

Le point sur les reports entre contrats H21-M21

Sommaire de la période de report trimestrielle

Le premier jour d'avis de livraison est le 25 février, et les jours où la liquidité sera favorable au report des contrats à terme sur les obligations du gouvernement du Canada de deux ans (CGZ), de cinq ans (CGF) et de 10 ans (CGB) seront probablement les 22 et 23 février.

Le contrat sur obligations de 2 ans (CGZ) nouvellement introduit à l'occasion de cette mise à jour trimestrielle donnera lieu à un changement dans le panier de livrables lorsque le contrat actif H21 sera substitué par le contrat M21, comme ce sera le cas pour le CGF. Il s'agit de la première période de report du CGZ assorti des nouvelles caractéristiques et dont l'intérêt en cours est important. Comme le contrat bénéficie d'un apport actif de liquidités de la part des courtiers partenaires, nous nous attendons qu'au moment du report ce contrat se négocie autour de sa juste valeur.

Il n'y aura aucun changement dans le panier de livrables du CGB ce trimestre. La Banque du Canada qui détient des quantités considérables d'obligations livrables pour ce contrat s'est engagée publiquement (et a déjà commencé) à effectuer des opérations de pension sur ces obligations. Le CGB repose sur un marché restreint de spéculateurs, ce qui contribuera probablement à la volatilité des prix lorsqu'une large majorité des détenteurs de positions vendeur tentera de procéder à un report hâtif vers le contrat M21 ou tout simplement à fermer leurs positions.

Un positionnement spéculatif

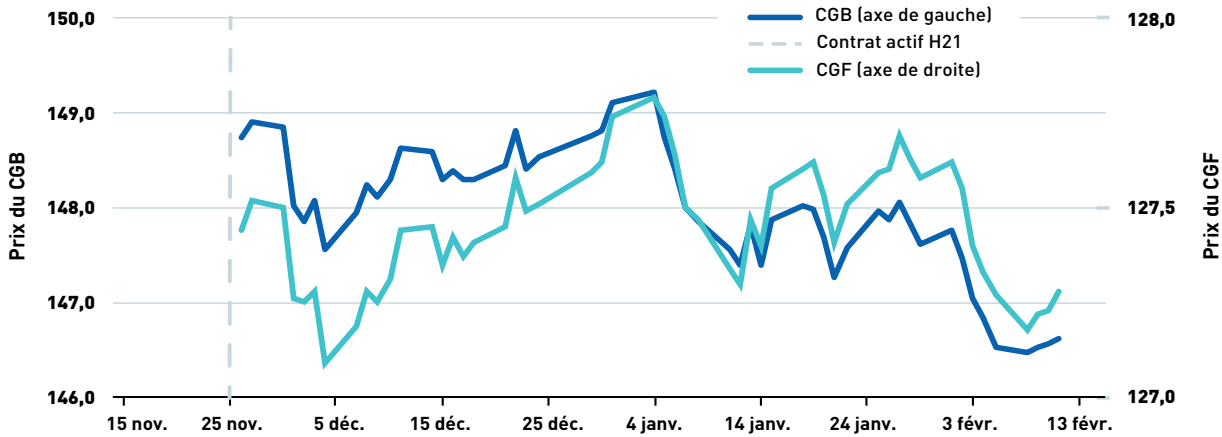
Comme le démontre le graphique du tableau 1, les prix du CGF et du CGB ont affiché des tendances similaires durant l'existence des contrats H21. Les contrats de cinq et de dix ans ont tous deux enregistré des points d'inflexion des prix similaires au cours des trois derniers mois, le renversement le plus important étant survenu pratiquement le premier jour de négociation en 2021.

Après le point de retournement du 4 janvier, aucun changement de tendance majeur n'a été observé. Nous soupçonnons l'existence d'un marché restreint de spéculateurs actifs dans les contrats à terme, tout particulièrement le CGB. De fait, les modèles de tendance créés par Macro Hive¹ en collaboration avec la Bourse de Montréal montrent que, lorsque pris isolément, les modèles de négociation du CGB portant sur un ou trois mois présentent des signaux de vente depuis la mi-décembre; l'un de ceux-ci ayant même précédé l'inversion à la baisse des prix survenue au début de l'année. Le modèle portant sur le CGF a évolué de façon similaire, mais s'est récemment redressé pour ce qui est des contrats de 5 ans.

¹ Pour de plus amples renseignements, visitez le site m-x.ca/macrohive

TABLEAU 1

Prix du CGF et du CGB (contrats H21)

