

CGZ Contrats à terme sur obligations du gouvernement du Canada de deux ans

CGF Contrats à terme sur obligations du gouvernement du Canada de cinq ans

CGB Contrats à terme sur obligations du gouvernement du Canada de dix ans

BOURSE DE MONTRÉAL

Le point sur les reports entre contrats

Z21 et H22

Novembre 2021



VOIR LE FUTUR.
RÉALISER L'AVENIR.^{MD}

Sommaire

DE LA PÉRIODE DE REPORT TRIMESTRIELLE

Pour les contrats Z21, le premier jour d'avis de livraison est le 29 novembre, ce qui veut dire que la période de report entre le Z21 et le H22 devrait commencer le 24 novembre afin de laisser le temps à tous les participants de dénouer ou de reporter leurs positions. Toutefois, le 25 tombe un jour férié aux États-Unis, et les employés en finance ont souvent congé le lendemain. Par conséquent, le report des contrats à terme sur obligations au Canada commencera de bonne heure ce trimestre, comme cela a été le cas lors des années précédentes. Nous sommes d'avis que le report commencera tôt, peut-être même le 22, et que les jours de liquidité maximale seront les 23 et 24. Les clients patients qui seront au bureau auront la possibilité d'assainir leurs positions pendant le reste de la semaine.

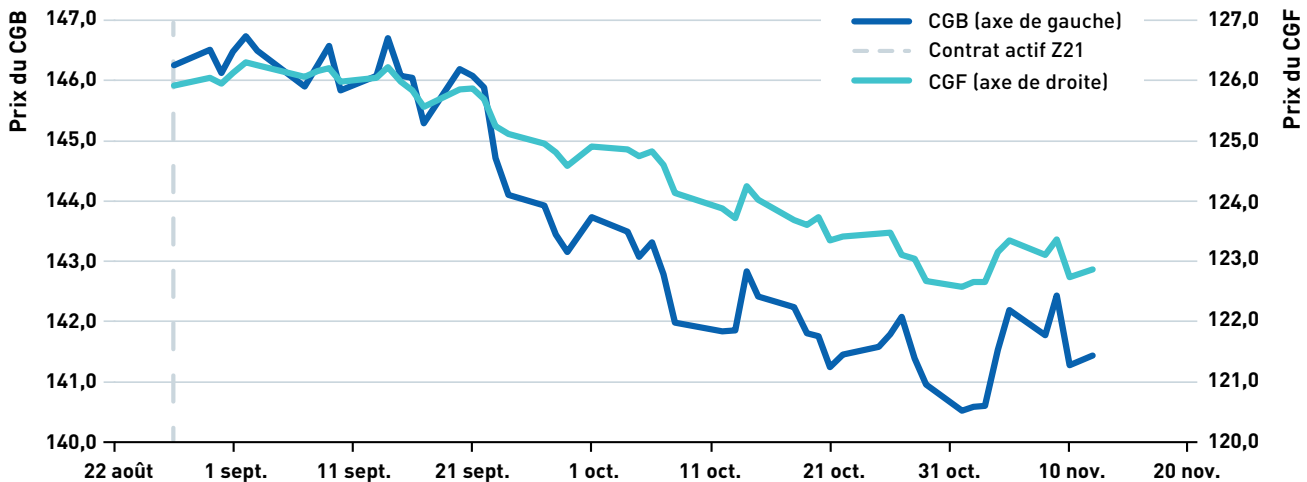
Les comptes spéculatifs ont sans doute accumulé des positions vendeur sur les contrats CGZ et CGF au cours du trimestre, peut-être même dans des proportions extrêmes. Voilà qui pourrait provoquer des pressions haussières sur le prix du Z21 par rapport au H22 dès le début de la période de report. Elle pourrait également exercer des pressions haussières sur le CGB, qui a fait l'objet de livraisons relativement importantes dernièrement. Le CGB pourrait d'ailleurs réserver quelques possibilités intéressantes aux gestionnaires axés sur la valeur relative, compte tenu de la forte valeur de son obligation la moins chère à livrer (MCL) par rapport aux obligations voisines.

Positions spéculatives

Les gestionnaires de titres à revenu fixe le savent bien : pendant la quasi-totalité du trimestre, les prix des contrats à terme sur obligations du gouvernement du Canada de 2 ans, de 5 ans et de 10 ans (respectivement le CGZ, le CGF et le CGB) étaient à la baisse, comme le démontre la Figure 1 (CGF de 5 ans et CGB de 10 ans). Encore une fois, le CGF a connu un rendement plus volatil et a fait l'objet de plus de liquidations que le CGB¹. Cela dit, le prix du contrat de 5 ans a baissé de façon relativement graduelle pendant toute sa durée de vie. Quant au CGB, il a connu une remontée spectaculaire au début de novembre. Compte tenu de l'évolution des prix au cours du trimestre, nous présumons que les modèles reposant sur une tendance pourraient détenir des positions vendeur autant sur le CGF que le CGB, dans la mesure où les deux sont considérés comme des titres négociables au sein de leurs modèles respectifs.

