



BOURSE DE MONTRÉAL

Écart de swaps canadiens

Pleins feux sur les contrats à terme
Article 29 / Août 2025



Les écarts de swaps canadiens à 5 ans¹ ont commencé à se resserrer de façon extrême depuis un peu plus d'un an. Après avoir atteint près de 45 points de base, ce resserrement semble tirer à sa fin. Cette situation pourrait se traduire par de nouvelles occasions pour les gestionnaires désireux d'ajouter du risque lié à la valeur relative, malgré le caractère toujours incertain de la situation géopolitique et des perspectives économiques.

Facteurs généralement à l'origine des variations des écarts

La dynamique des écarts s'explique par plusieurs facteurs. Commençons par les raisons les plus courantes pour lesquelles des écarts peuvent se creuser.

1. Préoccupations liées au risque de crédit ou aversion générale pour le risque : Le meilleur exemple (possiblement de tous les temps) est l'élargissement extrême des écarts de swaps qui s'est produit pendant la crise financière, lorsque l'aversion pour le risque était généralisée. Même si les participants faisaient confiance à leurs contreparties, ces dernières pouvaient très bien être exposées à d'autres contreparties susceptibles de les ruiner. Quand l'aversion extrême pour le risque s'ajoute aux préoccupations liées à la solvabilité, notamment chez les banques, les écarts de swaps peuvent se creuser encore plus.
2. Diminution de l'offre d'obligations canadiennes ou augmentation de la demande d'obligations fédérales : La demande d'obligations d'État chez les investisseurs est parfois interprétée comme un exode généralisé vers les titres de qualité, mais elle s'explique aussi par d'autres raisons, dont les nouvelles réglementations bancaires, les achats étrangers à des fins de réserve ou le virage général vers les obligations en raison des valorisations élevées des actions (ou d'une baisse attendue des actions). Lorsque l'offre diminue et que la demande augmente, les rendements des obligations canadiennes reculent, et les écarts de swaps se creusent.
3. Demande de couverture : Les grands investisseurs ont souvent recours aux swaps en guise d'instruments de couverture. Sur le marché des swaps, les investisseurs axés sur le passif empruntent généralement des titres à taux fixe, mais tout ajustement à leurs programmes de couverture peut entraîner un élargissement des écarts de swaps.
4. Changements apportés à la réglementation : Chaque entité est régie par une ou des autorités de réglementation, et les changements apportés à la réglementation peuvent augmenter ou diminuer les coûts liés à la détention de swaps ou d'obligations. C'est notamment le cas pour les banques d'investissement, mais aussi pour les grandes caisses de retraite et les compagnies d'assurance, même si, par le passé, certaines de ces sociétés ont déjà absorbé une partie de ces coûts (p. ex., les frais d'utilisation du capital).

Les écarts peuvent se resserrer pour des raisons semblables, mais opposées.

1. Amélioration de la liquidité des marchés et des occasions de prise de risques : Le virage des obligations d'État vers des actifs plus risqués a pour effet de resserrer les écarts de swaps.
2. Augmentation des émissions d'obligations : Une intensification du programme d'emprunt public fait monter les taux à terme (en faisant grimper l'offre d'obligations) tout en resserrant les écarts, étant donné que les rendements obligataires augmentent par rapport aux taux de swaps.

¹ Le présent document est axé sur les écarts de swaps à 5 ans, mais bon nombre de nos observations s'appliquent également aux écarts à 10 et à 30 ans.

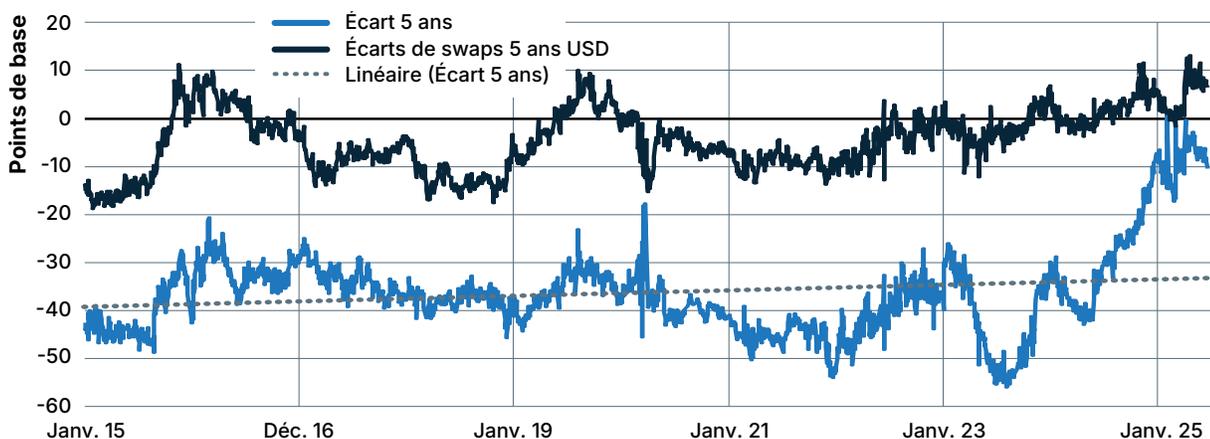
- Recours au marché des swaps par les investisseurs axés sur le passif ou la couverture d'obligations à long terme à taux fixe : Une forte demande de taux fixes fait baisser les taux de swaps par rapport aux rendements obligataires et resserre les écarts de swaps.
- Contraintes de bilan : Les marchés des écarts reposent sur des courtiers intermédiaires. Par conséquent, les écarts de swaps peuvent se resserrer lorsque la tenue de marché devient plus facile ou moins coûteuse (charges de capital, couverture). C'est également le cas lors d'une baisse des frais de mise en pension, qui permettent de couvrir les obligations, ou d'un assouplissement des contraintes réglementaires.