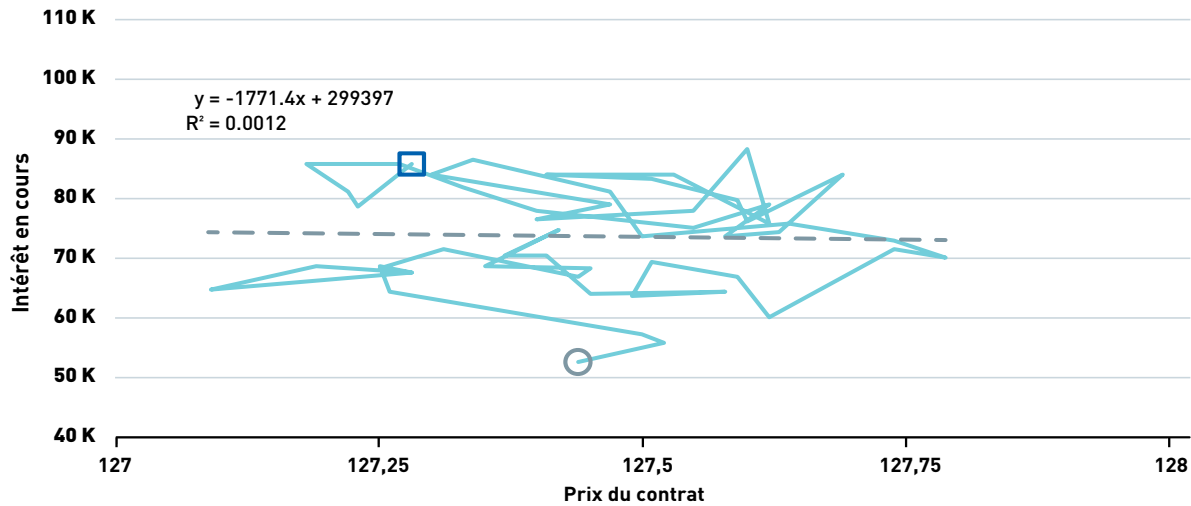


Source : Bourse de Montréal

Étant donné le renversement survenu à la mi-parcours du contrat, les régressions de l'intérêt en cours par rapport aux prix semblent au départ faiblement corrélées. Comme le démontre le graphique du tableau 2 qui trace l'évolution du CGF depuis la création du contrat H21 (cercle) jusqu'au 11 février (carré), la corrélation globale est presque nulle, et ce, malgré la tendance à la baisse des prix et l'augmentation de l'intérêt en cours dans la seconde moitié du trimestre.

TABLEAU 2

CGFH21 Prix du CGFH21 par rapport à l'intérêt en cours

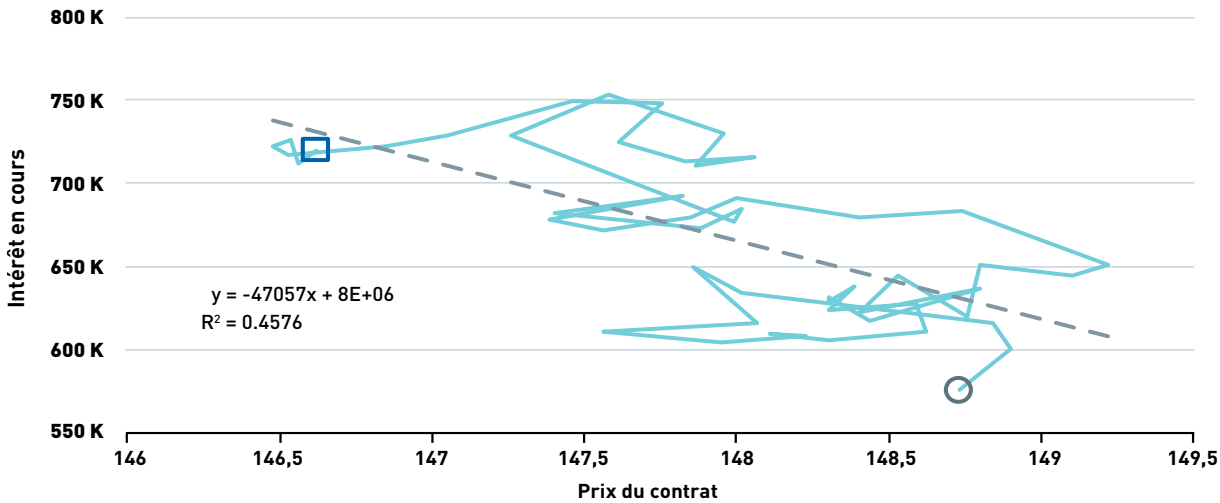


Source : Bourse de Montréal

La même tendance se dégage pour le CGB, comme le démontre le graphique du tableau 3, mais la corrélation entre l'intérêt en cours et le prix est plus marquée dans ce cas, les nouvelles positions initiées ayant entraîné une augmentation de l'intérêt en cours pour le contrat au moment où les prix se repliaient. Nous en concluons que le CGB présente une forte probabilité de positions vendeur spéculatives qui sont demeurées nombreuses au moins jusqu'au 11 février, date de saisie des données historiques. Les positions spéculatives étant généralement détenues par des gestionnaires qui ne prendront pas le risque de se retrouver dans la période de livraison, nous nous attendons à ce que ces positions vendeur aient un impact sur le prix de report, les transactions « achat d'échéance rapprochée, vente d'échéance éloignée » étant susceptibles d'être plus nombreuses que les transactions inverses au début de la période de report.