FIGURE 1

Prix du CGF et du CGB, contrats Z21

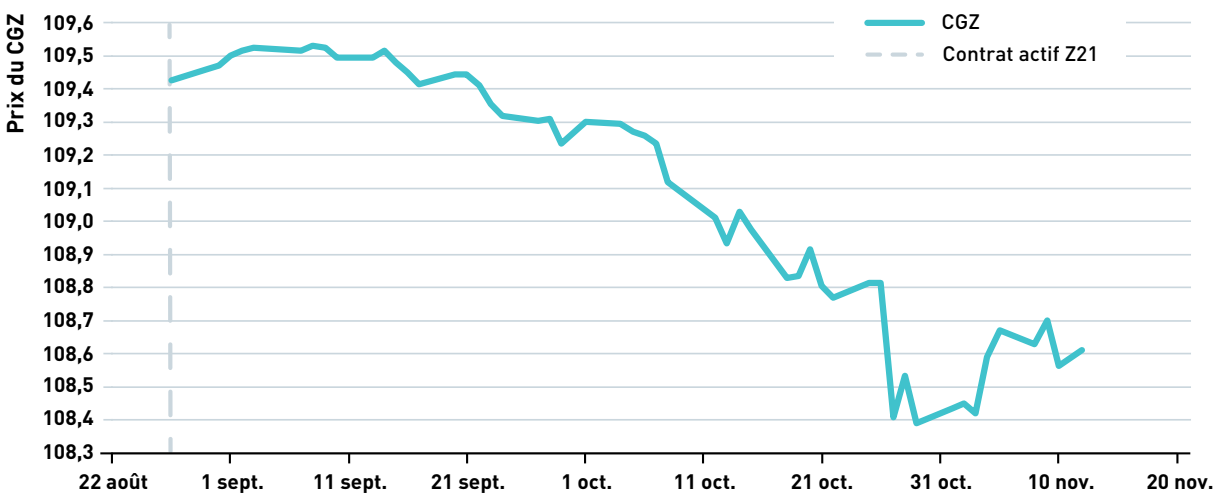


Source : Bourse de Montréal

Contrairement à ce qui s'est produit lors des trimestres précédents, les prix et les taux du contrat CGZ actif ont eux aussi été volatils ce trimestre-ci. Le contrat a été liquidé à plus de 1 \$ l'unité (ce qui dépasse nettement le cap des 50 points de base) – un degré de volatilité supérieur à tout ce qu'on a observé depuis l'été 2020.

FIGURE 2

Prix du CGZ, contrats Z21



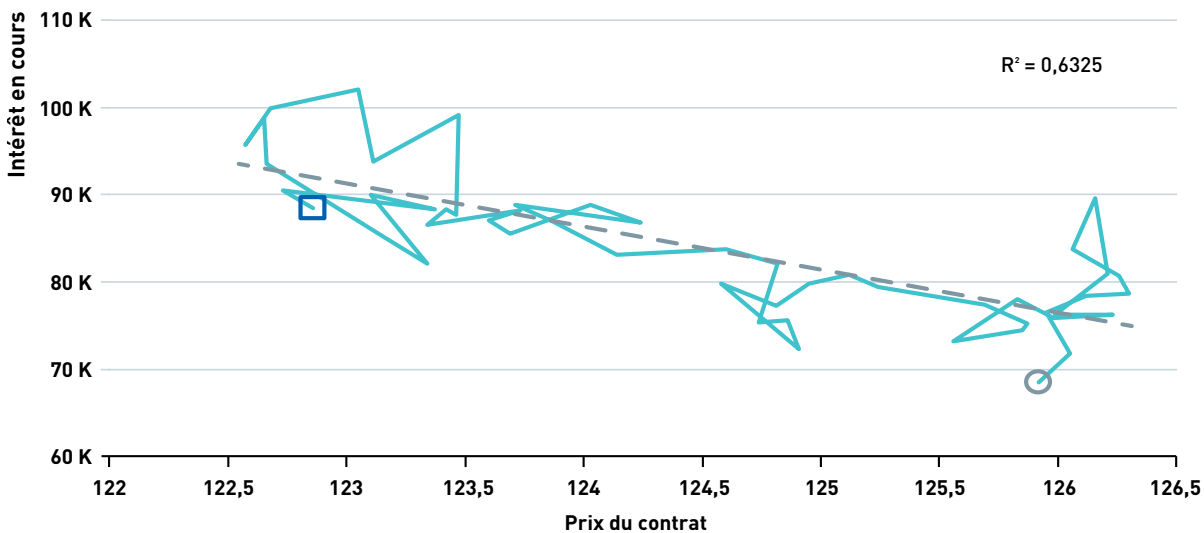
Source : Bourse de Montréal

1 La fourchette est de 65 points de base pour le CGFZ21, mais de 54 points de base pour le CGBZ21.

Comme chaque trimestre, nous avons calculé le facteur de détermination (R^2) pour la régression de l'intérêt en cours par rapport au prix, et ce, pendant la vie de chaque contrat. Dans le cas du CGZ, l'analyse (qui n'est pas présentée ici) a révélé un facteur extrêmement élevé de 0,85. En d'autres termes, la baisse des prix a entraîné l'établissement continu de nouvelles positions, probablement par des spéculateurs. Nous ne sommes pas certains qu'un nouveau contrat liquide, tel que le CGZ, retiendrait l'attention des portefeuilles exclusivement consacrés au suivi des tendances. Pourtant, les indices sont bel et bien là, compte tenu de la rapidité à laquelle ces contrats ont été adoptés depuis leur lancement. De plus, on compte presque 100 000 contrats en cours, ce qui devrait rassurer les investisseurs ayant des doutes quant à la liquidité du produit à l'échéance (et à la possibilité de dénouer facilement la position). Remarquons toutefois que l'augmentation de l'intérêt en cours, survenue en même temps que la liquidation, ne pourrait être qu'une coïncidence.

Nous avons effectué un autre calcul de R^2 , cette fois pour le CGFZ21, et le résultat est de 0,63 pour la durée de vie du contrat. Ainsi, à mesure que le prix reculait, de nouvelles positions voyaient le jour jusqu'à ce que l'intérêt en cours dépasse le cap des 100 000 contrats (Figure 3). À la mi-novembre, la plupart des positions étaient toujours en cours, ce qui indique que les spéculateurs ont accumulé beaucoup de positions vendeur sur le CGFZ21 et le CGZZ21 – possiblement par l'intermédiaire de modèles automatisés pour le premier, voire le deuxième. Dans tous les cas, les spéculateurs veulent généralement éviter la période de livraison, et il est probable que l'ampleur des positions vendeur entraîne, dès le début, une pression d'achat sur le Z21 et une pression de vente sur le H22 à mesure que les positions sont reportées. La raison : il n'existe aucun motif concret, tel qu'une forte correction de prix, pour dénouer des positions vendeur ou atténuer leur risque.

