

Explorer les possibilités

La revitalisation de 2018 du contrat à terme sur obligations du gouvernement du Canada de cinq ans (CGF^{MD}) et les nouvelles mesures prises par la Bourse de Montréal pour favoriser le développement de ce produit et améliorer sa liquidité devraient stimuler la négociation, l'intérêt en cours et la liquidité du contrat. Dans le présent document, nous exposons douze façons différentes dont les divers types de gestionnaires de portefeuille de titres à revenu fixe peuvent employer le contrat à terme sur obligations de cinq ans¹.

Portefeuille au comptant, sans effet de levier

Rajustement de la durée

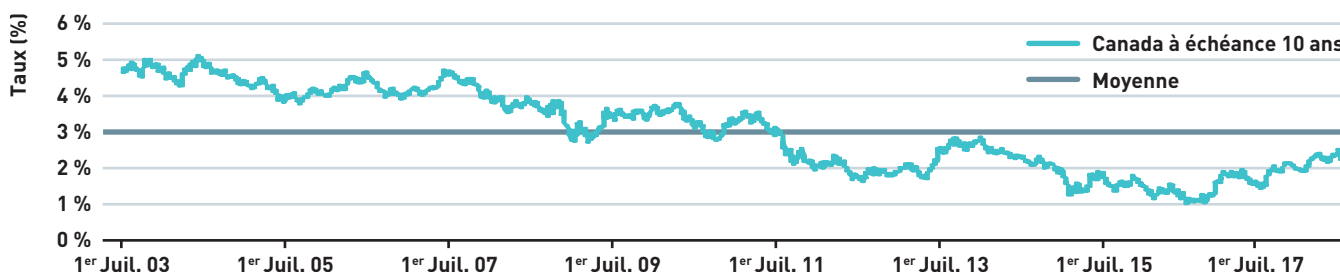
Le gestionnaire d'un portefeuille au comptant peut exploiter la liquidité accrue du CGF pour rajuster la durée (ou duration) du portefeuille à l'aide de dérivés plutôt que d'assumer des coûts de négociation plus élevés sur le marché au comptant. Grâce aux contrats à terme, il est possible de rajuster la durée de façon à n'avoir qu'une incidence faible, voire nulle, sur la position au comptant ou sur le calcul relatif à l'obligation de référence et à éviter d'avoir à recourir au financement par mise en pension ou prise en pension de titres.

Exemple de structure

Un gestionnaire de portefeuille qui reproduit actuellement un indice obligataire de référence, mais qui croit que les taux des obligations canadiennes continueront de se normaliser à la hausse au cours des prochaines années peut réduire la durée de son portefeuille afin d'obtenir un meilleur rendement que l'indice de référence. Comme l'illustre la figure 1, le taux des obligations du Canada de dix ans ont augmentés d'environ 100 points de base par rapport au creux du troisième trimestre de 2016, mais ils sont encore au moins 100 points de base en deçà du niveau moyen des 15 dernières années.

- Vente de 397 contrats CGBU18
- Achat de 500 contrats CGFU18²
- Réduction de 19 500 \$ de la valeur monétaire d'un point de base (VM01) du portefeuille, de sorte que celui-ci aurait un rendement plus élevé que son indice de référence à raison de cette valeur pour chaque hausse parallèle d'un point de base des taux³.

FIGURE 1
Taux des obligations du Canada de 10 ans



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

1. Les prix et les taux sont en date de début juillet 2018. Les structures données en exemple sont construites de façon à montrer comment les contrats à terme peuvent être utilisés.
2. Les 500 contrats CGFU18 et les 397 contrats CGBU18 représentent chacun un notionnel de 59,916 M\$. La valeur à la cote ou d'autres méthodes de pondération peuvent aussi convenir à certains portefeuilles.
3. La VM01 est une estimation linéaire et ne tient pas compte des différences de convexité entre le CGF et le contrat à terme sur obligations du gouvernement du Canada de dix ans (CGBMD). Au fil des variations haussières et baissières des taux, un gestionnaire de portefeuille prudent rajustera au besoin la taille de ses positions sur CGF et sur CGB.

Remplacement des obligations de 5 ans par le CGF⁴ : effet de levier et optimisation des capitaux

Certains gestionnaires de portefeuille d'obligations au comptant peuvent créer et utiliser un effet de levier dans le portefeuille ou dans un autre secteur de leur société. Il est possible d'obtenir un effet de levier peu coûteux en remplaçant les titres de cinq ans (ou de dix ans) d'un portefeuille d'obligations au comptant par une quantité de contrats CGF (ou CGB) entraînant la même VM01, puis en « prêtant » les liquidités ainsi générées à d'autres secteurs du fonds ou en les utilisant pour acheter des obligations supplémentaires.

Exemple de structure :

Une partie d'un portefeuille d'obligations au comptant est présentée à la figure 2. Le gestionnaire peut choisir de créer un effet de levier dans le portefeuille en y remplaçant les titres dont les échéances sont de trois à sept ans selon leur VM01, sachant qu'il y aura corrélation entre la plupart d'entre eux. Ainsi, il pourrait vendre ces actifs et les remplacer par une quantité de contrats CGF entraînant la même VM01 pour obtenir une couverture imparfaite des obligations manquantes. Ce faisant, il créerait un levier de 83,7 M\$ dans le portefeuille⁵, et cette somme pourrait être prêtée à d'autres secteurs de sa société ou utilisée dans le cadre d'une stratégie d'achat d'obligations avec levier.

