

L'été, une saison d'occasions?

Les mois d'été sont réputés pour être plus calmes sur les marchés; des mois, aussi, où la liquidité est moindre et où les gestionnaires de placements en titres à revenu fixe ont des journées moins chargées. Plutôt que de faire du ménage administratif et de percevoir ces mois plus tranquilles comme non productifs, prenons un moment pour examiner certaines occasions souvent uniques à la belle saison.

Liquidité et accalmie estivale

Même si la pandémie et le télétravail depuis le chalet ont quelque peu changé la dynamique, les mois de juillet et août, propices à un ralentissement pour tous, sont depuis longtemps considérés comme une période où les parquets de négociation, tant du côté acheteur que du côté vendeur, sont laissés à des acteurs « mineurs ». Il en résulte parfois des prix moins concurrentiels, des négociations d'écarts à des niveaux qui sembleraient inhabituels à une autre période de l'année, et un volume en diminution.

Pour démontrer cet effet sur les contrats à terme, nous avons construit une analyse annuelle simpliste du volume d'activité des contrats à terme sur obligations du gouvernement du Canada de 10 ans (CGB^{MC}), à la Bourse de Montréal, au cours des dix dernières années. À la figure 1, nous comparons le volume de contrats négociés en juillet par rapport aux autres mois hors report¹; on y constate que le volume type de juillet ne représente que 90 % du volume moyen. Par ailleurs, une comparaison entre le mois d'août et les autres mois de report de contrats à terme montre aussi que le report d'été est un peu moins marqué, comparativement aux autres mois de report. Enfin, nous comparons aussi le volume de juillet par rapport à juin d'une même année (deux mois où aucun report n'a lieu), ainsi que le mois d'août au mois de février (deux mois où il y a report). On peut voir que le volume, en juillet, est inférieur de 15 % et que celui du mois d'août est inférieur de 5 % à celui des mois de report autres que les mois d'été (toujours d'une même année).

FIGURE 1

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	MOYENNE
Volume du CGB, en juillet, en pourcentage des mois hors report	92 %	104 %	70 %	92 %	86 %	96 %	82 %	88 %	96 %	92 %	90 %
Volume du CGB, en août, en pourcentage des mois de report	98 %	110 %	90 %	94 %	93 %	102 %	94 %	96 %	103 %	93 %	97 %
Variation du volume du CGB, juillet c. juin	-14 %	-7 %	-30 %	-34 %	-20 %	0 %	-14 %	-10 %	-17 %	-8 %	-15 %
Variation du volume du CGB, août c. février	12 %	6 %	-10 %	-4 %	0 %	3 %	-19 %	-14 %	-11 %	-14 %	-5 %

Source : Bourse de Montréal

¹ Le volume est toujours plus élevé dans les mois de février, mai, août et novembre – tous des mois de report.

Étant donné les volumes inférieurs et une propension probablement moins grande à la prise de risque (tel qu'un apport de liquidité important) aux pupitres de négociation, on peut penser que les négociations de tout type exigeant de la liquidité seront plus difficiles à réaliser pendant les mois d'été. L'autre côté de la médaille, pour certains preneurs de risques audacieux, c'est que cette liquidité et ce volume réduits peuvent représenter des occasions de fournir de la liquidité, pendant que les preneurs de risque habituels sont... au chalet.