FIGURE 3
Prix du CGFZ21 par rapport à l'intérêt en cours

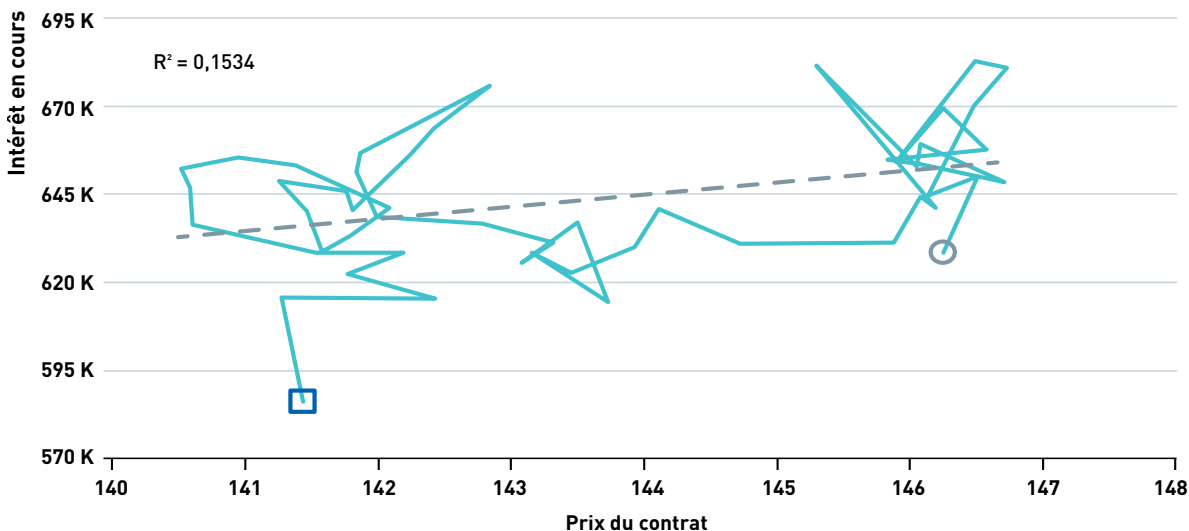


Source : Bourse de Montréal

Malheureusement, cette conclusion ne tient pas la route pour le CGB ce trimestre. L'intérêt en cours du CGBZ1 a été plombé par la baisse des prix au cours du trimestre, de sorte que le R^2 était trop faible pour avoir de l'importance (Figure 4), et ce, malgré une liquidation soutenue de quelque 50 points de base sur le segment de 10 ans de la courbe des taux. Ce phénomène ne s'explique par aucune raison manifeste, mais il est possible que les modèles (ou les gestionnaires en général) aient choisi de miser sur des positions vendeur sur les segments de 5 ans et de 2 ans plutôt que sur le contrat CGB, qui en règle générale est fortement négocié. Nous recommandons aux clients spéculateurs d'adopter une position neutre sur le contrat CGBZ21 ce trimestre.

FIGURE 4

Prix du CGBZ21 par rapport à l'intérêt en cours



Source : Bourse de Montréal

Changement d'obligation MCL

Malgré l'accentuation de la courbe et la forte liquidation observée au cours du trimestre, les contrats demeurent des substituts presque parfaits de l'obligation à échéance la plus courte au sein du panier – du moins dans un avenir rapproché. Les trois contrats H22 présentent un faible risque de substitution. Pour le démontrer, nous vous présentons la Figure 5, qui se veut une mise à jour des points de substitution du CGZH22. Au dernier trimestre, le taux de l'obligation MCL s'élevait à 0,45 % à peine. Depuis, il a grimpé de presque 55 points de base pour s'établir à 0,98 % aujourd'hui. Cependant, le taux implicite de 6 %, utilisé pour calculer les facteurs de concordance du panier de livrables, demeure nettement supérieur aux taux courants. De plus, l'écart de coupon de 0,25 % par rapport à l'obligation dont le prix suit immédiatement celui de la MCL (celle à 0,75 % échéant en février 2024) est à peine suffisant pour que la substitution de l'obligation MCL devienne probable. Comme le démontre la Figure 5 ci-dessous, pour que cette dernière devienne l'obligation MCL, il faudrait une autre liquidation de 250 points de base jumelée à une accentuation de la courbe entre l'obligation échéant en novembre 2023 et celle échéant en février 2024, qui passerait de 7,9 points de base à plus de 33 points de base. De même, une substitution au sein des contrats CGFH22 ou CGBH22 nécessiterait des conditions extrêmement rares.

FIGURE 5

Rendement – Nov. 2023

COURBE	0,82 %	0,86 %	0,90 %	0,94 %	0,98 %	1,23 %	1,48 %	1,73 %	1,98 %	2,23 %	2,48 %	2,73 %	2,98 %	3,23 %	3,48 %	3,73 %
0,0	Nov23	Nov23	Nov23	Nov23	Nov23	Nov23	Nov23	Nov23	Nov23	Nov23	Nov23	Nov23	Nov23	Nov23	Nov23	Nov23
1,6	Nov23	Nov23	Nov23	Nov23	Nov23	Nov23	Nov23	Nov23	Nov23	Nov23	Nov23	Nov23	Nov23	Nov23	Nov23	Nov23
3,2	Nov23	Nov23	Nov23	Nov23	Nov23	Nov23	Nov23	Nov23	Nov23	Nov23	Nov23	Nov23	Nov23	Nov23	Nov23	Nov23
4,8	Nov23	Nov23	Nov23	Nov23	Nov23	Nov23	Nov23	Nov23	Nov23	Nov23	Nov23	Nov23	Nov23	Nov23	Nov23	Nov23
6,3	Nov23	Nov23	Nov23	Nov23	Nov23	Nov23	Nov23	Nov23	Nov23	Nov23	Nov23	Nov23	Nov23	Nov23	Nov23	Nov23
7,9	Nov23	Nov23	Nov23	Nov23	Nov23	Nov23	Nov23	Nov23	Nov23	Nov23	Nov23	Nov23	Nov23	Nov23	Nov23	Nov23
16,3	Nov23	Nov23	Nov23	Nov23	Nov23	Nov23	Nov23	Nov23	Nov23	Nov23	Nov23	Nov23	Nov23	Nov23	Nov23	Nov23
24,8	Nov23	Nov23	Nov23	Nov23	Nov23	Nov23	Nov23	Nov23	Nov23	Nov23	Nov23	Nov23	Nov23	Nov23	Nov23	Nov23
33,2	Nov23	Nov23	Nov23	Nov23	Nov23	Nov23	Nov23	Nov23	Nov23	Nov23	Nov23	Nov23	Nov23	Nov23	Nov23	Févr24
41,6	Nov23	Nov23	Nov23	Nov23	Nov23	Nov23	Nov23	Nov23	Nov23	Nov23	Nov23	Nov23	Févr24	Févr24	Févr24	Févr24
50,0	Nov23	Nov23	Nov23	Nov23	Nov23	Nov23	Nov23	Nov23	Févr24	Févr24	Févr24	Févr24	Févr24	Févr24	Févr24	Févr24