- Vente des actifs présentés à la figure 2.
- Achat de 668 contrats CGFU18.
- Aucun changement de l'exposition⁶ au risque du portefeuille; obtention de liquidités supplémentaires.

FIGURE 2
Partie d'un portefeuille d'obligations au comptant

ÉMETTEUR	Coupon	Échéance	Années	Prix	Cours	VM01	Portefeuille		
							Actifs détenus (Valeur Nominale \$C)	Valeur à la cote (Valeur au marché \$C)	VM01 des actifs détenus (\$C)
CAN	0,75 %	1 ^{er} Sept. 21	3,1	96,148	0,271	2,958	15 000 000	14 462 885	4 436
CAN	0,50 %	1 ^{er} Mars 22	3,6	94,614	0,181	3,380	13 875 000	13 152 782	4 690
CAN	2,75 %	1 ^{er} Juin 22	3,9	102,597	0,301	3,777	11 250 000	11 576 067	4 249
CAN	1,00 %	1 ^{er} Sept. 22	4,1	95,808	0,362	3,853	11 250 000	10 819 085	4 334
CAN	1,75 %	1 ^{er} Mars 23	4,6	98,549	0,633	4,364	7 500 000	7 438 641	3 273
CAN	1,50 %	1 ^{er} Juin 23	4,9	97,237	0,164	4,553	7 500 000	7 305 104	3 415
CAN	2,00 %	1 ^{er} Sept. 23	5,1	99,485	0,723	4,832	6 750 000	6 764 059	3 262
CAN	2,50 %	1 ^{er} Juin 24	5,9	102,083	0,274	5,575	6 000 000	6 141 418	3 345
CAN	2,25 %	1 ^{er} Juin 25	6,9	100,713	0,247	6,401	6 000 000	6 057 575	3 841
								83 717 615	34 846

Source : CanDeal et Banque du Canada

4. L'article Effet de levier au moyen du CGB et superposition de titres de créance, publié en février 2018, comporte une analyse approfondie d'une stratégie similaire.

5. Moins les sommes mises en garantie pour la position sur contrats à terme (ce qui représente environ 1,75 % de la valeur à la cote du CGF).

6. Exception faite d'une micro-exposition à une possibilité de rendement réduit ou accru des obligations voisines et au risque lié aux écarts prévus pour les échéances de trois à cinq ans et pour celles de cinq à sept ans en raison de la couverture imparfaite.

Couverture pour l'acquisition prévue de nouvelles émissions

Dans le cas des portefeuilles au comptant qui suivent normalement une stratégie d'augmentation du rendement au moyen d'un produit sur écart, il est possible de mettre les entrées de liquidités de côté dans des comptes de dépôts, tout en profitant d'une durée à coût réduit au moyen du CGF jusqu'à ce qu'il y ait de nouvelles émissions. Lorsqu'une nouvelle émission a lieu, il suffit de dénouer la position sur CGF qui servait de couverture à l'égard des taux, tandis que les liquidités requises pour acheter des obligations de provinces, d'organismes gouvernementaux ou de sociétés demeurent toujours disponibles.

Exécution d'opérations sur écart⁷

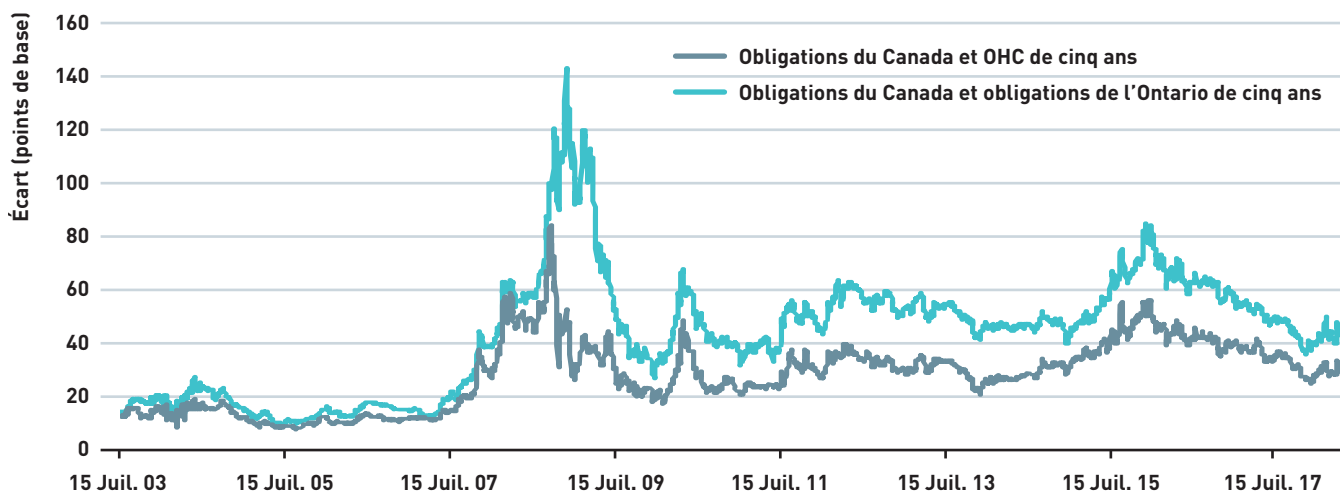
Certains gestionnaires de portefeuille suivent des lignes directrices en matière de placement qui leur interdisent de vendre des obligations à découvert, de sorte qu'ils ne peuvent exécuter des opérations sur écart pures. Si ces lignes directrices n'interdisent pas le recours aux contrats à terme, les gestionnaires peuvent exécuter une stratégie d'écart sur obligations de provinces, d'organismes gouvernementaux ou de sociétés en achetant directement le produit sur écart et en se couvrant contre le risque de taux uniquement à l'aide de contrats à terme au lieu de vendre des obligations à découvert.