TABLEAU 3

Prix du CGBH21 par rapport à l'intérêt en cours

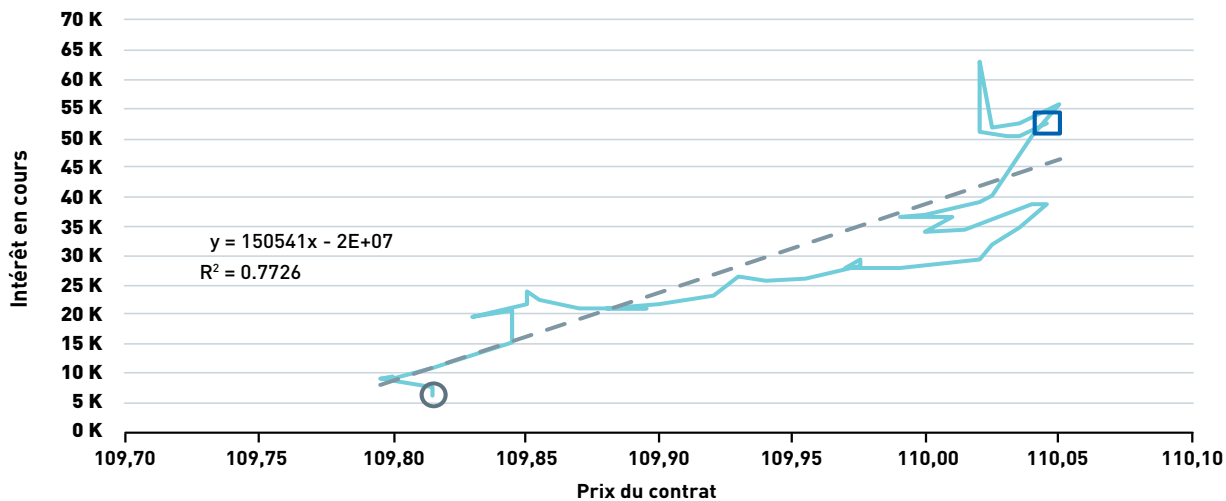


Source : Bourse de Montréal

Nous notons que cette interprétation de la corrélation ne doit pas encore être utilisée pour le CGZ. Bien que le graphique du tableau 4 fait apparaître une étroite corrélation entre le prix et l'intérêt en cours pour ce contrat, les prix étaient simplement à la hausse au moment de la création du contrat, l'intérêt en cours ayant lentement progressé de presque rien à plus de 50 000 contrats aujourd'hui. L'augmentation de l'intérêt en cours reflète de façon générale un engagement renouvelé pour ce contrat et ne doit pas être interprétée comme les modèles algorithmiques totalement intégrés au CGZ, une tendance à la hausse des prix ayant été établie.

TABLEAU 4

Prix du CGZH21 par rapport à l'intérêt en cours



Source : Bourse de Montréal

Substitution de l'obligation la moins chère à livrer

Les opérations de substitution de l'obligation la moins chère à livrer (MCL) sont généralement perçues comme un risque par les gestionnaires de portefeuille qui utilisent les contrats à terme comme substituts aux obligations, et comme une occasion pour ceux qui spéculent sur les prix relatifs entre les contrats et les obligations. Le potentiel de substitution à la livraison a été réduit presque à néant ces derniers trimestres en raison du faible niveau des rendements obligataires (même après le récent épisode de liquidation) et de l'aplatissement des courbes de taux. Pratiquement personne ne devrait aujourd'hui négocier de contrats sur titres à revenu fixe pour livraison physique au Canada pour le potentiel de substitution qu'ils présentent, la cotation des contrats ayant tendance à s'approcher de celle des substituts presque parfaits de l'obligation d'échéance la plus rapprochée du panier de livrables.

Pour le CGZ et le CGB ce trimestre, nous ne présentons pas de scénario de rendement et de pente permettant de quantifier le moment où l'obligation échéant en septembre 2023 deviendrait l'obligation MCL du contrat CGZM21 ou encore celui où l'obligation échéant en juin 2030 deviendrait la MCL du contrat CGBM21. Ces scénarios sont tout simplement trop distants dans le temps pour constituer une utilisation valable ce trimestre.

Bien qu'encore lointains, nous dépeignons dans le tableau 5 les scénarios de rendement et de pente pour le contrat CGFM21 où l'on peut voir qu'une hausse du rendement à 1,04% (situation peu probable), accompagnée d'une accentuation de la courbe d'environ 30 points de base (situation encore plus improbable) entre les dates d'échéance de mars et de septembre, donnerait lieu à une substitution de l'obligation échéant en mars 2026 en faveur de celle échéant en septembre 2026, récompensant d'un profit inattendu les détenteurs de positions vendeur sur le contrat CGFM21 et infligeant des pertes insoupçonnées aux détenteurs de positions acheteur. Il est peu probable que ces scénarios se concrétisent, et le prix des options intégrées détenues sous la forme de positions vendeur sur le CGF devrait s'approcher de zéro, comme c'est également le cas pour celles portant sur le CGZ et le CGB.

