

Le point sur les reports entre contrats SXF Z19 et SXF H20

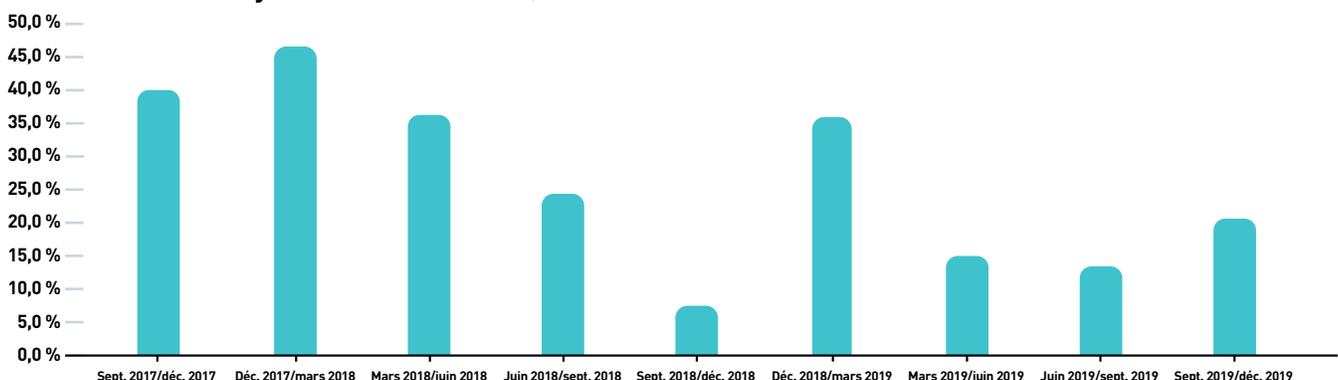
Résumé des récents reports de position

Depuis que nous avons publié un guide de report de position sur le SXF ([Guide de report de position sur le contrat SXF](#)) en mars 2019, trois périodes de report ont eu lieu. Un examen attentif de ces récentes périodes de report – qu'elles soient prises séparément ou qu'elles soient comparées à des périodes antérieures – peut être instructif à l'approche du report entre contrats Z19 et H20.

Nous décrivons nos principales observations ci-après.

- Suivant les tendances de longue date, l'activité de report débute environ 14 jours ouvrables avant l'expiration du contrat d'échéance rapprochée. Dans le cas de la prochaine période de report, cela correspond au 3 décembre.
- Comme lors de périodes de report antérieures, l'activité de négociation des récentes périodes a été particulièrement élevée (sur le plan du volume de contrats) de la 5^e à la 3^e journée précédant l'expiration du contrat d'échéance rapprochée. Dans le cas de la prochaine période de report, cela correspond aux dates du 13 au 17 décembre.
- Au cours des trois dernières périodes de report, les contrats d'échéance rapprochée maintenus jusqu'à leur expiration n'ont représenté que 20 % ou moins de l'intérêt en cours. Il s'agit d'une baisse notable par rapport aux périodes antérieures. Comme l'illustre la figure 1, lors des six périodes de reports précédentes (soit du report entre contrats de septembre 2017 et de décembre 2017 à celui entre contrats de décembre 2018 et de mars 2019), 30 % des contrats d'échéance rapprochée, en moyenne, ont expiré sans avoir été reportés.

FIGURE 1
Pourcentage de contrats d'échéance rapprochée qui n'ont pas été reportés avant d'expirer (par rapport à l'intérêt en cours 14 jours avant l'échéance)