Exemple de structure :

Un gestionnaire de portefeuille peut être d'avis que les écarts sur obligations de l'Ontario de cinq ans, illustrés à la figure 3, témoignent d'un trop grand pessimisme à l'égard du nouveau gouvernement élu dans la province au début de juin et de sa capacité à réduire rapidement les déficits. Il serait possible de créer un écart sur obligations de l'Ontario sans vendre d'obligations à découvert (c'est-à-dire sans avoir besoin d'un programme d'emprunt pour la vente à découvert, sans grever le bilan d'importantes sommes pour prendre une position sur le marché des titres en pension et sans risquer de subir un effet de rareté sur le marché des titres en pension à l'égard des obligations vendues à découvert), mais plutôt en achetant des obligations de l'Ontario de cinq ans et en vendant une quantité de contrats CGF entraînant une VM01 équivalente.

- Achat d'obligations de l'Ontario à 2,85 % échéant le 2 juin 2023 à hauteur de 21,67 M\$.
- Vente de 191 contrats CGFU18.
- Création d'une position sur resserrement d'écart sur obligations de l'Ontario dont la VM01 est de 10 000 \$, les coûts de financement étant établis dès le départ et l'emprunt d'obligations n'étant pas nécessaire.

FIGURE 3
Écarts sur OHC et sur obligations de l'Ontario



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

7. Voir l'article Couverture d'obligations provinciales à l'aide de contrats CGB, publié en mai 2018

Simplification d'une stratégie de superposition sur obligations hypothécaires du Canada

Certains gestionnaires peuvent créer des portefeuilles de superposition afin de prendre une position semi-permanente basée sur un facteur de risque. En règle générale, les stratégies de superposition impliquent un risque lié au financement, grèvent le bilan de sommes importantes et demandent beaucoup de travail. En utilisant seulement des contrats à terme pour couvrir par exemple un portefeuille d'obligations hypothécaires du Canada (OHC), on peut simplifier considérablement une stratégie de superposition.

Exemple de structure :

Un gestionnaire de portefeuille a construit le portefeuille de superposition exposé à la figure 4 afin de prendre position sur des écarts sur obligations hypothécaires du Canada. Comme il s'agit d'un portefeuille de superposition, il faudrait financer chaque position acheteur en empruntant des liquidités ou en prêtant les obligations, et chaque position vendeur en empruntant les obligations ou en prêtant des liquidités, pendant un certain temps. Le portefeuille pleinement financé compterait 16 positions au total, chacune devant être évaluée, suivie et soumise à une évaluation du risque chaque jour. De gros portefeuilles pourraient facilement compter plus de 100 postes pour une simple exposition aux écarts sur obligations hypothécaires du Canada, et chaque transaction servant à réduire ou à accroître⁹ une position sur un tel écart nécessite au moins quatre opérations¹⁰.

FIGURE 4

POSITION	Émission	Prix	Taux	VM01 de l'émission	VM01 de la position
25 000 000	OHC 1,150 % 15/12/2021	96,048	2,389 %	3,11	7 785
-27 217 000	CAN 0,750 % 01/09/2021	95,875	2,157 %	2,86	-7 785
25 000 000	OHC 1,750 % 15/06/2022	97,526	2,429 %	3,59	8 974
-24 449 000	CAN 2,750 % 01/06/2022	102,083	2,175 %	3,67	-8 974
25 000 000	OHC 3,150 % 15/09/2023	102,912	2,536 %	4,82	12 052
-25 554 000	CAN 2,000 % 01/09/2023	98,883	2,235 %	4,72	-12 052
25 000 000	OHC 2,900 % 15/06/2024	101,743	2,576 %	5,44	13 601
-24 975 000	CAN 2,500 % 01/06/2024	101,300	2,259 %	5,45	-13 600
Portefeuille total					0

Source : CanDeal

9. Étant donné qu'il peut y avoir plusieurs émissions d'obligations hypothécaires du Canada chaque année, les gestionnaires liquident souvent les vieux actifs et les remplacent par de nouvelles obligations afin d'exploiter des écarts additionnels. Cette activité régulière peut exiger beaucoup de travail sur le plan du refinancement du portefeuille, et ce, même en cas de petits changements.

10. L'achat ou la vente d'obligations hypothécaires du Canada, l'opération inverse sur les obligations du Canada de couverture, ainsi que le dénouement des mises et des prises en pension ayant servi à financer les deux positions. Une seule transaction peut nécessiter plus de quatre opérations si le financement a été obtenu par l'intermédiaire de différentes parties ou selon différentes échéances, ce qui augmente la charge de travail.

