

BOURSE DE MONTRÉAL

Déborder du cadre du portefeuille de référence

Dans le présent billet, nous expliquerons comment les gestionnaires actifs peuvent utiliser les contrats à terme sur obligations du gouvernement du Canada de cinq ans (CGF) et de dix ans (CGB) afin de saisir des occasions de rendement sur écarts de taux même si l'échéance des obligations achetées ne cadrerait pas normalement avec la composition du portefeuille de référence¹.

Occasions sur écarts

La pandémie de la COVID-19 a donné lieu à des occasions inhabituelles sur écarts entre obligations canadiennes, dont des occasions sur valeur relative que certains gestionnaires ont pu juger inaccessibles dans leurs portefeuilles.

Par exemple, sur le plan des obligations assimilables à des obligations d'États, les écarts sur obligations ontariennes du segment des échéances courtes de la courbe des taux sont plus ou moins revenus aux niveaux d'avant la pandémie, tandis que les écarts sur obligations à longue échéance demeurent plus grands que ce qu'ils étaient à la fin de janvier. Les occasions de rendement sur écart de taux semblent intéressantes en ce qui concerne les écarts sur obligations ontariennes de 9 ans, mais elles sont limitées en ce qui concerne les obligations de 2 ans et de 5 ans.

On observe la situation inverse dans le cas des écarts sur obligations de Bell Canada : les écarts sur obligations de 9 ans sont maintenant inférieurs à leurs niveaux d'avant la pandémie, tandis que les écarts sur obligations de 5 ans demeurent plutôt grands comparativement à ce qu'ils étaient en janvier dernier. Il en résulte que la pente de l'écart entre ces obligations de 5 ans et de 9 ans est désormais plus plate qu'avant la pandémie. Les occasions à saisir à l'égard des obligations de Bell Canada semblent se trouver dans le segment des échéances de 5 ans. Elles sont limitées en ce qui concerne les échéances de 2 ans et de 9 ans.

En dehors du cadre du portefeuille de référence?

Il existe trop de types de portefeuilles, de restrictions et de règles de gestion fondées sur un portefeuille de référence pour écrire des exemples qui s'appliquent à chaque cas. Ainsi, nous nous concentrons ici sur les portefeuilles d'obligations au comptant dont le gestionnaire a le mandat de faire mieux que la référence et dont la comparaison avec celle-ci repose sur la valeur totale du portefeuille géré². Pour un tel portefeuille, il est souvent important de maintenir un plein investissement dans les obligations, mais aussi de conserver des liquidités aux fins des transitions entre émissions. En effet, les liquidités non investies d'un portefeuille nuisent à son rendement, mais l'emprunt est souvent interdit.

Cependant, pour certains portefeuilles de ce type, il est permis (ou possible de demander la permission) de négocier des contrats à terme afin de les couvrir contre le risque lié à la durée. En fait, ces contrats constituent souvent le meilleur moyen possible de couvrir les portefeuilles d'obligations au comptant contre le risque de taux d'intérêt, puisque la négociation d'instruments dérivés ne nécessite qu'une petite sortie de fonds comparativement à la négociation d'obligations équivalentes. Ainsi, il est possible de recourir aux contrats à terme pour générer un rendement sur écarts de taux, une opération qui normalement serait impossible ou inutilement risquée. Ci-après, nous citons quelques exemples³ afin de démontrer qu'il existe encore certaines anomalies et d'illustrer comment le gestionnaire d'un portefeuille au comptant peut en tirer avantage à l'aide de contrats à terme.

¹ Dans le respect du mandat du gestionnaire toutefois. Il convient de vérifier les types de placements admissibles et la tolérance au risque avant de mettre en œuvre une telle stratégie dans un portefeuille.

² Il s'agit d'une méthode standard selon nous. Par exemple, prenons un portefeuille dont la valeur est de 100 \$ et dont le portefeuille de référence s'apprécie de 1 % pendant la période observée. Le gain supplémentaire généré par le gestionnaire correspond au rendement total en dollars du portefeuille géré, minoré de 1 \$.

³ Nous ne faisons aucune affirmation quant à la qualité de crédit ou à la juste valeur des écarts mentionnés dans ces exemples. Nous présentons ceux-ci à titre d'illustration seulement. L'évaluation du crédit et la détermination des occasions pour les portefeuilles vont au-delà de la portée du présent billet.