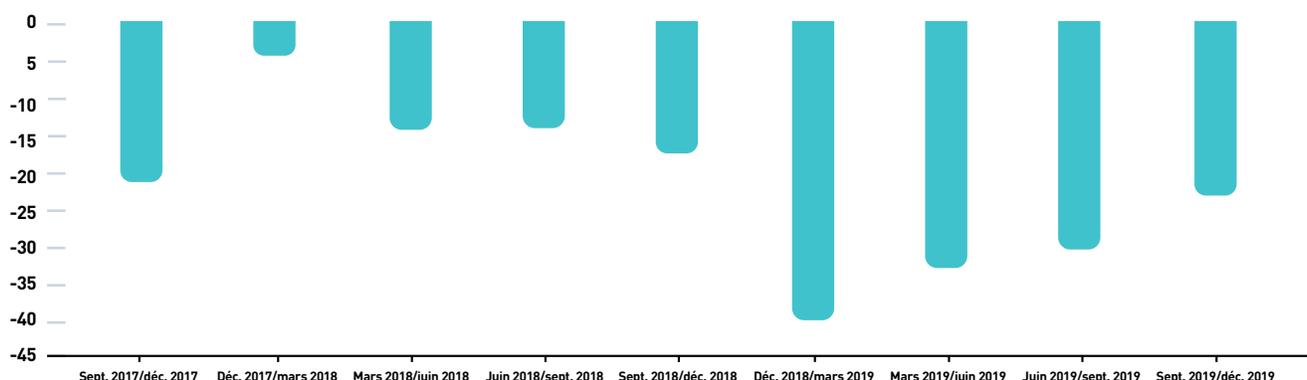
Source : Bourse de Montréal, calculs de LFC

- Le fait que plus de 80 % des contrats d'échéance rapprochée constituant l'intérêt en cours ont été reportés lors des trois dernières périodes de report s'explique en partie par la valeur généralement bon marché de ces reports comparativement au passé (c'est-à-dire que l'écart s'est négocié à escompte par rapport à la juste valeur). Ainsi, il était attrayant pour les détenteurs de contrats d'échéance rapprochée de reporter leurs positions. La figure 2 montre que, lors des trois dernières périodes de report, le prix quotidien moyen pondéré en fonction du volume du report a comporté un escompte moyen de 25 à 35 points de base pendant les huit derniers jours de la période

de report. À titre de comparaison, l'escompte moyen des six périodes de reports précédentes était inférieur à 20 points de base, ce qui confirme que (lors des plus récentes périodes) les détenteurs de positions acheteur avaient une très bonne raison de les reporter plutôt que de laisser leurs contrats arriver à échéance.

FIGURE 2

Escompte moyen du report (sur le prix moyen pondéré en fonction du volume) au cours des huit derniers jours précédant l'expiration du contrat d'échéance rapproché



Source : Calculs de LFC

La période de décembre fait quelque peu exception

Comme l'illustre la figure 1, en décembre, une portion importante des contrats d'échéance rapprochée constituant l'intérêt en cours est généralement maintenue jusqu'à l'expiration. Bien que les données exposées dans le présent article ne portent que sur deux ans, nous pouvons confirmer le caractère saisonnier de cette tendance (en nous appuyant sur des observations antérieures que nous n'exposons pas ici).

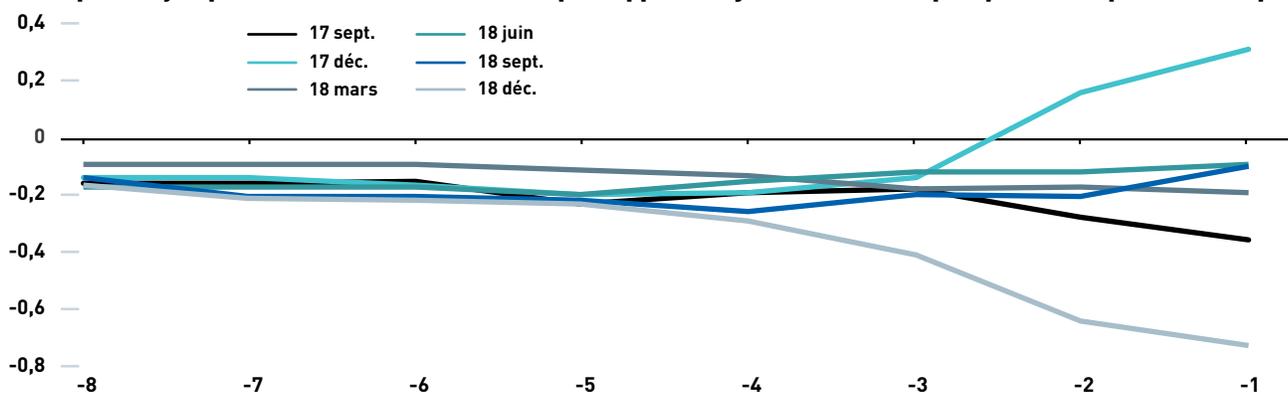
Il existe plusieurs explications possibles de cette tendance. L'une d'entre elles est le fait que certaines structures hors bourse sont susceptibles d'expirer au plus tard à la fin de l'exercice financier – pour diverses raisons allant des considérations fiscales aux préoccupations relatives à la présentation de l'information financière pour certaines institutions –, et dans la mesure où elles sont couvertes au moyen de contrats à terme, ceux-ci sont maintenus jusqu'à leur échéance. Une autre explication possible réside dans les considérations des banques et des maisons de courtage relativement à leur bilan. Les banques ont intérêt à libérer une part de leur bilan en fin d'exercice pour des raisons réglementaires, de sorte qu'elles peuvent choisir dans le cadre de la gestion de leur bilan de laisser certaines de leurs positions sur contrats à terme arriver à échéance.