Mai 2024 à juin 2025 : resserrement de 45 points de base

Alors qu'ils se situaient à -43 points de base² à la mi-mai 2024, les écarts de swaps canadiens se sont graduellement resserrés (en ce sens que leur valeur a suivi une tendance haussière selon la figure 1) pendant environ un an. Toutefois, entre mars et mai 2025, ils ont atteint un sommet d'environ zéro. Dans le graphique, les écarts de swaps sont présentés comme étant la différence entre le rendement obligataire et le taux de swaps. Par conséquent, le rendement de l'obligation est inférieur au rendement du swap, sauf si l'écart est une valeur positive. C'est donc dire qu'au début de l'année, un swap à 5 ans avait un rendement inférieur à celui d'une obligation du gouvernement du Canada à 5 ans, ce qui sort de l'ordinaire dans le contexte actuel au pays.

La figure 1 montre que la forte hausse (rétrécissement des écarts) observée au cours des cinq dernières années s'est produite non seulement au Canada, mais aussi aux États-Unis dans une moindre mesure. Soulignons toutefois que depuis quelques années, les écarts ont toujours été beaucoup plus serrés (plus élevés sur le graphique) aux États-Unis qu'au Canada.

FIGURE 1
Écarts de swaps 5 ans, échéance constante

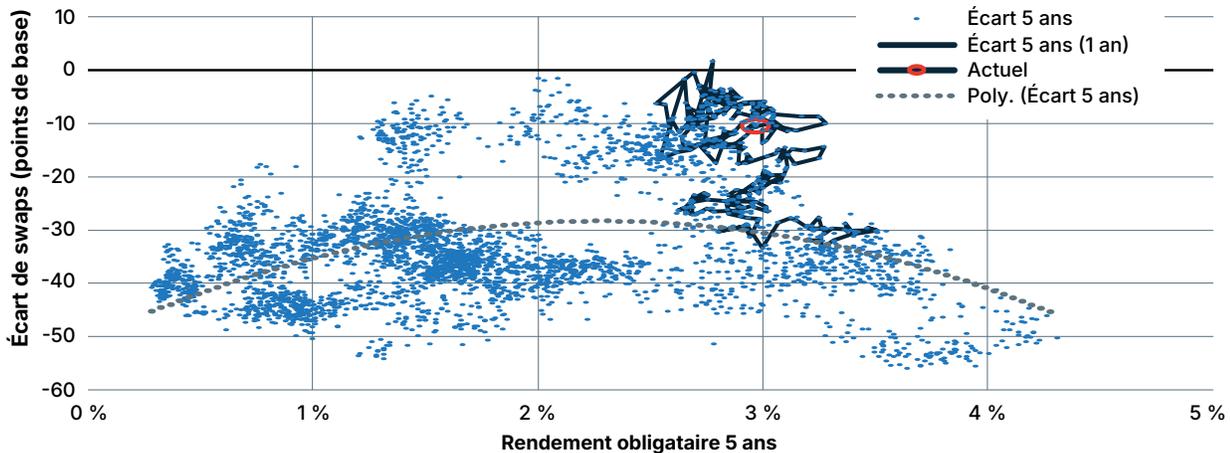


Source : Base de données sur les titres à revenu fixe Sapphire de BMO Marchés des capitaux¹

² Les écarts de swaps peuvent être exprimés au moyen d'un nombre de points de base par lequel le taux dépasse le rendement d'une obligation de même échéance (rendement du swap moins rendement de l'obligation) ou le contraire (rendement de l'obligation moins rendement du swap). Pour les besoins du présent document, c'est cette dernière formule que nous utilisons.