TABLEAU 5

Taux mars 2026

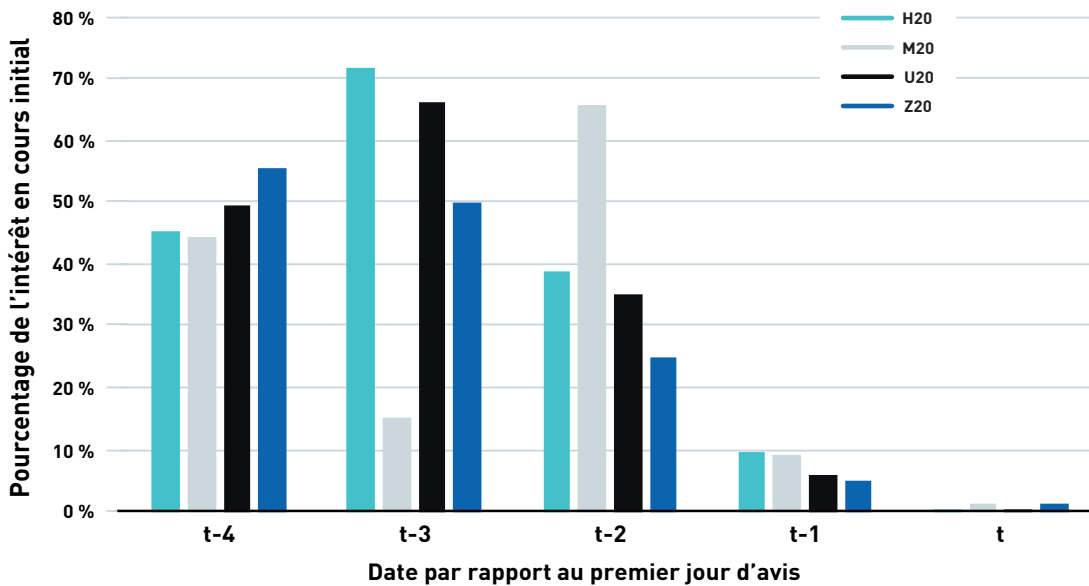
PENTE	0.34 %	0.39 %	0.44 %	0.49 %	0.54 %	0.79 %	1.04 %	1.29 %	1.54 %	1.79 %	2.04 %	2.29 %	2.54 %	2.79 %	3.04 %	3.29 %
0.0	Mar26	Mar26	Mar26	Mar26	Mar26	Mar26	Mar26	Mar26	Mar26	Mar26	Mar26	Mar26	Mar26	Mar26	Mar26	Mar26
1.9	Mar26	Mar26	Mar26	Mar26	Mar26	Mar26	Mar26	Mar26	Mar26	Mar26	Mar26	Mar26	Mar26	Mar26	Mar26	Mar26
3.8	Mar26	Mar26	Mar26	Mar26	Mar26	Mar26	Mar26	Mar26	Mar26	Mar26	Mar26	Mar26	Mar26	Mar26	Mar26	Mar26
5.7	Mar26	Mar26	Mar26	Mar26	Mar26	Mar26	Mar26	Mar26	Mar26	Mar26	Mar26	Mar26	Mar26	Mar26	Mar26	Mar26
7.6	Mar26	Mar26	Mar26	Mar26	Mar26	Mar26	Mar26	Mar26	Mar26	Mar26	Mar26	Mar26	Mar26	Mar26	Mar26	Mar26
9.5	Mar26	Mar26	Mar26	Mar26	Mar26	Mar26	Mar26	Mar26	Mar26	Mar26	Mar26	Mar26	Mar26	Mar26	Mar26	Mar26
17.6	Mar26	Mar26	Mar26	Mar26	Mar26	Mar26	Mar26	Mar26	Mar26	Mar26	Mar26	Mar26	Mar26	Mar26	Mar26	Mar26
25.7	Mar26	Mar26	Mar26	Mar26	Mar26	Mar26	Mar26	Mar26	Mar26	Mar26	Mar26	Mar26	Mar26	Mar26	Sep26	Sep26
33.8	Mar26	Mar26	Mar26	Mar26	Mar26	Mar26	Mar26	Mar26	Mar26	Mar26	Sep26	Sep26	Sep26	Sep26	Sep26	Sep26
41.9	Mar26	Mar26	Mar26	Mar26	Mar26	Mar26	Sep26	Sep26	Sep26	Sep26	Sep26	Sep26	Sep26	Sep26	Sep26	Sep26
50.0	Sep26	Sep26	Sep26	Sep26	Sep26	Sep26	Sep26	Sep26	Sep26	Sep26	Sep26	Sep26	Sep26	Sep26	Sep26	Sep26

Nombre prévu de reports

Les volumes d'opérations de report dans les contrats à terme suivent des trajectoires assez prévisibles et nous prévoyons qu'environ 930 000 contrats CGBH21 seront négociés entre le 19 et le 25 février. Cette prévision repose simplement sur les volumes de négociation sur ce contrat observés durant les périodes de report en 2020. À titre d'exemple, le graphique du tableau 6 présente le volume quotidien de négociation sur le CGB pour les cinq jours se terminant à la date du premier jour d'avis pour chacun des contrats H20 à Z20. Plutôt que de tracer le volume total, nous exprimons les volumes quotidiens négociés sur chacun des contrats en pourcentage de l'intérêt en cours à T-5.