En outre, un regard attentif sur les données des reports entre les contrats de décembre 2017 et de mars 2018 et entre les contrats de décembre 2018 et de mars 2019 met en évidence un fort caractère directionnel. La figure 3 illustre à quel point une tendance directionnelle s'est manifestée dans les derniers jours des périodes de report de décembre 2017 et de décembre 2018. Cela peut s'expliquer par la propension accrue à laisser les positions arriver à échéance en décembre, comme susmentionné.

En décembre, selon que ce sont les vendeurs ou les acheteurs qui sont les plus susceptibles de laisser leurs positions arriver à échéance, il peut y avoir une offre ou une demande insuffisante comparativement à d'autres périodes de report. Cela peut entraîner une tendance directionnelle lorsque l'activité de report s'intensifie sur le marché.

FIGURE 3

Écart du prix moyen pondéré en fonction du volume par rapport à la juste valeur du report pendant la période de report



Source : Calculs de LFC

Enfin, le mois de décembre apporte son lot de sources supplémentaires d'incertitude cette année, notamment en ce qui concerne les prévisions relatives aux taux d'intérêt.

Il convient de rappeler que les deux grands facteurs qui déterminent la juste valeur du contrat à terme standard sur l'indice S&P/TSX 60 (SXF) sont les prévisions relatives aux taux d'intérêt et les dividendes attendus pendant la durée de vie du contrat à terme. Plus précisément :

$$\text{Juste valeur} = \text{Niveau de l'indice} \times [\text{Taux d'intérêt} \times (\text{Nombre de jours avant l'échéance du contrat à terme} \div 360)] - \text{Dividendes (sur la période restante jusqu'à l'échéance du contrat à terme)}$$

Réunion de la Banque du Canada

La direction de la Banque du Canada se réunit le 4 décembre, tout au début de la période de report. Il y a ceci de particulier cette fois-ci : les prévisions relatives aux taux d'intérêt pourraient changer considérablement au terme de cette réunion.

Au moment d'écrire le présent texte, on s'attend à ce que la Banque du Canada maintienne son taux (à 1,75 %) lors de la réunion du 4 décembre, la probabilité d'une baisse de taux n'étant évaluée qu'à 7 %. Toutefois, les deux réunions suivantes (soit celles des 22 janvier et 4 mars prochains) se tiendront toutes les deux pendant la période couverte par le contrat SXF de mars 2019. Ainsi, tout changement dans les prévisions concernant les décisions qui seront prises à l'égard des taux lors de ces réunions pourrait avoir une incidence sur la juste valeur du contrat.

Les prix sur le marché indiquent une probabilité d'environ 30 % d'une baisse de taux de 25 points de base d'ici la mi-mars. Si la réunion du 4 décembre se conclut par l'annonce (quelque peu surprise) d'une baisse de taux ou si le message de la Banque du Canada témoigne d'une forte intention de baisse de taux d'ici la mi-mars, cela aura une incidence sur la juste valeur du contrat à terme.