Valeur relative des obligations MCL

Comme on pouvait s'y attendre, la demande pour l'adjudication d'obligations de la Banque du Canada était plus faible cette fois-ci qu'au début de 2021 et en 2020. Par exemple, au cours des dernières semaines, la couverture des obligations de 5 ans est passée d'un taux moyen de 2,6 à 2,9 fois à un taux de seulement 2 à 2,2 fois². Ce dénouement était prévisible compte tenu de l'élimination du programme d'acquisition de la Banque du Canada et de la forte liquidation d'obligations, survenue au cours de la même période. Il a tout de même suscité des occasions intéressantes sur le plan de la valeur relative entre les obligations de référence, les obligations MCL et les obligations adjuduées.

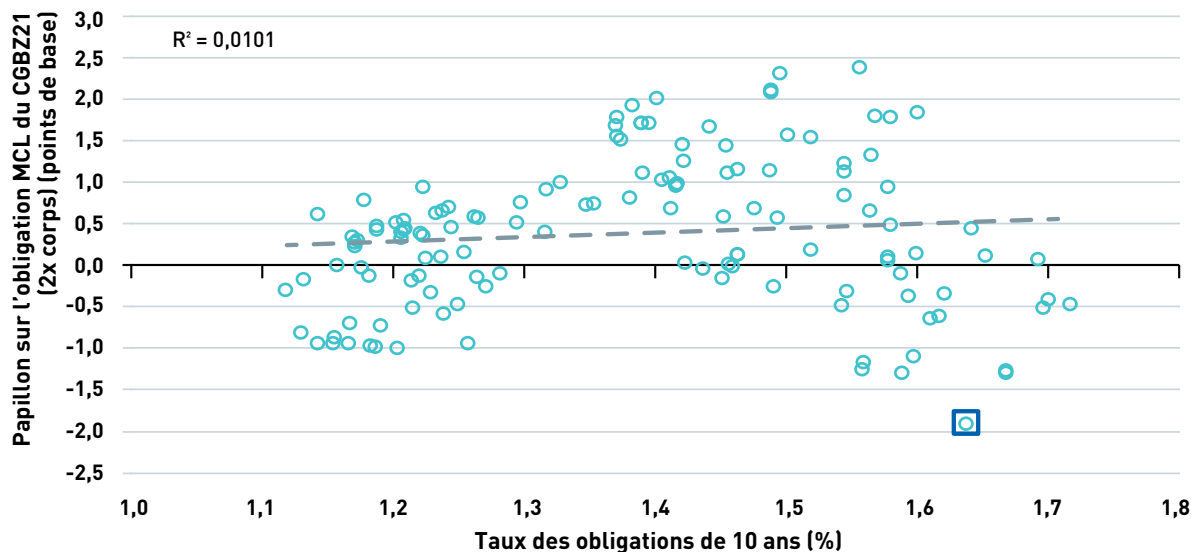
Au Canada, il arrive souvent que les obligations adjuduées soient relativement bon marché, mais aujourd'hui, les obligations de référence le sont aussi, et pour cause : les opérations de vente des clients ont suscité une demande de liquidité de la part des courtiers qui négocient ce type d'émission. En termes relatifs, les obligations MCL autres que les obligations de référence semblent dispendieuses, d'où l'attrait pour les obligations à long terme par rapport aux contrats à court terme. Pour les contrats Z21, l'obligation MCL du CGZ (2 ans) était l'obligation de référence jusqu'au début d'octobre. Dans le cas du CGF (5 ans), l'obligation MCL est l'obligation de référence actuelle. Par conséquent, la même conclusion s'appliquera aux contrats à terme actifs CGBZ21 (10 ans).

Du côté du CGB et de ses obligations voisines, il existe d'autres possibilités axées sur la valeur relative, attribuables au contrat lui-même, du fait que les gestionnaires d'obligations sollicitent des liquidités par l'intermédiaire de contrats à terme. Ces contrats influent à leur tour sur le prix des obligations MCL par rapport à celui des obligations voisines sur le marché au comptant. Par exemple, nous avons souvent remarqué que lors d'une reprise, l'obligation MCL du CGB commençait à s'apprécier par rapport à ses obligations voisines, et que le phénomène inverse pouvait également se produire. Cela dit, à l'heure actuelle, le contrat CGB ne semble pas être un moteur d'occasions sur le plan de la valeur relative sur le segment de 10 ans.

La Figure 6 compare l'écart de swap en papillon³ récent pour l'obligation échéant en juin 2030 par rapport à l'obligation de 10 ans, et l'observation la plus récente est mise en évidence. Même si le papillon démontre que l'obligation échéant en juin 2030 est très surévaluée par rapport à ses obligations voisines, cette situation ne découle pas de l'évolution du taux d'intérêt de 10 ans. Le papillon de l'obligation MCL s'est même apprécié à mesure que les taux ont augmenté.