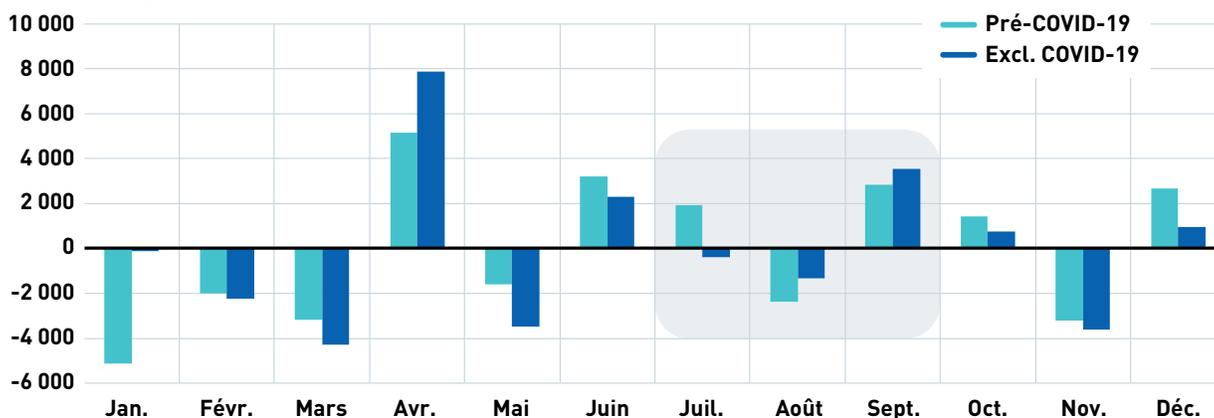
Voici des exemples d'opérations qui seraient une source de liquidité : participer aux adjudications estivales d'obligations du gouvernement du Canada²; surveiller de près les opérations sur la base des contrats à terme CGB et CGF^{MC} (contrats à terme sur obligations du gouvernement du Canada à 5 ans), qui normalement demeurent très étroitement liés en raison des activités d'arbitrage vigoureuses au niveau des banques; voir s'il y a élargissement ou rétrécissement inhabituel des écarts du côté d'obligations provinciales ou de titres de créance spécifiques – élargissement ou rétrécissement qui ne relève pas d'une tendance généralisée pour le type de produit –, ou voir s'il y a des perturbations inhabituelles dans les niveaux de swaps sur actifs mettant en jeu des obligations spécifiques. La correspondance des prix est normalement maintenue par les gestionnaires expérimentés, qui acceptent le risque d'écart ou le risque de base en échange de profits au terme d'une période de détention, mais, lorsque la prise de risque est moindre et qu'il y a moins de personnel au bureau, les écarts et/ou les prix peuvent être davantage « désynchronisés » qu'en d'autres périodes de l'année.

Enjeux d'ordre statistique

Durant l'été, il est possible de générer une autre occasion potentielle d'opération en misant sur les erreurs « parfois prévisibles » qui semblent se glisser dans certaines statistiques saisonnières, au Canada. Une chose est sûre, la désaisonnalisation des indicateurs volatils exige un jeu d'équilibre mathématique délicat entre, d'une part, l'élimination des distorsions saisonnières et, d'autre part, l'espoir de dégager une observation ou une tendance statistique.

Un exemple (véhiculé dans les dernières années, mais de plus en plus difficile à analyser) est la tendance observée dans les chiffres sur l'emploi, peu reluisants pour le mois d'août, mais très bons pour septembre. On peut présumer que le tout compense une erreur dans les estimations à propos du mois de juillet. Ce phénomène est perceptible à la figure 2, où nous avons pris le chiffre sur l'emploi saisonnier, calculé le changement et établi la différence entre le chiffre mensuel et la moyenne pour l'année appropriée, en vue de « détendancer » l'observation; puis nous avons calculé la moyenne de chaque solde mensuel. Il faut noter que, dans cette figure, nous avons éliminé les chiffres pour 2021 et 2022, car la forte baisse de l'emploi au 2^e trimestre de 2021 et la remontée subséquente sur les six trimestres suivants ont pour effet de noyer toute information potentiellement utile provenant des moyennes.

FIGURE 2
Variation de l'emploi, données désaisonnalisées; dépassement « détendancé » de la moyenne mensuelle, 2003-2024



Source : Statistique Canada, tableau 14-10-0287-01

² Il y a quatre adjudications en juillet, quatre en août et une autre le 5 septembre; toutes vont probablement attirer un intérêt moins spéculatif qu'aux adjudications des autres saisons.