TABLEAU 6

Volume quotidien durant le report, 2020



Source : Bourse de Montréal

Si l'on fait fi de la situation inhabituelle du contrat M20 dont le T-3 est survenu le jour férié du Memorial Day aux États-Unis, nous calculons simplement la moyenne du pourcentage de volume des trois autres contrats pour obtenir le pourcentage de l'intérêt en cours initial négocié chaque jour précédant immédiatement le premier jour d'avis, le résultat obtenu étant reporté à la ligne appropriée du tableau 7. À la dernière ligne de ce même tableau figurent les résultats de nos calculs entourant le volume quotidien attendu en fonction de l'intérêt en cours actuel sur le contrat CGBH21. Comme les jeux d'options ne sont pas viables ce trimestre, nous sommes raisonnablement persuadés que les volumes de négociation se rapprocheront des résultats présentés au tableau 7, lesquels sont environ de trois à quatre fois supérieurs aux volumes normaux enregistrés pour le CGB les jours de non-report. Les acteurs du marché expérimentés conviendront que ces volumes élevés de négociation s'avèrent tout à fait normaux durant les périodes de report trimestrielles.

TABLEAU 7

DATE	19-FÉVR.-21	22-FÉVR.-21	23-FÉVR.-21	24-FÉVR.-21	25-FÉVR.-21
Pourcentage de l'IC initial	50 %	63 %	33 %	7 %	1 %
Volume quotidien prévu	304 598	380 397	199 426	41 200	3 783

Données essentielles et attentes

Les données essentielles susceptibles d'intéresser un gestionnaire de portefeuille détenant une position dans les contrats H21 et qui planifie cette semaine sa stratégie de report apparaissent aux tableaux 8, 9 et 10. Nous avons utilisé les cours de clôture du 11 février et réduit le nombre d'obligations MCL en circulation d'un montant équivalant aux positions détenues par la Banque du Canada. Seul le contrat CGBM21 présentait un intérêt en cours à la date de saisie des données, de sorte que les prix indiqués pour les contrats du mois de juin, au même titre que toute analyse reposant sur le prix, ne sont pas basés sur les prix observés sur le marché à ce moment.

Les contrats CGFH21 et CGBH21 procureront tous les deux un portage positif durant la période de livraison du mois de mars, les coupons étant supérieurs au taux à un jour. Le CGZ, dont l'intérêt en cours totalise maintenant plus de 50 000 contrats, est assorti d'un coupon de 0,25 %. Le taux de pension implicite de ce contrat étant actuellement inférieur à ce niveau, les détenteurs de positions vendeur ne sont pas encore incités à effectuer une livraison hâtive. Utilisez la date du dernier jour de livraison pour calculer le taux de pension implicite ou la base nette pour le CGF et le CGB, mais soyez prêt à un éventuel changement de la date du premier jour de livraison pour calculer le taux de pension implicite du CGZ (uniquement si la dépréciation relative actuelle du contrat venait qu'à disparaître, ce qui n'est pas prévu).

CGZH21 vers CGZM21

L'intérêt en cours du contrat de deux ans récemment lancé et assorti de nouvelles modalités a progressé de façon régulière pour atteindre plus de 50 000 contrats. Le contrat en est un dont le portage est pratiquement neutre durant la période de livraison, de sorte que les détenteurs de positions vendeur pourraient (ou non) livrer hâtivement si des contrats demeurent ouverts après la date du premier jour d'avis. Pour le prochain contrat, la valeur MCL passera de l'obligation échéant en novembre 2022 à celle échéant en février 2023, ce qui représente une prolongation d'échéance relativement négligeable. Le prix du contrat est actuellement assez juste à un taux de pension implicite d'environ 0,19 %.

Avec un peu plus de 950 000 \$ de VM01 pour l'ensemble des contrats en cours, il est peu probable que les investisseurs joueront vraiment du coude pour se positionner comme acheteurs ou vendeurs dans ce contrat, et ce, bien que la période de report constituera assurément un bon test de l'apport actif de liquidités mis en place pour le lancement. Si les deux contrats se négocient à leur juste valeur, nous nous attendons à un prix moyen d'environ 5,4 cents pour le report du 22 février.

TABLEAU 8

Données essentielles sur le CGZ

11 FÉVRIER 2021	ÉCHÉANCE RAPPROCHÉE (MARS 2021)	ÉCHÉANCE ÉLOIGNÉE (JUIN 2021)	ÉCART
Prix de clôture	110,045	110,000	0,045
Obligation la moins chère à livrer (MCL)	CA 0,250 % Nov. 2022	CA 0,250 % Févr. 2023	Variation!
Années après livraison (dernier jour de livraison)	1,6	1,6	0,0
Facteur de concordance de l'obligation MCL	0,9101	0,9101	
Prix net de l'obligation MCL	100,1595	100,1200	
Rendement de l'obligation MCL	0,157 %	0,189 %	0,032 %
Base brute (cents)	0,7	0,9	
Base nette (dernier jour de livraison, cents)	0,8	0,9	0,2
Taux de pension implicite (dernier jour de livraison)	0,19 %	0,23 %	0,03 %
VM01/100 de la MCL	1,7	2,0	0,3
Intérêt en cours	51,215	0	
Obligations MCL en circulation (millions)	29,847	15,914	-13,933
Notionnel équivalent de l'obligation	5,122	5,122	
Multiple en cou	0,2x	0,3x	0,2x

Sources : Banque TD, Banque Royale, Bourse de Montréal

CGFH21 vers CGFM21

Le contrat CGFM21 aura une obligation MCL différente de celle du contrat H21 avec le passage à une obligation échéant en mars 2026 assortie d'un coupon ultra-faible de 0,25 % qui ouvre la possibilité d'une base négative pour ce contrat, le taux d'intérêt cible de la Banque du Canada étant pour le moment égal au taux du coupon. Si le prix du contrat CGFM21 venait qu'à étayer un taux implicite supérieur à 0,25 %, alors celui-ci se rajustera pour refléter une livraison hâtive.