Report d'échéance d'obligations ontariennes

Dans l'exemple qui suit, nous utilisons une seule obligation dans le portefeuille, mais il pourrait s'agir tout simplement d'une portion des obligations déjà détenues, d'une obligation nouvellement achetée après la réception de liquidités supplémentaires ou une poignée d'obligations différentes qu'il serait possible de remplacer par l'obligation achetée ici.

Dans la figure 1, nous affichons des écarts génériques sur obligations ontariennes dont les échéances sont de 2 à 9 ans. Notez que les écarts sur obligations dont l'échéance est de 5 ans ou moins sont soit inchangés, soit réduits depuis le début de la pandémie⁴, mais que ceux qui concernent les obligations dont l'échéance est de plus de cinq ans demeurent plus grands qu'au début de la pandémie à raison de quelques points de base. Si tous les écarts se sont considérablement resserrés depuis le mois de mars où l'on a observé les plus grands écarts, les obligations d'échéance rapprochée ont retrouvé des taux normaux, ce qui les rend moins attrayantes par rapport aux écarts impliquant de plus longues échéances. On peut facilement le constater dans les dernières lignes de la figure, où les pentes des écarts 2 ans-9 ans et 5 ans-9 ans demeurent environ 7 points de base plus abruptes qu'en janvier, ce qui n'est pas le cas de la pente de l'écart 2 ans-5 ans.

FIGURE 1

Écarts sur obligations génériques de l'Ontario

	31-JAN-20	03-SEP-20	VARIATION
ONTARIO 2 ANS	17,3	15,5	-1,8
ONTARIO 3 ANS	25,6	25,3	-0,3
ONTARIO 4 ANS	34,7	34,4	-0,3
ONTARIO 5 ANS	42,9	42,0	-0,9
ONTARIO 6 ANS	49,6	54,0	+4,4
ONTARIO 7 ANS	55,8	60,3	+4,5
ONTARIO 8 ANS	60,8	66,7	+5,9
ONTARIO 9 ANS	64,6	70,6	+6,0
ONTARIO 2 ANS - 5 ANS	25,6	26,5	+0,9
ONTARIO 2 ANS - 9 ANS	47,3	55,1	+7,8
ONTARIO 5 ANS - 9 ANS	21,7	28,6	+6,9

Source: Base de données sur les titres à revenu fixe Sapphire de BMO Marchés des capitaux^x

Toutefois, certains gestionnaires peuvent être portés à faire fi des écarts accrus disponibles si leur segment des obligations de 9 ans concorde déjà avec le portefeuille de référence ou si leur gestion vise une durée cible plus courte en raison d'une tactique ou de leur mandat. Bon nombre de ces gestionnaires pourraient être en mesure de saisir de possibles occasions qu'ils croient hors de portée s'ils utilisaient les contrats à terme pour reproduire une stratégie d'« achat de l'écart », laquelle est habituellement employée par les gestionnaires de portefeuilles de crédit avec levier dont le mandat porte sur la valeur relative.

Dans la figure 2, nous affichons la structure d'une opération qui équivaut essentiellement à un échange avec levier entre écarts sur obligations ontariennes de 5 ans et écarts sur obligations ontariennes de 10 ans, mais qu'il est facile d'exécuter dans un portefeuille au comptant à l'aide d'obligations de référence, dans la mesure où le recours aux contrats à terme est permis aux fins de la gestion de la durée. Dans cet exemple, on suppose que le portefeuille contient déjà des obligations ontariennes de 5 ans, mais que le gestionnaire trouve les écarts sur 10 ans plus attrayants. Ce dernier peut effectuer un échange à coût nul entre obligations ontariennes à 1,75 % échéant en septembre 2025 et obligations ontariennes à 2,05 % échéant en juin 2030 en négociant les montants notionnels indiqués dans la figure. Ce faisant, il maintiendrait la valeur totale inchangée (par conséquent, le portefeuille de référence aussi), mais l'exposition totale au risque de taux d'intérêt augmenterait d'environ 4 200 \$ par point de base. Plus précisément, l'exposition au risque de taux diminuerait dans le segment des échéances de 5 ans, mais il augmenterait de façon plus marquée dans le segment des échéances de 10 ans en raison du caractère à coût nul de l'opération. Un gestionnaire prudent qui trouve l'écart sur obligations de 10 ans attrayant, mais qui ne souhaite pas accroître le risque de taux à ce moment-ci négocie donc sur le marché à terme. Il achète des contrats CGF (5 ans) et vend des contrats CGB (10 ans) selon les quantités indiquées dans la figure, ce qui lui permet de rétablir le niveau initial de risque de taux d'intérêt du portefeuille. En effet, le portefeuille n'enregistre ainsi presque aucune augmentation ou diminution du risque de taux, que ce soit dans son ensemble ou dans les segments des échéances de 5 ans ou de 10 ans.