Comme nous l'avons vu ci-dessus, le niveau des rendements peut être un facteur important pour les écarts de swaps, tout comme les perspectives économiques générales, qui sont intégrées dans le milieu de la courbe des taux. Cependant, la figure 2 montre qu'en raison du resserrement observé l'an dernier (et mis en évidence dans le graphique), les écarts sont bien différents de ce qu'on pourrait appeler une régression normale des écarts de swaps à 5 ans par rapport au rendement à 5 ans. En fait, ils sont trop élevés d'environ 20 points de base, compte tenu du rendement des obligations à 5 ans selon un ajustement polynomial. Sans être inhabituel, ce chiffre est loin d'être ordinaire.

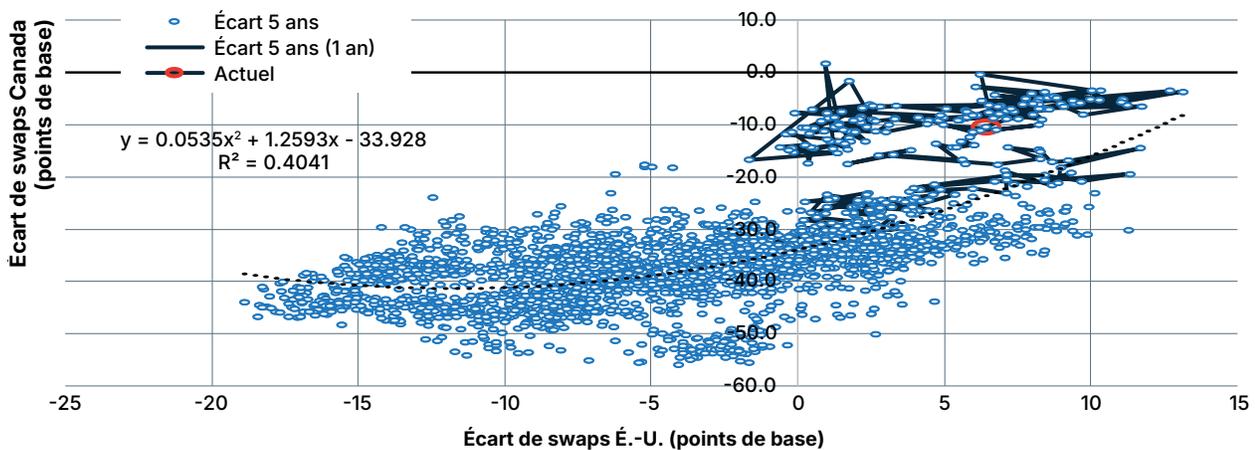
FIGURE 2
Écarts de swaps 5 ans et rendement obligataire 5 ans



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

De plus, il est rare que les marchés canadiens soient à l'abri des influences internationales, mais notre corrélation avec les marchés américains peut s'affaiblir avec le temps en raison de la tourmente commerciale qui sévit actuellement. La figure 3 montre une régression entre les écarts de swaps canadiens à 5 ans et le facteur endogène des écarts de swaps américains à 5 ans, et dénote une corrélation modeste. Le niveau actuel est plus serré d'environ 15 points de base que la moyenne historique sur 5 ans utilisée dans le graphique.

FIGURE 3
Écarts de swaps 5 ans et écarts de swaps 5 ans USD



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

Resserrement des écarts de swaps

Parmi les raisons mentionnées plus tôt qui expliquent de façon générale le resserrement des écarts de swaps, nous penchons fortement sur les deux premières pour expliquer le vif mouvement observé récemment. Les marchés boursiers ont atteint des sommets historiques et malgré la volatilité récente liée aux incertitudes commerciales et la possibilité (ou l'éventualité) d'une récession au Canada, les investisseurs n'hésitent pas à prendre des risques. En outre, les émissions d'obligations devraient augmenter compte tenu des pronostics de hausse des dépenses militaires et de baisse des recettes publiques en cas de repli économique prolongé. En fait, pratiquement personne ne s'attend à une diminution des emprunts publics au Canada dans un avenir rapproché. Sans avoir d'information pour appuyer notre point de vue, nous croyons que la hausse des taux d'intérêt devrait susciter l'intérêt des caisses de retraite et des assureurs qui voudraient couvrir leurs passifs. Nous demeurons toutefois prudents, puisque plusieurs joueurs importants ont atténué une grande partie de leur risque de taux d'intérêt depuis longtemps.

Il existe une dernière explication possible : le léger recul des marchés immobiliers canadiens ces dernières années. Par le passé, les prêteurs hypothécaires estimaient le nombre de prêts hypothécaires consentis chaque printemps et chaque été, c'est-à-dire lorsque le marché immobilier canadien est le plus actif, et couvraient leurs flux de trésorerie fixes futurs attendus en payant un taux fixe sur le marché des swaps – généralement à 5 ans, car ils accordent principalement des prêts hypothécaires à taux fixe de 5 ans.