L'utilisation de contrats CGF comme unique instrument de couverture pour une stratégie entière¹¹ peut simplifier le portefeuille de la figure 4. Si l'on examine le portefeuille simplifié de la figure 5, on constate que les obligations du Canada de couverture sont entièrement laissées de côté et remplacées par une seule position de couverture sur CGF destinée à éliminer la VM01 du portefeuille. Pour être pleinement financé, le portefeuille couvert au moyen du CGF nécessite toujours quatre positions supplémentaires, non indiquées dans le tableau, pour le prêt des obligations hypothécaires du Canada contre des liquidités, mais ce portefeuille simplifié ne nécessite que neuf positions en tout. En outre, le portefeuille de la figure 5 exigerait une quantité de capitaux fort réduite dans la plupart des institutions et il n'est exposé à aucun risque lié au financement, sans compter qu'il pourrait profiter de surprises favorables si les obligations hypothécaires du Canada en position acheteur devaient faire l'objet d'un effet de rareté sur le marché des titres en pension. Par ailleurs, la prise ou le dénouement de positions pour gérer les positions sur écarts ou pour tirer profit des nouvelles émissions bon marché exigent un nombre réduit d'opérations.

Une petite part de risque lié à la pente s'introduit dans le portefeuille de la figure 5, mais il s'agit d'un compromis pour la simplification du portefeuille et la réduction de coût associée à l'utilisation d'un seul instrument. On pourrait aussi utiliser des obligations de 5 ans au comptant comme seul instrument de couverture, mais le risque lié à la pente demeurerait, tandis que l'avantage de la réduction de coût associée à l'utilisation de contrats à terme serait perdu. Dans le contexte actuel, les contrats à terme semblent être les instruments de couverture de portefeuille les plus efficaces et les plus économiques pour les stratégies de superposition.

FIGURE 5

POSITION	Émission	Prix	Taux	VM01 de l'émission	VM01 de la position
25 000 000	OHC 1,150 % 15/12/2021	96,048	2,389%	3,11	7 785
25 000 000	OHC 1,750 % 15/06/2022	97,526	2,429%	3,59	8 974
25 000 000	OHC 3,150 % 15/09/2023	102,912	2,536%	4,82	12 052
25 000 000	OHC 2,900 % 15/06/2024	101,743	2,576%	5,44	13 601
-832	CGFU18 (FC = 0,8345)	117,440	2,219%	5,10	-42 393
	Portefeuille total				19

Source : CanDeal

11. Ou encore de contrats CGB si le temps à courir jusqu'à l'échéance des obligations hypothécaires du Canada se rapproche de huit ans.

GESTION AVEC LEVIER, GAINS RAPIDES

Opérations sur la pente¹²

La liquidité accrue des contrats CGF simplifiera grandement la prise et le maintien de positions fondées purement sur la pente. Par exemple, une stratégie basée sur l'accentuation de l'écart entre les taux des obligations de cinq ans et de dix ans peut être attrayante à l'heure actuelle dans un portefeuille qui comporte un levier, puisque la pente de ce segment de la courbe s'est affaïssée à des niveaux jamais vus depuis 2007, comme l'illustre la figure 6.

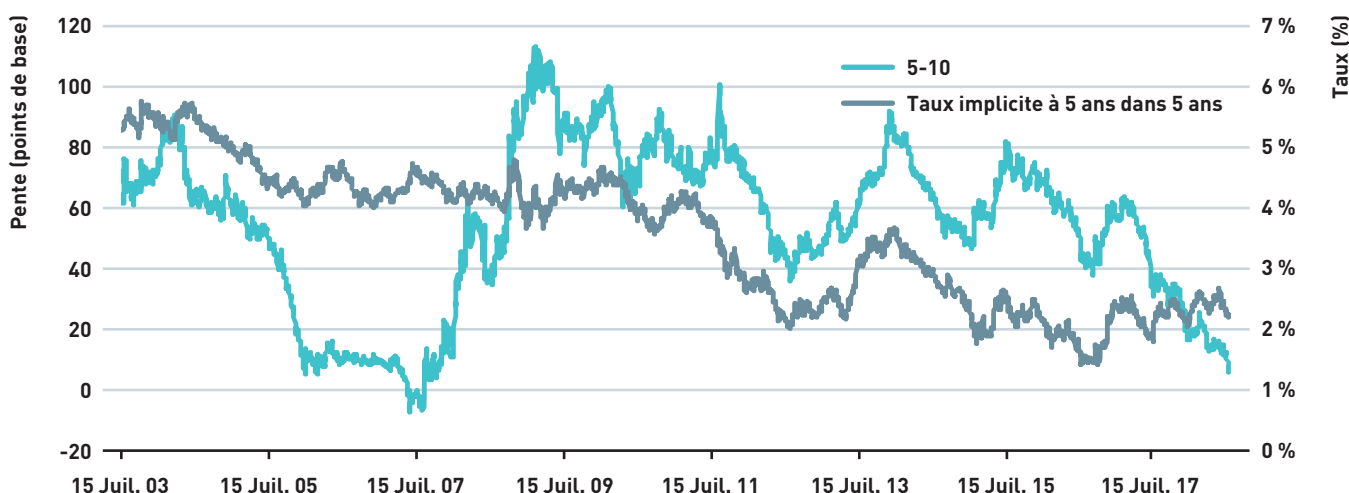
Si l'on utilise un substitut pour le taux à cinq ans dans cinq ans, aussi illustré à la figure 6, on constate que l'évaluation actuelle repose sur l'hypothèse que les taux à cinq ans dans cinq ans avoisineront les 2 %, un taux historiquement très bas et associé uniquement aux taux d'intérêt extrêmement faibles et à l'assouplissement quantitatif dans les marchés développés.