⁴ Dans le présent billet, nous utilisons le 31 janvier 2020 comme date de référence « d'avant la pandémie » et le 3 septembre 2020 comme date des prix et des taux « en vigueur ».

FIGURE 2

Report de position sur crédit pour gain de rendement; vente Ontario 5 ans, achat Ontario 10 ans

	Notionnel	Émetteur	Coupon	Échéance	Intérêt couru	Prix	Rendement	VM01 de l'émission	VM01 totale	Produit
VENTE	-10,000,000	Ontario	1.75%	08-Sep-25	0.00	104.81	0.767%	5.0	-5,027	10,481,166
ACHAT	9,709,234	Ontario	2.05%	02-Jun-30	0.55	107.40	1.240%	9.5	9,234	-10,481,166
									4,207	0
	Nombre de contrats	Symbole boursier			VM01 par contrat	VM01 totale cible	VM01 totale réelle		Variation de la VM01 du portefeuille	
ACHAT	79	CGFZ20 (XQZ0 COMDTY)			6.4	5,027	5,056		29	
VENTE	-76	CGBZ20 (CNZ0 COMDTY)			12.2	-9,234	-9,271		-37	
							-4,214		-7	

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

Rendement sur écarts de taux, échange d'obligations d'État contre des obligations de sociétés

Un autre exemple qui permettrait à un portefeuille d'enregistrer un rendement sur un écart de taux, compte tenu des taux exceptionnellement faibles des obligations du Canada à l'heure actuelle, consisterait à échanger des obligations du Canada de 10 ans contre des obligations de sociétés de 5 ans. Notez dans la figure 3 que les obligations de Bell Canada (BCE) de 5 ans se négocient encore à un écart élevé, ce qui n'est pas le cas des obligations de 2 ans et de 9 ans du même émetteur. L'écart entre les obligations de 2 ans et de 5 ans de la société le démontre clairement, alors que la pente est 9 points de base plus abrupte maintenant qu'avant la pandémie, tandis que celle de l'écart 5 ans–9 ans est beaucoup plus plate.

FIGURE 3

Écarts sur obligations génériques de Bell Canada

	31-JAN-20	03-SEP-20	VARIATION
BELL CANADA, 2 ANS	50,0	50,1	+0,1
BELL CANADA, 5 ANS	92,0	101,1	+9,1
BELL CANADA, 9 ANS	135,0	134,9	-0,1
BELL CANADA 2 ANS - 5 ANS	42,0	51,0	+9,0
BELL CANADA 5 ANS - 9 ANS	43,0	33,8	-9,2

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

Un gestionnaire qui trouve un écart anormal comme cela et qui est prêt à assumer un risque de crédit accru pourrait vendre une partie ou la totalité de ses anciennes obligations du Canada, comme les obligations du Canada à 2,25 % échéant en juin 2029, et investir le produit ainsi obtenu dans les obligations de BCE à 2,9 % échéant en août 2026. Ce faisant, il réduirait le risque de taux d'intérêt du portefeuille de tout juste un peu moins de 3 000 \$ par point de base, comme le montre la figure 4, s'il structurait l'opération de manière à la réaliser à coût nul. Encore une fois, il est possible de compenser la différence de valeur monétaire d'un point de base (VM01) à l'aide des contrats à terme CGF et CGB. Cette fois, le gestionnaire doit vendre le premier et acheter le second selon les quantités adéquates afin de rétablir le niveau initial d'exposition au risque de taux des obligations de 5 ans et de 10 ans, tout en éliminant toute réduction du niveau de risque de taux d'intérêt global du portefeuille⁵.

⁵ Étant donné que l'exposition totale au risque de taux d'intérêt correspond simplement à la somme du niveau de risque des obligations de 5 ans et du niveau de risque des obligations de 10 ans.