Le taux de pension implicite de seulement 0,11 % au moment d'écrire ces lignes signifie que le prix du contrat CGFH21 est relativement plus bas que celui des obligations de près de 1,5 cent. Un rapprochement entre le prix du contrat CGFM21 et sa juste valeur au moment où la liquidité commencerait à se renforcer rendrait possible pour les détenteurs de positions vendeur dans le contrat H21 d'opter pour un report hâtif plutôt que tardif afin de tirer profit de la faiblesse relative du prix de ce contrat.

L'intérêt en cours pour ce contrat demeure gérable pour l'ensemble des participants, et nous nous attendons à un report tout aussi paisible qu'équilibré, sans raison valable pour que la volatilité s'imisce dans l'établissement des prix relatifs des deux contrats.

TABLEAU 9

Données essentielles sur le CGF

11 FÉVRIER 2021	ÉCHÉANCE RAPPROCHÉE (MARS 2021)	ÉCHÉANCE ÉLOIGNÉE (JUIN 2021)	ÉCART
Prix de clôture	127,280	128,760	-1,480
Obligation la moins chère à livrer (MCL)	CA 0,500 % Sep. 2025	CA 0,250 % Mars 2026	Variation!
Années après livraison (dernier jour de livraison)	4,4	4,7	0,2
Facteur de concordance de l'obligation MCL	0,7859	0,7654	
Prix net de l'obligation MCL	100,0769	98,5375	
Rendement de l'obligation MCL	0,483 %	0,545 %	0,062 %
Base brute (cents)	4,7	-1,5	
Base nette (dernier jour de livraison, cents)	1,8	-1,7	-3.5
Taux de pension implicite (dernier jour de livraison)	0,11 %	0,30 %	0,19 %
VM01/100 de la MCL	4,5	4,9	0,4
Intérêt en cours	85,850	0	
Obligations MCL en circulation (millions)	26,820	14,229	-12,591
Notional de l'obligation MCL de l'intérêt en cours du contrat d'échéance rapprochée	8,585	8,585	
Multiple de l'obligation MCL de l'intérêt en cours du contrat d'échéance rapprochée	0,3x	0,6x	0,3x

Sources : Banque TD, Banque Royale, Bourse de Montréal

CGBH21 vers CGBM21

Des positions vendeur à caractère spéculatif semblent s'être accumulées durant le trimestre, et nous n'avons aucune raison de croire qu'elles aient été fermées.

La faiblesse relative actuelle du prix du contrat H21 (par rapport à l'obligation MCL), avec un taux de pension implicite de 0,13 %, a persisté à des degrés divers pendant toute la durée de ce contrat. Le coût relativement faible actuel du contrat H21 et sa juste valeur supérieure d'environ 1,5 cent font en sorte que les détenteurs de positions vendeur tenteront probablement de procéder à un report hâtif, alors que les détenteurs de positions acheteur dans le contrat H21 préféreront, dans la mesure du possible, attendre que les prix s'améliorent plus tard durant la période de report.

D'importantes positions vendeur à caractère spéculatif pourraient donner lieu à des achats hâtifs propres à créer une pression sur le prix du contrat H21. Cette situation pourrait être exacerbée par la faiblesse du taux de pension implicite, advenant la fermeture des positions, les détenteurs de positions vendeur cherchant à engranger un profit additionnel de 1 cent rendu possible par le prix relativement faible des contrats en comparaison de celui des obligations à l'heure actuelle. Une pression à la hausse précoce sur le prix de report permettrait d'étayer cette théorie (achat d'échéance rapprochée, vente d'échéance éloignée).

TABLEAU 10

Données essentielles sur le CGB

11 FÉVRIER 2021	ÉCHÉANCE RAPPROCHÉE (MARS 2021)	ÉCHÉANCE ÉLOIGNÉE (JUIN 2021)	ÉCART
Prix de clôture	146,620	144,820	1,800
Obligation la moins chère à livrer (MCL)	CA 2,250 % Juin 2029	CA 2,250 % Juin 2029	Pas de variation
Années après livraison (dernier jour de livraison)	8,2	7,9	-0,2
Facteur de concordance de l'obligation MCL	0,7587	0,7645	
Prix net de l'obligation MCL	111,4881	111,4910	
Rendement de l'obligation MCL	0,814 %	0,814 %	0,000 %
Base brute (cents)	24,8	77,6	
Base nette (dernier jour de livraison, cents)	1,5	5,3	3,7
Taux de pension implicite (dernier jour de livraison)	0,13 %	0,13 %	0,00 %
VM01/100 de la MCL	8,5	8,5	0,0
Intérêt en cours	608,669	3	
Obligations MCL en circulation (millions)	6,219	6,219	0
Notionel équivalent de l'obligation	60,867	60,867	
Multiple en cours	9,8x	9,8x	0,0x

Sources : Banque TD, Banque Royale, Bourse de Montréal

Potentiel d'atout

Le CGF et le CGB présentent tous deux des portages positifs durant la période de livraison ce trimestre et, bien que le CGZ affiche un portage essentiellement neutre, nous soupçonnons que le potentiel de profit² n'est pas suffisamment important pour inciter quiconque à jouer l'option d'atout dans ce contrat. En outre, nous prévoyons que les informations propres à provoquer des mouvements sur le marché diffusées après la clôture des opérations de négociation seront moins fréquentes à l'avenir, la nouvelle administration américaine étant probablement moins susceptible d'annoncer des décisions politiques importantes par le truchement des médias sociaux.