FIGURE 6

Taux des obligations de 10 ans par rapport au papillon sur l'obligation MCL

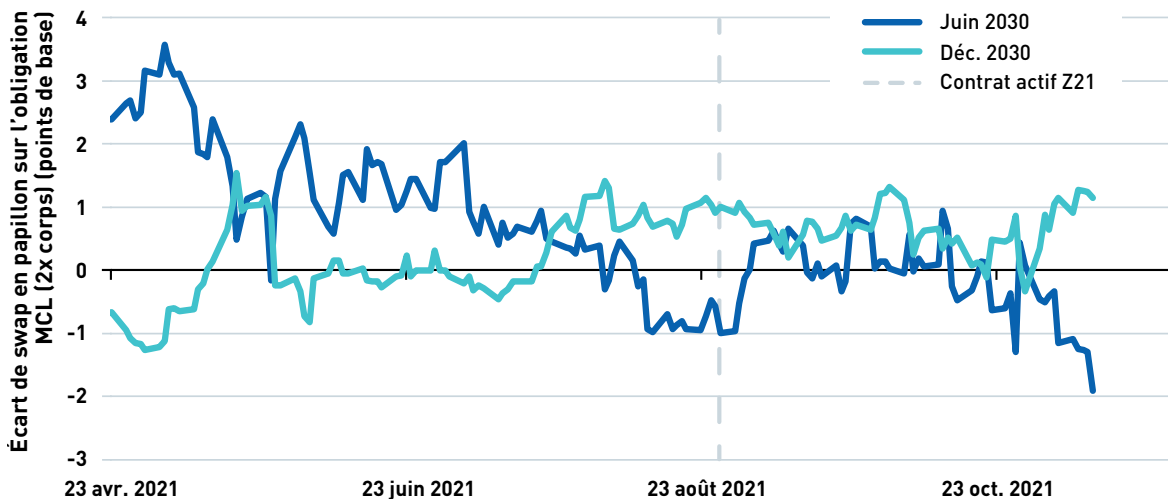


Source : Base de données sur les titres à revenu fixe Sapphire de BMO Marchés des capitaux¹

Sur le plan de la valeur relative, le cœur de l'action est le segment des obligations de référence ou ses environs. Pour l'observer, il faut tracer l'écart de swap en papillon pour l'obligation échéant en juin 2030 par rapport à celle échéant en décembre 2030 (Figure 7). Comme on peut le constater, le papillon de l'obligation échéant en juin 2030 est surévalué par rapport aux obligations voisines, dont celle échéant en décembre 2030. Or, le papillon de cette dernière, une obligation anciennement émise dont l'échéance se rapproche de celle de l'obligation de référence, était généralement bon marché par rapport aux obligations voisines.

² Source : Banque du Canada.

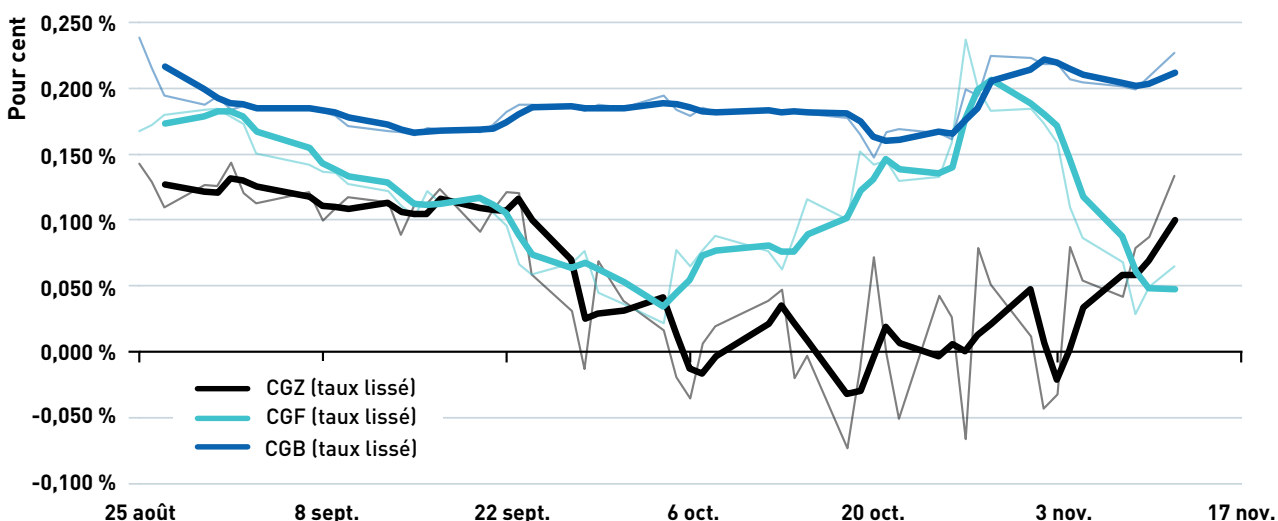
³ L'écart de swap en papillon constitue une mesure commune de la valeur relative et s'obtient par le calcul de l'écart des swaps sur les obligations les plus similaires venant à échéance avant et après l'obligation MCL. On multiplie ensuite l'écart de l'obligation MCL par deux, puis on soustrait l'écart des obligations comparables les plus rapprochées pour construire le papillon. Une valeur réduite indique que l'obligation MCL (le corps du papillon) s'est appréciée par rapport aux obligations voisines les plus proches (les ailes du papillon).

FIGURE 7**Écart de swap en papillon – Juin 2030 et décembre 2030**

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

L'obligation MCL du CGB a tendance à voir sa prime de liquidité diminuer une fois qu'elle est exclue du panier de livrables, comme ce sera le cas pour l'obligation échéant en juin 2030 après le report vers le contrat U22 à la fin mai. Par conséquent, il est tout à fait inhabituel de voir cette obligation s'apprécier autant par rapport à ses voisines.

De plus, le prix du CGBZ21 était plus proche de sa juste valeur que son obligation MCL, et ce, dans une plus grande mesure que les autres contrats au cours du trimestre. Le CGF et le CGZ étaient relativement bon marché par rapport aux obligations (faible taux de pension implicite, base brute élevée). Ce phénomène pourrait s'expliquer par nos observations ci-dessus, selon lesquelles l'intérêt en cours augmentait à la suite de la liquidation de ces contrats. Jusqu'au 31 décembre, le swap sur indice de taux à un jour est demeuré stable à 20 points de base. Par conséquent, le CGZ et le CGF étaient négociés à 15, voire à 20 points de base de moins que le taux de pension implicite (soit moins que le taux du swap sur indice de taux à un jour), alors qu'au cours du trimestre, le prix du CGB a oscillé entre 3 points de base de moins et 2 points de base de plus que le swap sur indice de taux à un jour (Figure 8).