En dépit des difficultés qui ont découlé de la pandémie, la figure 2 montre en tout cas une tendance claire pour le niveau d'emploi en août, où les chiffres sont bien inférieurs à la tendance; puis, pour septembre, il y a redressement du ralentissement saisonnier, tant pour l'ensemble de données pré-COVID-19 (2003-2019) que pour l'ensemble de données 2003-2024 excluant les années 2020 et 2021. Rappelez-vous que, étant donné que nous avons utilisé des données désaisonnalisées, le fait que les employeurs embauchent moins pendant l'été devrait être non pertinent. En effet, ce facteur fait déjà l'objet d'un redressement dans le calcul de Statistique Canada. Certains ont présumé, selon nous à tort³, que les statistiques sont incorrectement redressées en fonction des milliers d'enseignantes et enseignants qui, techniquement, « ne sont pas en emploi » en été et qui sont « réembauchés » en septembre.

Si des gestionnaires de placements croient à cette hypothèse, des occasions pourraient survenir, en fonction des attentes et de la réaction du marché aux chiffres sur l'emploi de juillet, août et septembre, publiés le premier vendredi du mois suivant.

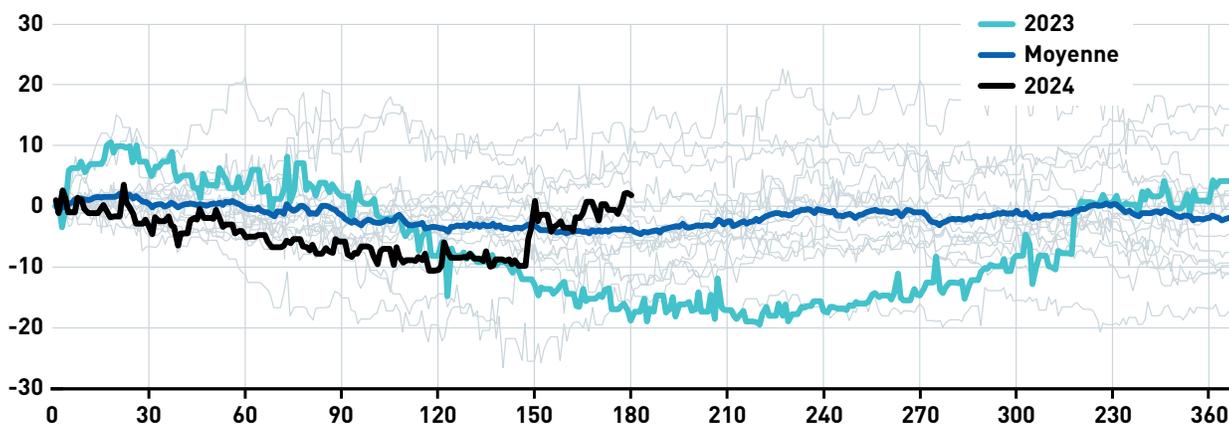
Opération d'écart de swap saisonnière

Une autre occasion qui peut se présenter en été découle de la tendance, pour les écarts de swap – surtout ceux à 5 ans, couramment utilisés pour la couverture hypothécaire au Canada – à se resserrer au printemps et en été, puis à se normaliser à l'approche de l'automne et de l'hiver. L'aspect saisonnier des ventes de logements, au Canada, et donc de la demande pour les opérations de couverture hypothécaire, est bien documenté.⁴ Dans les grandes lignes : des ventes immobilières plus fortes que les attentes établies dans les modèles de couverture créés par les banques vont se traduire par un élargissement des écarts de swap, car les banques ont plus de couverture à faire que prévu et elles cherchent à contrebalancer le volume de nouveaux prêts hypothécaires en payant le taux fixe sur le marché des swaps. L'inverse est aussi vrai, pour une saison de ventes immobilières qui serait moins dynamique que prévu.