Exemple de structure :

Sur le marché à terme, il est possible de mettre en œuvre une stratégie basée sur l'accentuation de l'écart entre les taux des obligations de cinq ans et de dix ans en achetant simplement des contrats CGF et en vendant une quantité de contrats CGB pondérée en fonction de la VM01, sans qu'il soit nécessaire de vendre des obligations à découvert ni de recourir à des programmes de mise ou de prise en pension de titres pour financer la position. En outre, la quantité de capitaux requis est très petite comparativement à l'utilisation des swaps ou des obligations au comptant. De plus, on évite ainsi le risque lié aux écarts sur swaps.

- Achat de 191 contrats CGFU18.
- Vente de 87 contrats CGBU18.
- Création efficace d'une position qui est basée sur l'accentuation de l'écart entre les taux de cinq ans et de dix ans et qui a une VM01 de 10 000 \$.

FIGURE 6
Pente entre les taux de 5 ans et de 10 ans du Canada, et taux implicite à 5 ans dans 5 ans



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

12. Voir les articles Opérations sur la courbe de rendement, publié en juin 2017, et Rétablir l'équilibre au sein des positions fondées sur une accentuation de l'écart de rendement des obligations de cinq ans et de dix ans, publié en novembre 2017.

Opération sur la base d'un contrat à terme ¹³

Les gestionnaires qui utilisent un levier et qui connaissent bien les calculs de la valeur relative et l'analyse de l'écart de prix entre un contrat à terme et l'obligation la moins chère à livrer de son panier de livrables peuvent effectuer des opérations sur la base d'un contrat à terme afin de générer un rendement supplémentaire ¹⁴. Ce type d'opérations peut aussi servir à prendre une position directionnelle sur les hausses et baisses de taux effectuées par la Banque du Canada pendant la durée de vie d'un contrat.

Exemple de structure :

À la figure 7, on calcule la valeur relative du CGFU18 par rapport à son panier de livrables d'après les prix du 11 juillet 2018, jour où la Banque du Canada a porté le taux à un jour de 1,25 % à 1,5 %. En bref, la base nette est le montant en dollars indiquant dans quelle mesure une obligation est plus chère relativement au contrat à terme selon l'hypothèse que l'obligation est empruntée, en moyenne, au taux de pension indiqué. Le taux de pension implicite correspond au rendement qu'obtiendra un investisseur en achetant l'obligation avec de l'argent emprunté, en vendant le contrat à terme (position acheteur sur la base), puis en livrant l'obligation le dernier jour de livraison.

Comme le montre la figure 7, un rendement de seulement 1,31 % sur une position acheteur sur la base comparativement à un rendement à un jour de 1,5 % indique que le contrat est meilleur marché que l'obligation. Un investisseur qui souhaite prendre position sur la base d'un contrat à terme peut aussi choisir de vendre la base (vendre l'obligation et acheter le contrat à terme) afin de profiter un peu de la faible valeur relative du contrat à terme par rapport à l'obligation la moins chère à livrer, dans la mesure où il est convaincu qu'il obtiendra un taux de 1,5 % sur l'argent prêté en échange de l'obligation empruntée et vendue à découvert.

- Vente d'obligations du Canada à 1,75 % échéant le 1er mars 2023 à hauteur de 23,97 M\$.
- Achat de 200 contrats CGFU18.
- Prise d'une position vendeur sur la base qui sera aussi profitable si la Banque du Canada hausse encore ¹⁵ les taux avant le dernier jour de livraison du contrat.

FIGURE 7
Panier de livrables du CGF - Mois de livraison le plus proche

Date de première livraison	4 Sept. 2018
Date de dernière livraison	28 Sept. 2018
CGF	118,030

COUPON	Jour _m	Cours Acheteur	Taux	FC	Base brute	Taux de pension	Base nette _{Dernier}	Taux de pension implicite _{Dernier}
1,75%	1 ^{er} Mars 2023	98,5830	2,073 %	0,8345	0,087	1,50%	0,033	1,31%
2,00%	1 ^{er} Sept. 2023	99,5300	2,097 %	0,8294	1,636	1,50%	1,533	-5,90%

Source : CanDeal et Bourse de Montréal

13. L'article Opération sur CGB basée sur le raffermissement de la politique monétaire de la Banque du Canada, publié en novembre 2017, contient un exemple détaillé de cette opération.