FIGURE 4

Gain de rendement sur écart de risque de crédit; vente Canada 2029, achat Bell Canada 5 ans

	Notionnel	Émetteur	Coupon	Échéance	Intérêt couru	Prix	Rendement	VM01 de l'émission	VM01 totale	Produit
VENTE	-10,000,000	CANADA	2.25%	01-JUN-29	0.61	115.24	0.466%	9.2	-9,242	11,584,927
ACHAT	10,681,928	BCE	2.90%	12-AUG-26	0.21	108.24	1.444%	5.9	6,324	-11,584,927
									-2,918	0

	Nombre de contrats	Symbole boursier	VM01 par contrat	VM01 totale cible	VM01 totale réelle	Variation de la VM01 du portefeuille
ACHAT	76	CGBZ20 (CNZ0 COMDTY)	12.2	9,242	9,271	29
VENTE	-99	CGFZ20 (XQZ0 COMDTY)	6.4	-6,324	-6,337	-13
					2,934	16

Source: Base de données sur les titres à revenu fixe Sapphire de BMO Marchés des capitaux et Bourse de Montréal

Même si les deux exemples précédents portent sur une paire d'opérations sur obligations, suivie d'une paire d'opérations sur contrats à terme, il serait possible de les remanier et de les présenter sous la formule « achat d'une obligation et vente d'un contrat à terme + vente d'une obligation et achat d'un contrat à terme ». Le résultat serait mathématiquement identique. La seconde formule de chaque opération correspond exactement aux opérations qui seraient réalisées dans un portefeuille avec levier, dont le gestionnaire achètera souvent « sur écart ». Par exemple, il pourrait acheter une obligation ontarienne, tout en vendant simultanément une obligation du Canada présentant le même risque de taux d'intérêt. Cependant, lorsqu'il utilise des contrats à terme, un gestionnaire n'a pas besoin de positions à découvert sur obligations – lesquelles sont souvent interdites – ni de mettre en œuvre un programme coûteux d'emprunt ou de prêt de titres pour financer les couvertures contre le risque de taux d'intérêt.

Risques

Bien que les opérations susmentionnées éliminent le risque de taux d'intérêt global et permettent même de conserver le niveau initial d'exposition au risque de taux des obligations de 5 ans et 10 ans, elles ne sont pas sans risque. Dans chaque cas, le gestionnaire assume un risque de crédit accru, que ce soit par la nouvelle exposition au risque de crédit dans le deuxième exemple ou par l'augmentation du risque de crédit (valeur monétaire d'un point de base d'écart de crédit) dans le premier exemple.

Il convient d'être conscient d'un risque additionnel : surtout si la pente de la courbe de taux varie considérablement, la couverture au moyen des contrats à terme pourrait exiger une gestion active. En effet, en cas de fortes variations de la pente, les contrats peuvent atteindre une valeur à la cote fortement positive ou négative et ainsi commencer à avoir une incidence sur le calcul de la valeur du portefeuille géré par rapport au portefeuille de référence. En outre, il faut maintenir la marge lorsque les taux varient, ce qui exige une gestion attentive, notamment dans le cas des portefeuilles où le gestionnaire tente de maintenir le niveau de liquidités le plus bas possible.

Enfin, la couverture au moyen de contrats à terme exige un report des positions chaque trimestre afin de maintenir les positions sur des contrats actifs. Il convient toutefois de noter que le coût que cela implique est faible, surtout en comparaison avec les autres stratégies de couverture contre le risque de taux d'intérêt (c'est-à-dire les stratégies sur swaps ou même sur obligations).



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'informations :

T +1 514 871-3501
irderivatives@tmx.com

m-x.ca/futures

i BMO Marchés des capitaux est un nom commercial utilisé par BMO Groupe financier pour les services bancaires 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.

Les opinions exprimées dans le présent document ne représentent pas nécessairement le point de vue de Bourse de Montréal Inc. Le présent document est offert à titre informatif uniquement. Les renseignements contenus dans le présent document, y compris les données financières et économiques, les cours boursiers ainsi que les analyses et interprétations de ceux-ci, sont fournis à titre informatif seulement et ne doivent en aucun cas être interprétés dans quelque territoire que ce soit comme un conseil ou une recommandation concernant l'achat ou la vente de dérivés, de 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.

« BAXMD », « OBXMD », « ONXMD », « OIS-MXMD », « CGZMD », « CGFMD », « CGBMD », « LGBMD », « OGBMD », « SXOMD », « SXFMD », « SXMMD », « SCFMD », « SXAMD », « SXBMD », « SXHMD », « SKYMD » et « USXMD » sont des marques déposées de la Bourse. « OBWMC », « OBYMC », « OBZMC », « SXXMC », « SXUMC », « SXJMC », « SXVMC », Bourse de Montréal et son logo sont des marques de commerce de la Bourse. « TMXMD » et « Groupe TMXMD » sont des marques déposées de TSX Inc.

© Bourse de Montréal Inc., Septembre 2020. Tous droits réservés.