À la figure 3, nous illustrons la tendance saisonnière, à toutes les années considérées sauf celles de la crise financière de 2007-2009; la valeur moyenne et les années les plus récentes sont mises en évidence. Généralement, à tout le moins dans les dernières années, les écarts de swap ont eu tendance à s'élargir (à se déplacer vers le bas, dans le graphique) de l'ordre de 5 points de base environ, jusqu'à la fin de juin ou de juillet. Puis ils se resserrent pour revenir au niveau auquel ils étaient au début de l'année, une fois que la demande pour la couverture hypothécaire des banques s'atténue – après la haute saison des ventes de maisons.

FIGURE 3

Variation de l'écart de swap à 5 ans – indexée selon le jour de l'année



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

³ Nous n'avons aucune preuve confirmant ou invalidant cette théorie. Cela dit, mentionnons que Statistique Canada emploie près de 7 000 personnes, dont une grande partie détiennent un diplôme supérieur. Il est selon nous inconcevable que cette réalité puisse avoir été omise.

⁴ Citons entre autres le document [Canada's Seasonal "Mortgage Trade"](#) (Le marché hypothécaire saisonnier au Canada), publié par la Bourse de Montréal en 2017.

Dans la même figure, nous attirons votre attention sur le fait que l'année 2023 a suivi une trajectoire « normale » pour les écarts, bien qu'on pourrait la qualifier d'extrême étant donné l'ampleur de l'élargissement et du resserrement, de près de 20 points de base. Nous signalons aussi une expérience bien différente, à ce jour en 2024 : vers la fin de mai, les écarts de swap à 5 ans ont affiché un revirement inhabituel et ont continué à se resserrer (vers le haut du graphique). Normalement, cela indiquerait que les modèles de couverture des banques étaient trop vigoureux et que les faibles ventes de logements ont mené à un niveau plus bas de nouveaux prêts hypothécaires. Les banques seraient ainsi mises dans une position de couverture trop élevée, au point où elles recevraient un taux fixe sur le marché des swaps pour corriger la situation. Au moment de la rédaction du présent article, seules les statistiques de mai de l'Association canadienne de l'immobilier sont disponibles. Celles-ci ne font pas état d'un ralentissement notable des ventes en 2024. Cela dit, peut-être qu'une occasion se trouve dans la haute saison des prêts hypothécaires cette année, comme cela a été le cas dans bien d'autres années au Canada.

Contrats à terme

Les gestionnaires chevronnés doivent reconnaître que même si la liquidité est parfois moindre en été, elle l'est probablement davantage lorsqu'il s'agit d'exécuter des opérations sur des produits standardisés, par voie électronique et dans un marché à multiples participants, plutôt que de recourir aux méthodes hors cote, lorsque l'effectif des pupitres de négociation est grandement réduit. Parmi les possibilités présentées ici, le recours au contrat CGB (10 ans) est presque toujours le moyen le plus rapide et le plus liquide d'acheter ou de vendre des obligations à court ou à long terme, en quantité raisonnable. Pour sa part, le contrat CGF (5 ans) combiné à une opération de swap peut permettre à un spéculateur de profiter d'un écart de swap à 5 ans en se servant seulement de dérivés, ce qui réduit habituellement le poids dans le bilan et les frais (s'il y en a). De même, la spéculation sur la trajectoire des taux d'intérêt et les attentes à l'égard des taux, au vu des dernières statistiques économiques, sera souvent accomplie au mieux au moyen d'instruments du marché monétaire à court terme tels que le contrat à terme de trois mois sur le taux CORRA (CRA^{MC}) (opération de pension à un jour [90 jours]). Dans presque tous les exemples cités ci-dessus, une version de l'opération existe du côté des contrats à terme; celle-ci procure à l'utilisateur les avantages de l'établissement du solde net de marge, d'un financement facile et d'un effet de levier.



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.

© Bourse de Montréal Inc., 2024. 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 le présent document. CGF, CGB, CRA, 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 des marques déposées de TSX Inc. et elles sont utilisées sous licence.