Si les banques et les autres prêteurs hypothécaires ont surcouvert leurs projections de souscription optimistes, ils ont peut-être reçu des swaps à taux fixe pour dénouer des couvertures excédentaires n'ayant pas donné lieu à des prêts hypothécaires. Comme le montre la figure 4, les ventes mensuelles de maisons au Canada ont chuté de façon importante et sont inférieures à leur moyenne mobile sur 10 ans. Les plus grands prêteurs au pays ont mis en place des programmes de couverture élaborés qui ont probablement anticipé cette évolution, possiblement sous l'effet des couvertures excédentaires accumulées au cours des années précédentes. Le dénouement des couvertures hypothécaires excédentaires contribue au resserrement des écarts de swaps des dernières années, sans toutefois l'expliquer entièrement.

FIGURE 4

Ventes mensuelles de maisons au Canada et moyenne mobile sur 10 ans



Source : L'Association canadienne de l'immobilier

Risques généraux – Resserrement supplémentaire

Le risque le plus important lié à une position sur l'élargissement des écarts de swaps en ce moment est illustré à la figure 5. Comme on peut le voir, les écarts de swaps américains se négocient continuellement à des prix supérieurs à ceux des écarts canadiens, et ce, depuis au moins dix ans. Cet écart à long terme s'explique peut-être, mais pas tout le temps, par de bonnes raisons. La figure 5 présente un graphique à long terme des écarts de swaps à 5 ans pour les deux pays. Avant les années qui ont immédiatement suivi la crise financière, les écarts canadiens étaient presque toujours plus serrés que leurs analogues américains.

FIGURE 5
Écarts de swaps 5 ans, échéance constante



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

Structure des contrats à terme

De nombreux gestionnaires, notamment ceux qui n'ont pas d'exposition inhérente aux obligations, structurent leurs opérations sur la valeur relative des écarts de swaps en utilisant non pas des obligations, mais bien des contrats à terme, puisque ces derniers sont autofinancés. En effet, ils ne nécessitent aucune participation aux marchés de mise en pension aux fins de mobilisation de liquidités pour les obligations et aucun emprunt d'obligations aux fins de vente à découvert.

La figure 6 illustre une stratégie d'élargissement des écarts de swaps conçue pour profiter du renversement potentiel de la tendance au resserrement observée sur 12 à 14 mois chez les écarts de swaps à 5 ans. Cette stratégie consiste à acheter³ des contrats CGFU25 tout en payant un taux fixe sur le marché des swaps grâce à une échéance correspondant à l'obligation la moins chère à livrer du contrat à terme. Cette position est profitable lorsque les rendements obligataires baissent par rapport aux écarts de swaps et entraînent un élargissement (illustré par un mouvement baissier à la figure 5). D'après les prix en vigueur au début du mois de juillet, l'opération s'établira à -5,7 points de base et générera un profit de 25 000 \$ par point de base d'élargissement de l'écart de swaps, tout en conservant une VM01 pratiquement⁴ neutre. C'est ce qui élimine l'exposition globale au risque de taux d'intérêt.

³ Le gestionnaire doit bien comprendre la dynamique des contrats à terme, notamment la notion de livraison anticipée obligatoire pour les positions acheteur. Pour en savoir plus, consultez le [manuel de référence sur les contrats à terme sur obligations de la Bourse de Montréal](#).

⁴ Les contrats à terme doivent être négociés en nombres entiers, et les swaps sont généralement arrondis à une décimale lorsque le montant notionnel est exprimé en millions. Par conséquent, la structure présente une tendance directionnelle extrêmement faible pour ce qui est des taux d'intérêt.

FIGURE 6

Élargissement de l'écart de swaps 5 ans au moyen d'un écart de risque de crédit CGF

POSITION	TITRE	TAUX/ COUPON DE L'OBLIGATION MCL	ÉCHÉANCE	VM01/100	VM01 TOTALE
508	CGFU25	2,75 %	01-Mars-30	4,92	25 018
-58,0	Paiement taux fixe	3,00 %	01-Mars-30	4,32	-25 039
					-20

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



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 de commerce de la Banque de Montréal, utilisée avec la permission de celle-ci.

© Bourse de Montréal Inc., 2025. 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 à de telles fins. 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, Bourse de Montréal et MX sont des marques déposées de Bourse de Montréal Inc. TMX, le logo de TMX, Groupe TMX, Bourse de Toronto et Bourse de croissance TSX sont des marques de commerce de TSX Inc. et elles sont utilisées sous licence.