FIGURE 8**Taux de pension implicite : CGZ, CGF et CGB**

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

Il est possible qu'au cours du trimestre, les gestionnaires actifs axés sur la valeur relative profitent de cette occasion pour acheter le contrat CGB plutôt que les obligations de référence, ce qui devrait ramener le prix de l'obligation échéant en juin 2030 à sa juste valeur.

Données essentielles et attentes

Les données essentielles susceptibles d'intéresser le gestionnaire de portefeuille qui détient une position dans les contrats Z21 et qui songe à sa stratégie de report cette semaine sont présentées à la Figure 9, à la Figure 10 et à la Figure 11. Pour préparer ces figures, nous avons utilisé les cours de clôture du 12 novembre et réduit le nombre d'obligations MCL d'un montant équivalant aux positions détenues par la Banque du Canada. Aucun des contrats H22 n'était négocié à la date de saisie des données, de sorte que les prix indiqués pour les contrats du mois de mars, au même titre que toute analyse reposant sur le prix de ces contrats, ne sont pas basés sur les prix observés sur le marché à ce moment.

CGBZ21 vers CGBH22

Même si le panier de livrables ne faisait l'objet d'aucun changement et que l'obligation échéant en juin 2030 était la MCL pour les contrats Z21 et H22 de 10 ans, le report du CGB est celui qui risque le plus d'attirer des investisseurs, compte tenu de son intérêt en cours élevé et de sa popularité en tant que produit à négocier. Dernièrement, le taux de pension implicite⁴ du Z21 s'élevait à 27 points de base, soit 1,2 cent de plus que la juste valeur du contrat en tenant compte du taux des swaps sur indice de taux à un jour de 0,20 % à la date de livraison.

Nous croyons qu'il serait difficile de prédire l'évolution du CGB ce trimestre à partir des modèles de portefeuille reposant sur une tendance, qui doivent éviter la période de livraison. Mais compte tenu de l'ampleur récente des livraisons de contrats sur deux trimestres, les détenteurs de positions acheteur devraient se méfier des investisseurs patients détenant des positions vendeur, qui voudraient prendre livraison de contrats, soit pour livrer à leur tour des obligations, soit pour attendre la possibilité de lever une option d'atout, soit pour toute autre raison qui nous échappe.

Les détenteurs de positions acheteur pourraient décider de reporter leur contrat de bonne heure pour éviter les hausses de prix, puisque la période de report sera (peut-être) écourtée en raison du férié aux États-Unis. Observée au début de la période de report, la pression sur les prix pourrait provenir des investisseurs impatientes ou réticents à la livraison qui voudront soit vendre leurs positions acheteur sur Z21 pour acheter le H22 afin de maintenir leur placement, soit utiliser la liquidité du report pour dénouer leur position existante par la vente pure et simple du Z21. Sauf en levant une option d'atout, il y a peu de chances que le CGBZ21 fasse l'objet de livraisons anticipées, et le risque de pénurie de livraison est nul en raison du volume important d'obligations échéant en juin 2030 en circulation.

FIGURE 9

Données essentielles sur le CGB

12-NOV-2021	ÉCHÉANCE RAPPROCHÉE (DÉC. 2021)	ÉCHÉANCE ÉLOIGNÉE (MARS 2022)	VARIATION
Cours de clôture	141,430	139,550	1,880
Obligation la moins chère à livrer (MCL)	Canada 1,250 %, juin 2030	Canada 1,250 %, juin 2030	Non
Années après livraison (dernière livraison)	8,4	8,2	-0,2
Facteur de concordance de l'obligation MCL	0,6873	0,6944	
Prix net de l'obligation MCL	97,3248	97,3248	
Rendement de l'obligation MCL	1,586 %	1,586 %	0,000 %
Base brute (cents)	12,0	42,1	
Base nette (dernier jour de livraison, cents)	-0,4	5,0	5,3
Taux de pension implicite (dernier jour de livraison)	0,27 %	0,11 %	-0,16 %
VM01/100 de l'obligation MCL	7,8	7,8	0,0
Intérêt en cours	586 224	0	
Obligations MCL en circulation (millions)	27 160	27 160	0
Notionnel de l'obligation MCL de l'intérêt en cours du contrat d'échéance rapprochée	58 622	58 622	
Multiple de l'obligation MCL de l'intérêt en cours du contrat d'échéance rapprochée	2,2x	2,2x	0,0x

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

⁴ Intimement lié à la base brute, le taux de pension implicite est notre mesure préférée pour établir la valeur relative des contrats à terme par rapport aux obligations de leur panier de livrables. Si le contrat à terme n'a pas d'option intégrée de qualité, sa juste valeur (déterminée à l'aide du taux de pension implicite) devrait correspondre au taux du swap sur indice de taux à un jour en vigueur à sa date de livraison.

CGZZ21 vers CGZH22

Le contrat de deux ans a pris son essor au cours du trimestre et retrouvé un intérêt en cours important, en grande partie grâce à la forte hausse des taux de deux ans. À l'heure actuelle, l'intérêt en cours ne représente que 0,8 fois la valeur monétaire d'un point de base (VM01) de l'obligation MCL, mais compte tenu du nouveau sommet d'intérêt en cours, le report pourrait mettre le contrat à l'épreuve. Pour le prochain contrat, la valeur MCL passera de l'obligation échéant en août 2023 à celle échéant en novembre 2023, ce qui représente une prolongation d'échéance relativement négligeable. L'augmentation de la VM01 de 14 % est peu susceptible de causer des soucis, et en l'absence de changements importants dans les attentes concernant les changements de politique à la Banque du Canada pendant la période, la juste valeur du report devrait, à 1 cent près, tourner autour de 31 cents à la date du report. Les investisseurs réticents à livrer les titres doivent prendre note que le portage du contrat est presque exactement neutre en cours de livraison, et que les positions vendeur resteront pratiquement les mêmes, qu'ils veuillent livrer les titres rapidement ou attendre jusqu'à la fin décembre. Les clients qui ne sont pas en mesure de livrer des titres ou d'en prendre livraison devraient liquider leurs positions sur le contrat CGZZ21 dès le début, étant donné qu'une livraison peut avoir lieu en tout temps – le jour du premier avis ou par la suite.