Le contrat CGBH21 exigerait une variation des rendements de 6 points de base après la clôture des opérations de négociation au début de la période de livraison pour rendre viable l'exercice de l'option d'atout; un scénario qui nous apparaît plutôt peu probable pour le moment. Comme le seuil permettant un exercice rentable diminue progressivement jusqu'à la veille du dernier jour de négociation, une surprise de seulement 1,5 point de base après la clôture des opérations de négociation (sous forme de rendements inférieurs) serait requise à la fin de la période de livraison.

Les chances semblent meilleures du côté du CGF, et ce, bien que nous ayons rarement été témoins de l'exercice d'options d'atout dans ce contrat. Les données du tableau 11 démontrent que le seuil de prix nécessaire pour assurer la rentabilité de l'exercice d'une option d'atout dans le contrat CGFH21 se situe à environ 2 points de base au départ et diminue graduellement jusqu'à une variation d'un demi-point de base à la fin de la période de livraison. Il n'est pas impossible d'imaginer une hausse du prix des obligations de cette ampleur après la clôture des opérations de négociation durant la période de livraison en mars, d'autant plus qu'une annonce du taux directeur par la Réserve fédérale américaine est prévue le 17 de ce mois. Les annonces de taux de la Banque du Canada n'affectent normalement pas les options d'atout puisqu'elles ne surviennent jamais en marge des heures des séances régulières de négociation des contrats à terme.

² Le potentiel de profit avec les options d'atout intégrées est plus élevé lorsque les facteurs de concordance s'éloignent de 1. Dans le cas du contrat CGZH21, le facteur de concordance de l'obligation MCL est de 0,9101, soit une valeur nettement supérieure à celle des obligations MCL du CGF ou du CGB, ce qui réduit le potentiel de profit, et ce, même si un scénario propice à l'exercice de l'option venait qu'à se présenter.

TABLEAU 11

Seuil pour l'exercice de l'option d'atout du CGFH21

DATE	PORTAGE RESTANT (PAR CONTRAT)	VARIATION MINIMALE DU PRIX POUR EXERCER L'OPTION D'ATOUT
25-févr.-2021	26,13	0,096
26-févr.-2021	25,25	0,093
1-mars-2021	24,38	0,090
2-mars-2021	23,51	0,086
3-mars-2021	22,64	0,083
4-mars-2021	20,03	0,074
5-mars-2021	19,16	0,070
8-mars-2021	18,29	0,067
9-mars-2021	17,42	0,064
10-mars-2021	16,55	0,061
11-mars-2021	13,93	0,051
12-mars-2021	13,06	0,048
15-mars-2021	12,19	0,045
16-mars-2021	11,32	0,042
17-mars-2021	10,45	0,038
18-mars-2021	7,84	0,029
19-mars-2021	6,97	0,026

Les rapports de livraison de la Corporation canadienne de compensation de produits dérivés (CDCC)³ concernant les contrats CGFZ20 et CGBZ20 démontrent qu'aucun exercice d'options d'atout n'a été réalisé durant la période de livraison de décembre.

Regard vers l'avenir et occasions à saisir

- L'intérêt récent accordé à l'utilisation des contrats CGF et CGB pour concrétiser des transactions fondées sur la courbe de rendement s'est maintenu ce trimestre, alors que plus de 70 000 de transactions stratégiques unitaires reposant sur la combinaison 2CGFH21-1CGBH21 ont été réalisées à la Bourse de Montréal. Cela équivaut déjà au montant total observé du côté des contrats Z20, ces deux totaux représentant une augmentation d'environ 80 % par rapport aux transactions réalisées sur les contrats U20. Les contrats à terme demeurent un moyen populaire pour exécuter rapidement et à peu de frais des transactions fondées sur la courbe de rendement 5-10 ans au Canada.
- Les contrats M21 ramènent à l'avant-scène le potentiel de « base négative » et la possibilité de livraison hâtive dans le CGF et le CGZ en raison des coupons extrêmement faibles de 0,25 % des obligations MCL. Si le taux de pension implicite venait qu'à remonter au-dessus de 0,25 %, alors les détenteurs de positions vendeur sur le contrat CGFM21 auraient intérêt à procéder à une livraison hâtive et le prix du contrat CGFM21 refléterait immédiatement cette possibilité. La variation de prix d'un demi-cent (une baisse du prix du contrat à terme) ne serait pas significative en soi si le taux de pension implicite ne dépasse que de quelques points de base le niveau des 0,25 %. Une dynamique similaire existe du côté du contrat CGZM21, dans quel cas la variation de prix du contrat serait encore plus faible.
- Les occasions liées à la valeur relative semblent abondantes, les obligations acquises lors d'adjudications dans le cadre d'opérations de couverture sur les contrats CGB et CGF étant presque toujours bon marché. Les investisseurs axés sur la valeur relative peuvent acheter des obligations vendues par adjudication, se couvrir avec le CGB ou le CGF⁴ - lorsque l'obligation MCL en est une anciennement émise - et ainsi profiter du rabais d'adjudication.
- Les émissions d'obligations de plus grande envergure devenues nécessaires pour financer les dépenses budgétaires engendrées par la pandémie de COVID-19 ont entraîné un changement dans le cycle des émissions d'obligations de 10 ans. Aux échéances traditionnelles du mois de juin se sont ajoutées celles de décembre. Il s'agit là d'une nouvelle norme (pour le moment du moins). Cela modifiera la dynamique actuelle du marché du CGB, la norme précédente d'un changement annuel unique dans le panier de livrables lorsque le contrat actif passait de juin à septembre se transformant plutôt en un événement qui a lieu deux fois par année. Bien qu'important, ce changement constitue essentiellement un jeu d'attente à moyen terme pour les détenteurs de CGB axés sur la valeur relative, l'obligation échéant en décembre 2030 ne devenant probablement pas l'obligation MCL avant le report des contrats M22 vers les contrats U22 à la fin du mois de mai 2020, soit dans une quinzaine de mois.