14. Voir l'article Analyse du taux de pension implicite, publié en octobre 2016.

15. Un événement très peu probable dans la conjoncture actuelle.

Opération sur paire de devises ¹⁶

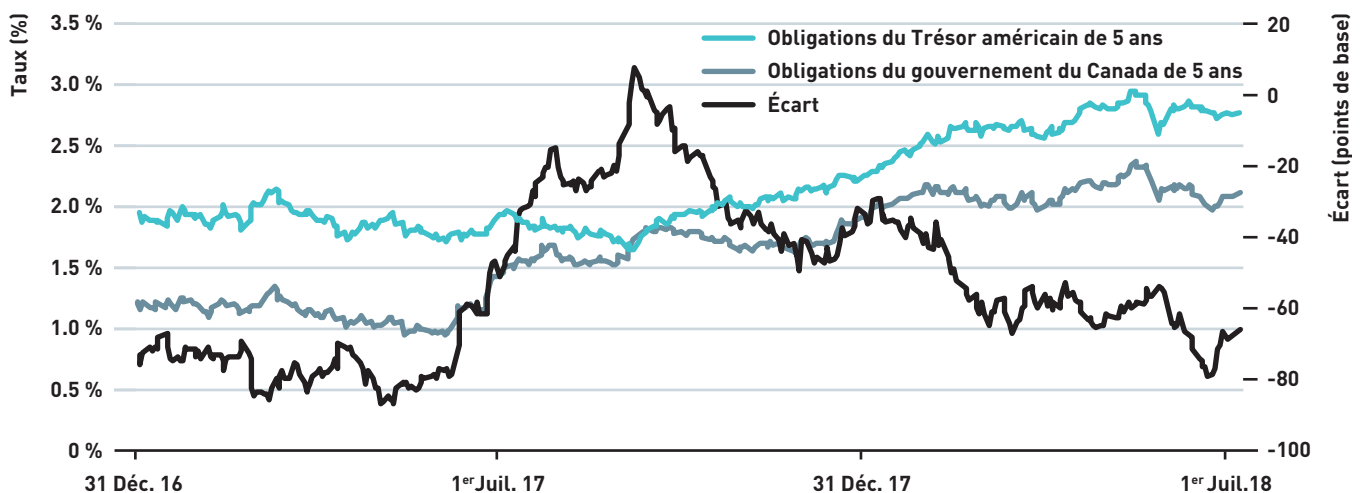
Les investisseurs actifs peuvent facilement exprimer leur point de vue sur les niveaux relatifs des taux d'intérêt au Canada par rapport à ceux aux États-Unis, en Europe, au Royaume-Uni ou ailleurs dans le segment de cinq ans de la courbe de rendement en combinant les contrats CGF à d'autres contrats de cinq ans négociés sur d'autres marchés.

Exemple de structure :

Un gestionnaire actif examine l'écart de taux entre les obligations du Canada et des États-Unis ayant une échéance fixe de cinq ans, illustré à la figure 8. Il constate que les marchés anticipent que la Réserve fédérale américaine poursuivra les hausses de taux, tandis que la Banque du Canada mettra en veilleuse le resserrement de sa politique monétaire. L'écart de taux sur les obligations de cinq ans a chuté de 65 points de base depuis septembre 2017. Un gestionnaire qui ne croit pas que les taux canadiens puissent demeurer bien en deçà des taux américains pourrait tenter de réaliser un gain en vendant le contrat CGF négocié à la Bourse de Montréal et en achetant le contrat à terme sur obligations du Trésor de cinq ans (FV) négocié au CME.

- Vente de 191 contrats CGFU18.
- Achat de 169 contrats FVU18.
- Exécution d'une opération qui est basée sur un rétrécissement d'écart entre les obligations de cinq ans du Canada et celles des États-Unis et qui a une VM01 de 10 000 \$ CA, sans qu'il soit nécessaire d'avoir des programmes de mise ou de prise en pension de titres pour chacune des monnaies, de grever le bilan de sommes importantes ou de risquer de subir un effet de rareté sur le marché des titres en pension à l'égard des obligations vendues à découvert.

FIGURE 8
Écart sur obligations de cinq ans des gouvernements canadien et américain



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

16. Voir les articles Vente de contrats CGBM7 et Achat de contrats TNM7 – VM01 neutre, publié en mai 2017, et Occasions d'opérations sur devises entre le Canada et l'Europe, publié en anglais en juin 2018.

Écart de risque de crédit ¹⁷

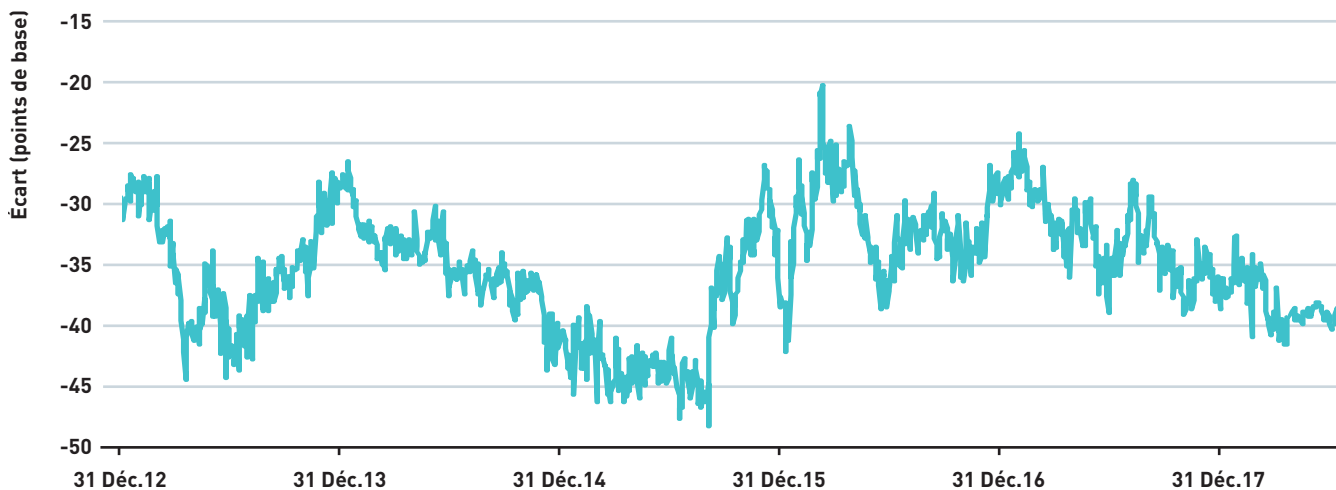
Un investisseur actif peut utiliser des contrats à terme sur obligations de cinq ans pour établir des opérations sur écart de risque de crédit en effectuant un échange d'instruments dérivés hors bourse pour contrat avec un courtier de swaps canadiens. Dans une telle structure, l'investisseur prend position sur l'accentuation ou le rétrécissement d'un écart de swap sans risquer de subir un effet de rareté sur le marché des titres en pension et sans avoir à assumer les coûts associés au maintien d'un pupitre de financement par mise ou par prise en pension de titres.