À l'heure actuelle, le prix du CGZZ21 est beaucoup plus faible que celui des obligations selon un taux de pension implicite de seulement 0,07 % jusqu'à la livraison, soit 1 cent de moins que le taux du swap sur indice de taux à un jour à pareille date. Jusqu'à présent, nous n'avons aucune preuve selon laquelle les négociateurs axés sur les algorithmes achètent des contrats CGZ. Cela dit, la forte corrélation avec l'intérêt en cours pendant le trimestre nous permet de croire que de nombreux spéculateurs détiennent des positions vendeur sur ces contrats. Au début de la période, nous nous attendons à une forte pression sur les achats de CGZZ21, car les investisseurs voudront profiter de la faiblesse de leur prix, suivie de la vente de contrats H22. Ce serait notamment le cas pour les nouveaux clients qui voudraient tâter le terrain des reports en raison de la vigueur récente de l'intérêt en cours.

FIGURE 10

Données essentielles sur le CGZ

12-NOV-2021	ÉCHÉANCE RAPPROCHÉE (DÉC. 2021)	ÉCHÉANCE ÉLOIGNÉE (MARS 2022)	VARIATION
Cours de clôture	108,610	108,420	0,190
Obligation la moins chère à livrer (MCL)	Canada 0,250 %, août 2023	Canada 0,250 %, nov. 2023	Oui
Années après livraison (dernière livraison)	1,6	1,6	0,0
Facteur de concordance de l'obligation MCL	0,9101	0,9140	
Prix net de l'obligation MCL	98,8685	99,0700	
Rendement de l'obligation MCL	0,919 %	0,980 %	0,061 %
Base brute (cents)	2,2	-2,6	
Base nette (dernier jour de livraison, cents)	2,2	-12,0	-14,2
Taux de pension implicite (dernier jour de livraison)	0,07 %	0,57 %	0,50 %
VM01/100 de l'obligation MCL	1,7	1,9	0,2
Intérêt en cours	95 069	0	
Obligations MCL en circulation (millions)	11 392	12 492	1 100
Notionnel de l'obligation MCL de l'intérêt en cours du contrat d'échéance rapprochée	9 507	9 507	
Multiple de l'obligation MCL de l'intérêt en cours du contrat d'échéance rapprochée	0,8x	0,8x	-0,1x

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

CGFZ21 vers CGFH22

Lorsque le contrat actif passera du CGFZ21 au CGFH22, l'obligation MCL du CGF ne sera pas remplacée par l'obligation échéant en septembre 2026, qui est l'obligation de référence de 5 ans sur le marché au comptant. L'offre de cette obligation MCL est si abondante que nous ne prévoyons aucune pénurie de livraison pour le moment. En l'absence de substitution d'obligation MCL, les deux contrats auront des VM01 semblables, et leur juste valeur restera stable malgré la hausse ou la baisse des taux d'intérêt au cours de la période de report.

Le taux de pension implicite de seulement 0,07 % au moment d'écrire ces lignes signifie que le prix du contrat CGFZ21 est, lui aussi, relativement plus bas que celui des obligations. Le risque de livraison anticipée est faible, mais nous nous attendons à ce que les spéculateurs détiennent de fortes positions vendeur sur le contrat et soient enclins à acheter des contrats ou à les reporter rapidement vers des positions sur H22 afin de profiter du rabais de 2 cents que le Z21 leur procure, à ce moment-là, par rapport aux swaps sur indice de taux à un jour. Quant aux gestionnaires détenant des positions vendeur sur le contrat CGFZ21, ils gageront à attendre que les pressions sur les prix fassent effet au cours de la période de report.

FIGURE 11

Données essentielles sur le CGF

12-NOV-2021	ÉCHÉANCE RAPPROCHÉE (DÉC. 2021)	ÉCHÉANCE ÉLOIGNÉE (MARS 2022)	VARIATION
Cours de clôture	122,860	121,150	1,710
Obligation la moins chère à livrer (MCL)	Canada 1,000 %, sept. 2026	Canada 1,000 %, sept. 2026	Non
Années après livraison (dernière livraison)	4,7	4,4	-0,2
Facteur de concordance de l'obligation MCL	0,7960	0,8053	
Prix net de l'obligation MCL	97,9116	97,9116	
Rendement de l'obligation MCL	1,453 %	1,453 %	0,000 %
Base brute (cents)	11,5	34,9	
Base nette (dernier jour de livraison, cents)	2,2	7,0	4,8
Taux de pension implicite (dernier jour de livraison)	0,07 %	0,07 %	0,00 %
VM01/100 de l'obligation MCL	4,6	4,6	0,0
Intérêt en cours	88 472	0	
Obligations MCL en circulation (millions)	15 706	15 706	0
Notionnel de l'obligation MCL de l'intérêt en cours du contrat d'échéance rapprochée	8 847	8 847	
Multiple de l'obligation MCL de l'intérêt en cours du contrat d'échéance rapprochée	0,6x	0,6x	0,0x

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

Potentiel de l'option d'atout

Comme cela a été le cas au cours des trimestres précédents, il est peu probable que les options d'atout du CGZ soient levées⁵ compte tenu des facteurs de concordance élevés du contrat; son excédent de livraison représente moins de 9 % de la position d'un négociateur détenant une position acheteur, alors qu'il dépasserait les 20 % dans le cas du CGFZ21 et atteindrait 31 % pour le CGBZ21⁶.

