous entamons la période de roulement entre les contrats de mars 2019 et ceux de juin 2019, l’intérêt en cours sur le contrat SXF de mars 2019 se chiffre à 311 000, son niveau le plus élevé à semblable date lors de tous les roulements antérieurs récents. La nouvelle prolongation des heures de négociation du SXF débutant à 2 h (HE) a probablement contribué à faire augmenter l’intérêt en cours. Il s’agit aussi de la première période de roulement où l’écart entre les contrats sera négocié dès 2 h, et il sera utile et fort intéressant de surveiller le type d’activité en début de séance en ce qui concerne le volume et le prix du roulement.

D’un point de vue pratique, notre examen des roulements récents suggère ce qui suit :

- L’activité de roulement débutera probablement le 7 mars.
- Le roulement sera probablement négocié initialement à un niveau légèrement inférieur à la juste valeur – soit de 0,20 point d’indice selon la moyenne historique; étant donné cette asymétrie, les détenteurs en position acheteur devraient envisager de rouler au moins une partie de leurs positions sans tarder.
- Il importe de surveiller l’évolution de l’intérêt en cours par rapport aux fluctuations de prix afin de déceler des indices potentiels des prises de position générales des participants au marché.
- Il importe aussi de garder à l’esprit que toute déviation notable de la juste valeur augmentera vraisemblablement à l’approche du terme du contrat d’échéance rapprochée.
- Selon leurs convictions, les investisseurs qui s’attendent à un changement d’orientation et de discours de la Banque du Canada le 6 mars, lequel influencerait sur les attentes de taux d’intérêt, devraient envisager de rouler au moins une partie de leurs positions s’ils trouvent un peu de liquidité avant le 6 mars. Cela consisterait à acheter le roulement s’ils croient que la Banque sera plutôt portée à augmenter ses taux et à le vendre s’ils s’attendent à ce que la Banque soit étonnamment conciliante.



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 :

T : +1 514 871-7880

E : equityderivatives@tmx.com

m-x.ca

© Bourse de Montréal Inc., Février 2019

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.