Exemple de structure :

La figure 9 illustre les écarts de swap à échéance fixe de cinq ans des cinq dernières années. Bien que les écarts soient demeurés près de la moyenne tout au long de la période, ils sont en fait assez chers (bas sur le graphique) comparativement à la norme depuis 2015. Un investisseur qui croit que les écarts rétréciront par rapport au niveau actuel de -40 points de base pour atteindre un niveau plus normal de -35 points ou plus élevé encore pourrait combiner des contrats CGF et un swap différé pour prendre position à l'égard d'un tel changement.

- Vente de 191 contrats CGF.
- Réception du taux fixe sur un notionnel de 22,9 M\$ CA, du 28 septembre 2018¹⁸ au 1^{er} mars 2023¹⁹.
- Exécution d'une opération qui est basée sur un rétrécissement d'écart et qui a une VM01 de 10 000 \$, à un coût en capitaux inférieur à celui d'une opération équivalente sur les obligations (dans la plupart des portefeuilles), sans qu'il soit nécessaire d'avoir un programme de mise ou de prise en pension de titres ou de s'exposer à un risque de financement attribuable à un effet de rareté sur le marché des titres en pension.

FIGURE 9
Écarts de swap de cinq ans



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

17. Voir les articles Stratégie sur écart de risque de crédit reposant sur le CGF, publié en octobre 2016, et L'activité saisonnière dans le marché hypothécaire canadien, publié en avril 2017.

18. Le dernier jour de livraison du contrat à terme actif.

19. L'échéance de l'obligation la moins chère à livrer.

Couverture d'une position sur obligations de cinq ans basée sur leur valeur relative au moyen d'un seul instrument de couverture

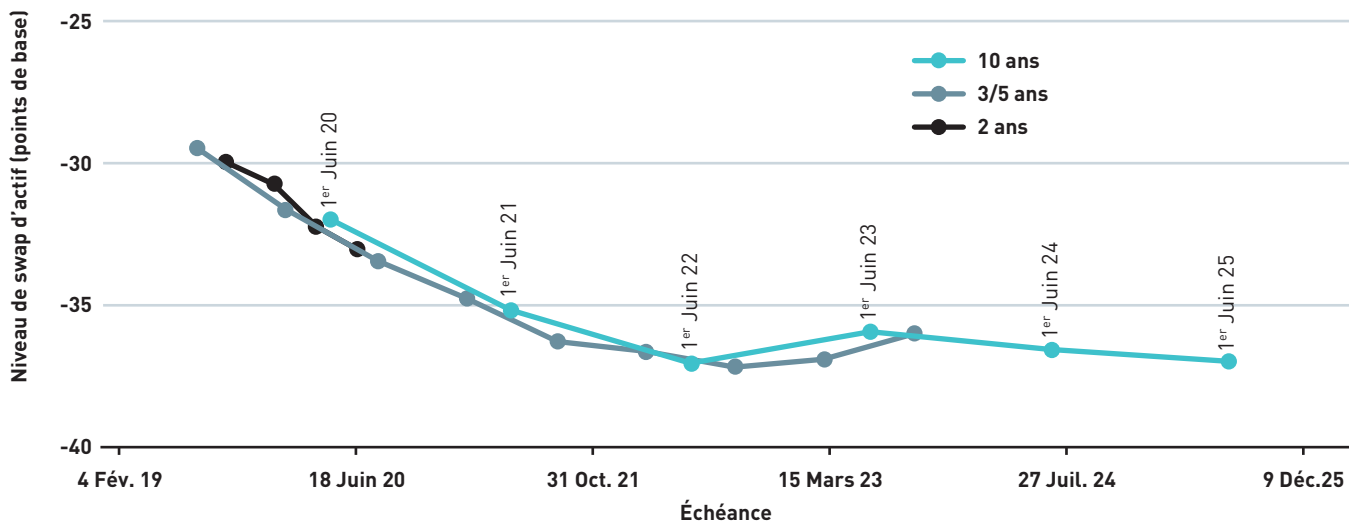
Un portefeuille avec levier qui vise à générer des gains de temps à autre grâce à des écarts de quelques points de base de valeur relative²⁰ peut être programmé pour suivre la valeur relative de diverses obligations. Lorsque certaines obligations deviennent abondantes ou rares, leur valeur relative par rapport à leurs obligations voisines varie en fonction de la demande de liquidité associée à chacune des obligations. Un gestionnaire de portefeuille adroit peut acheter des obligations relativement bon marché ou vendre des obligations relativement chères dans le secteur des échéances de cinq ans, tout en maintenant un seul instrument de couverture pour éliminer le risque de taux d'intérêt.