La levée d'une option d'atout semble tout aussi improbable pour le CGFZ21, dont le portage pendant la livraison est relativement élevé en raison du coupon de 1 % de son obligation MCL. Pour que la levée soit rentable au début de la période de livraison, il faudrait que le prix du contrat de 5 ans fluctue de plus de 6 points de base après 15 h, mais avant 17 h 30. Cette différence passerait à environ 4 points de base d'ici le 10 décembre. Bien que la levée ne soit pas impossible, nous croyons que vu le contexte actuel, la plupart des clients trouveront de meilleures occasions que celle-là.

Même si le CGBZ21 présentera un fort portage positif au cours de la période de livraison, le contrat comporte tout de même un certain potentiel de levée de l'option d'atout – et de livraison anticipée surprise – ce trimestre. La Figure 12 présente la variation de prix nécessaire après le règlement du contrat à terme et avant l'heure limite de livraison pendant chaque jour de la période de livraison. Au début de la période, il faudrait une hausse de prix de 26,5 cents (3,4 points de base) après 15 h pour compenser le portage positif qu'un client dégagerait en conservant sa position acheteur jusqu'à la fin du mois. La variation de prix à atteindre diminue à mesure que le portage positif augmente pour atteindre moins de 2 points de base (0,15 cent) au 10 décembre. Nous croyons que le CGBZ21 permettrait de tirer un profit au moyen de l'option d'atout, bien que le nombre de clients qui le fassent soit limité, compte tenu du nombre important de possibilités du côté des titres à revenu fixe.

⁵ Vous trouverez des explications complètes sur la levée d'une option d'atout dans l'article intitulé « Étude de cas sur le CGB : l'exercice de l'option d'atout », publié par la Bourse de Montréal en juillet 2019.

⁶ L'excédent de livraison correspond à [1/facteur de concordance] – 1.

FIGURE 12**Seuil pour la levée de l'option d'atout du CGBZ21**

DATE	PORTAGE RESTANT (\$ PAR CONTRAT)	VARIATION MINIMALE DU PRIX DE L'OBLIGATION MCL POUR LEVER L'OPTION D'ATOUT
29-Nov-2021	120,37	0,265
30-Nov-2021	116,35	0,256
1-Déc-2021	112,34	0,247
2-Déc-2021	100,31	0,220
3-Déc-2021	96,29	0,212
6-Déc-2021	92,28	0,203
7-Déc-2021	88,27	0,194
8-Déc-2021	84,26	0,185
9-Déc-2021	72,22	0,159
10-Déc-2021	68,21	0,150
13-Déc-2021	64,20	0,141
14-Déc-2021	60,18	0,132
15-Déc-2021	56,17	0,123
16-Déc-2021	44,13	0,097
17-Déc-2021	40,12	0,088

Selon les rapports de livraison de la Corporation canadienne de compensation de produits dérivés (CDCC)⁷ pour septembre, quelques milliers de contrats CGZU21 et CGFU21 ont été livrés au cours de la période de livraison. Cependant, aucune de ces livraisons ne semble découler de la levée d'une option d'atout. Fait étonnant : près de 13 000 contrats CGBU21 ont trouvé preneur pendant la période de livraison et ont été livrés le dernier jour ou peu de temps avant. À notre avis, soit les clients voulaient livrer les obligations pour établir (ou éliminer) une position sur le marché au comptant, soit ils avaient essayé en vain de lever une option d'atout. Même si 13 000 est un chiffre anormalement élevé, il représente à peine 2 % de l'intérêt en cours du contrat.

⁷ Ces rapports sont accessibles sur le site Web de la CDCC, à la page « [Rapports de livraison](#) ».

REGARD VERS L'AVENIR ET occasions à saisir

- Le CGB s'expose-t-il de nouveau à un risque de substitution? Certains facteurs pourraient susciter un tel risque pour le CGBU22 et le Z22, dont le taux de coupon de 0,5 % pour l'obligation échéant en décembre 2030 et de 1,5 % pour l'obligation échéant en juin 2031, jumelé à une réduction de seulement 6 mois entre les échéances des obligations de 10 ans, tout particulièrement si les taux continuent de grimper et que la courbe continue de s'accroître. Les gestionnaires bien avisés devraient chiffrer le potentiel de substitution et son incidence sur la valeur de leurs positions.
- Par rapport aux contrats récents, le CGB se négocie plus cher que son obligation MCL, et le prix de cette dernière est plus élevé que celui de ses voisines, ce qui augure bien pour les gestionnaires de portefeuille axés sur la valeur relative.
- Il existe presque toujours des occasions liées à la valeur relative, les obligations acquises lors d'adjudications dans le cadre d'opérations de couverture sur les contrats CGB et CGF étant presque toujours intéressantes. De plus, le recours à des contrats à terme plutôt que des obligations de référence est un choix intéressant dans le cas du CGB, puisque son obligation de référence de 10 ans est bon marché par rapport à ses voisines.
- Le nouveau contrat à terme sur obligation du gouvernement du Canada de 30 ans (LGB) pourrait grandement retenir l'attention des clients qui s'intéressent à la valeur des options d'atout. Nous nous attendons à ce que ces options revêtent beaucoup plus de valeur que pour les autres contrats, compte tenu de la faiblesse extrême des facteurs de concordance et, par extension, de la vigueur des excédents de livraison. Voilà un aspect intéressant du nouveau contrat LGB dont nous vous donnerons des nouvelles sous peu.



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

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 déposée de la Banque de Montréal, utilisée aux termes d'une licence.

© Bourse de Montréal Inc., 2021. 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. Le présent article n'est pas endossé par le Groupe TMX ou ses sociétés affiliées. Les points de vue, les opinions et les conseils contenus dans le présent document sont uniquement ceux des auteurs. Le présent document n'est pas endossé par le Groupe TMX ou ses sociétés affiliées. 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 au présent document pour de tels conseils. L'information présentée ne vise pas à encourager l'achat de titres ou de dérivés 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. CGB, CGF, CGZ, Bourse de Montréal et MX sont des marques déposées de Bourse de Montréal Inc. CDCC est une marque de commerce de la Corporation canadienne de compensation de produits dérivés et est utilisée sous licence. 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.