³ Les rapports de livraison de la CDCC peuvent être consultés sur le site Web de la CDCC ([sous l'onglet Rapports de livraison](#)).

⁴ Voir même les CGZ qui jouissent désormais d'une liquidité accrue.

- Nos inquiétudes précédentes concernant la quantité insuffisante d'obligations à taux flottant du gouvernement du Canada échéant en 2029 pour garantir des périodes de report relativement « calmes » se sont avérées non fondées.
 - Ces derniers temps, pratiquement aucun contrat n'est demeuré ouvert jusqu'à la période de livraison.
 - Par ailleurs, la Banque du Canada a démontré sa volonté de mener des opérations de pension de grande envergure pour assurer le bon fonctionnement sur les marchés des obligations anciennement émises. Par exemple, au moment d'écrire ces lignes, la valeur des obligations du gouvernement du Canada échéant en 2029 faisant l'objet d'un prêt par la Banque du Canada sur les marchés du financement se chiffre à 814 M\$. Nous soupçonnons que la Banque n'hésitera pas à prêter les 5 G\$ restants de cette émission qu'elle possède, ce qui réduirait à néant la possibilité que survienne une situation de liquidation forcée à la livraison.
- Une fois de plus, nous réitérons que le potentiel de substitution de l'obligation MCL pour tout contrat CGB est fondamentalement nul jusqu'au contrat CGBU22. Les obligations à coupon élevé et celles d'échéance plus rapprochée sont favorisées par les mathématiques propres aux obligations MCL. Pour le contrat M21, l'obligation MCL venant à échéance en juin 2029 et assortie d'un coupon de 2,25 % présente une échéance plus courte d'une année et un coupon supérieur d'un point de pourcentage par rapport à l'obligation suivante dans le panier de livrables, ce qui rend quasi inexistant le potentiel de substitution. En outre, la nouvelle obligation échéant en décembre 2030 est assortie d'un coupon plus faible de 0,5 %, et ce, bien que la différence de la durée jusqu'à l'échéance entre cette obligation et celle échéant en juin 2030 ne soit que de six mois. C'est donc avec assurance que nous prévoyons que le potentiel de substitution pour les contrats CGB sera inexistant pour au moins une année encore.



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. Titulaire d'un baccalauréat en économie de l'Université de Victoria et d'un MBA de la Richard Ivey School of Business, Kevin Dribnenki est analyste financier agréé (CFA).

Pour plus d'information

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

m-x.ca/futures

Les points de vue, opinions et conseils exprimés dans le présent article reflètent uniquement ceux de l'auteur.

Les renseignements qui figurent dans le présent article sont fournis à titre informatif seulement. Groupe TMX Limitée et ses sociétés affiliées ne cautionnent aucunement le présent article. Les points de vue, opinions et conseils exprimés dans le présent article reflètent uniquement ceux de l'auteur. Groupe TMX Limitée et ses sociétés affiliées ne cautionnent aucunement le présent article. Ni Groupe TMX Limitée ni ses sociétés affiliées ne garantissent l'exhaustivité des renseignements qui figurent dans le présent article 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 article ne vise aucunement à offrir des conseils d'ordre juridique, comptable, fiscal, financier, des conseils en placement ou des conseils de toute autre nature que ce soit. En conséquence, nul ne peut s'en remettre au présent article pour recevoir de tels conseils. L'information présentée ne vise aucunement à encourager l'achat de titres ou de produits dérivés inscrits à la Bourse de Montréal, à la Bourse de Toronto ou à la Bourse de croissance TSX. Groupe TMX et ses sociétés affiliées ne cautionnent ni ne recommandent les titres mentionnés dans le présent article. CGB, CGF, CGZ, CTD, Bourse de Montréal et MX sont des marques enregistrées 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 sont utilisées sous licence.

Droit d'auteur © 2021 Bourse de Montréal Inc. Tous droits réservés. Il est interdit de copier, distribuer, vendre ou modifier le contenu du présent article sans le consentement écrit préalable de la Bourse de Montréal.