Exemple de structure :

À la figure 10, un gestionnaire de portefeuille qui utilise les écarts de swap pour évaluer l'écart de valeur relative entre les obligations du Canada peut constater que l'obligation à 1,5 % échéant le 1er juin 2023 est quelques points de base moins chère que les autres du secteur. Il pourrait acheter cette obligation et se couvrir par la vente de contrats CGF afin d'éliminer tout risque de taux d'intérêt. De telles occasions liées à la valeur relative se présentent dans les deux sens, qu'il s'agisse d'obligations chères ou bon marché, de sorte que le gestionnaire de portefeuille pourrait constamment chercher à « récolter » des points de base à mesure que se présentent les occasions, tout en gardant ses coûts de couverture faibles en utilisant un seul instrument pour gérer le risque lié à la VM01.

- Achat d'obligations du Canada à 1,5 % échéant le 1er juin 2023 à hauteur de 21,97 M\$.
- Vente de 191 contrats CGFU18.
- Exécution d'une opération qui est basée sur l'écart de valeur entre de très vieilles obligations de dix ans et le contrat CGF (son obligation la moins chère à livrer) et qui a une VM01 de 10 000 \$.

FIGURE 10
Écarts de swap sur obligations du Canada de dix ans



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

20. Le contrat sur cinq ans peut aussi être l'instrument de couverture d'un pupitre de maintien de marché d'une banque qui exécute cette même stratégie.

Plans relatifs aux adjudications

Les investisseurs actifs peuvent utiliser la méthode présentée à la section précédente avant et pendant les adjudications d'obligations du gouvernement du Canada, dans un contexte où les pupitres de négociation²¹ déprécient des parties de la courbe de rendement avant une date d'émission prévue. Un gestionnaire adroit peut souvent faire des achats intrajournaliers alors que les nouvelles obligations ou leurs voisines se déprécient, tout en se couvrant au moyen de contrats CGF (dans le cas des échéances de trois et cinq ans) ou de contrats CGB (dans le cas des échéances de dix ans)²². Les valeurs relatives connaissent souvent une variation inverse au cours des heures ou des jours qui suivent les adjudications, ce qui permet de bonifier le rendement de quelques points de base.

Émetteurs

Autres moyens de fixer un taux d'intérêt

Une société émettrice qui compte effectuer une émission d'obligations de cinq ans dans un avenir rapproché, mais ne peut le faire immédiatement pour une raison quelconque, pourrait utiliser des contrats à terme de cinq ans afin de fixer le taux d'intérêt (mais pas l'écart) pour sa vente prévue d'obligations. Tout comme les contrats à terme peuvent servir à couvrir un risque de taux ou fixer un taux, un émetteur peut les utiliser pour couvrir sa vente future d'obligations sans avoir besoin d'un pupitre de pensions sur titres, d'une entente ISDA ou de montants excessifs de liquidités.

Exemple de structure :

Le trésorier d'une société remarque que les taux sont irrésistiblement bas, mais il s'attend à ce qu'ils remontent avant que la société puisse émettre ses prochaines obligations. En attendant l'approbation requise pour procéder à la prochaine émission d'obligations de cinq ans, le trésorier pourrait couvrir, en totalité ou en partie, cette émission en vendant des contrats CGF. Au moment où la société émettra les obligations, il pourra dénouer sa position sur les contrats CGF, puisque la couverture du risque de taux ne sera plus nécessaire.

21. IEn vue de conserver de grandes quantités d'obligations à la suite des adjudications.

22. Dans le cas des obligations dont l'échéance est à plus d'un ou de deux ans de celle de l'obligation la moins chère à livrer d'un contrat, il est préférable de recourir à une couverture pondérée en fonction de la régression. Pour ce faire, on établit la pondération de la couverture au moyen du coefficient de régression observé entre l'instrument acheté et l'instrument de couverture au cours d'une période récente.



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, contactez :

T : +1 514 871-3501

C : 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.

Toute mention dans le présent document au sujet des caractéristiques, des règles et des obligations concernant un produit est assujettie aux règles, aux politiques et aux procédures de Bourse de Montréal Inc. et de sa chambre de compensation, la Corporation canadienne de compensation de produits dérivés, lesquelles ont préséance sur le présent document. Bien que le présent document ait été rédigé avec soin, Bourse de Montréal Inc. et ses sociétés affiliées ne garantissent pas l'exactitude ou l'exhaustivité de l'information qu'il renferme et se réservent le droit de modifier ou de réviser, à tout moment et sans préavis, la teneur du présent document. 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.

CGB^{MD}, CGF^{MD} et MX^{MD} sont des marques déposées de Bourse de Montréal Inc. et TMX^{MD} est une marque déposée de TSX Inc.; elles sont utilisées aux termes d'une licence. Toutes les autres marques de commerce figurant dans le présent document appartiennent à leurs propriétaires respectifs.

© Bourse de Montréal Inc., Novembre 2018. Tous droits réservés.

W-ED-STR-CGFMappingthepossibilitiesF- c53d589c049