Le tableau 1 présente des estimations de l'incidence d'un changement dans les prévisions d'une baisse de taux au terme de la réunion du 4 décembre sur la juste valeur d'un report de position. *Si la Banque du Canada procède à une baisse (surprise) des taux d'intérêt le 4 décembre, la valeur d'un report de position chutera de près de 7 points de base.*

TABLEAU 1
Réunion de la Banque du Canada du 4 décembre

Probabilité d'une baisse de taux	0 %	20 %	40 %	60 %	80 %	100 %
Incidence sur la juste valeur d'un report de position	0,000	-0,015	-0,029	-0,044	-0,059	-0,074

Source : Calculs de LFC

Le tableau 2 présente des estimations de l'incidence d'un changement dans les prévisions d'une baisse de taux au terme de la réunion du 22 janvier sur la juste valeur d'un report de position. Si, lors de sa réunion du 4 décembre, la Banque du Canada signale clairement qu'elle baissera probablement les taux d'intérêt lors de sa réunion de janvier, cela entraînera une réduction d'environ 3 points de base de la juste valeur d'un report de position.

TABLEAU 2
Réunion de la Banque du Canada du 22 janvier

Probabilité d'une baisse de taux	0 %	20 %	40 %	60 %	80 %	100 %
Incidence sur la juste valeur d'un report de position	0,000	-0,008	-0,016	-0,024	-0,032	-0,040

Source : Calculs de LFC

Rapport annuel des banques

Il convient de souligner que cette année presque toutes les banques canadiennes publieront leurs résultats vers le début de la période de report (voir tableau 3).

Le secteur financier constitue près de 40 % de la pondération de l'indice S&P/TSX 60. Ainsi, une variation importante des dividendes versés par les banques ou toute déclaration d'un dividende extraordinaire pourrait avoir une incidence sur la juste valeur du contrat à terme de mars 2020 et celle d'un report de position.

TABEAU 3

Dates approximatives de publication des résultats

BMO	3 déc.	Avant l'ouverture
CIBC	5 déc.	Avant l'ouverture
Banque Nationale	4 déc.	Après la fermeture
Banque Royale	4 déc.	Avant l'ouverture
Banque Scotia	Résultats publiés le 26 nov.	
TD	5 déc.	Avant l'ouverture

Source : TMX

Nous estimons qu'une majoration surprise de 6 % du rendement en dividende de toutes les banques entraînera une réduction de 1 à 1,5 point de base de la juste valeur. Nous arrivons à la conclusion qu'il ne s'agit pas d'un effet important, mais compte tenu du calendrier de publication des résultats (qui, fait intéressant, concorde avec la réunion de la Banque du Canada), il peut valoir la peine pour les investisseurs d'attendre que ces événements soient passés avant d'adopter une perspective et d'entreprendre leurs opérations de report.

Résumé

- L'activité de report est susceptible de commencer le 5 décembre en raison de la réunion de la Banque du Canada (le 4 décembre) et du calendrier de publication des résultats des banques canadiennes.
- Dans le cas des détenteurs de positions acheteur, il vaut la peine d'attendre que ces événements soient passés avant d'entreprendre le report de leurs positions, puisque toute surprise entraînera une réduction de la juste valeur. Dans le même ordre d'idées, les détenteurs de positions vendeur pourraient envisager de reporter au moins une portion de leurs positions avant ces événements, dans la mesure où la liquidité le permet.
- Au départ, le report est susceptible de se négocier à un niveau légèrement inférieur à la juste valeur, dont la moyenne historique est de 0,20 point d'indice. Ainsi, compte tenu de cette asymétrie, les détenteurs de positions acheteur devraient envisager de reporter au moins une portion de leurs positions sans tarder.
- Il convient de garder en tête qu'un pourcentage élevé des positions sur le contrat d'échéance rapprochée pourrait être maintenu jusqu'à l'échéance en décembre et que l'activité de report pourrait suivre une tendance directionnelle particulièrement marquée pendant la dernière semaine précédant l'échéance du contrat.
- Par conséquent, au fil de la période de report, il sera important d'être à l'affût de toute tendance qui se dessine et d'agir rapidement, le cas échéant.



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

equityderivatives@tmx.com

m-x.ca

© Bourse de Montréal Inc., Novembre 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} », « SYX^{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.