

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

LGB Contrats à terme sur obligations du gouvernement du Canada de trente ans

BOURSE DE MONTRÉAL

Le point sur les reports entre contrats

H23 et M23

Février 2023



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

Sommaire

DE LA PÉRIODE DE REPORT TRIMESTRIELLE

Premier jour d'avis pour les contrats de mars 2023¹ : le 27 février. La période de report devrait commencer le 21 février et prendre fin le 23 ou avant, offrant un délai d'un jour pour assainir les positions avant tout risque de livraison. Le President's Day aux États-Unis et le Jour de la famille au Canada ont lieu le 20 février et n'auront aucune incidence sur le report de ce trimestre. La Banque du Canada procédera à une annonce sur son taux directeur le 8 mars, au début de la fenêtre de livraison.

En raison du cycle de resserrement imposé par la Banque du Canada et des taux à un jour élevés, les contrats sur titres à revenu fixe entraînant une livraison physique continueront d'afficher un portage négatif en cours de livraison et, à moins de circonstances exceptionnelles, comme la valeur de l'option d'atout du contrat à terme sur obligations du gouvernement du Canada de 10 ans (CGBMC), les détenteurs de positions vendeur éviteront le portage négatif en optant pour une livraison anticipée. Les investisseurs sont maintenant avertis que le prix des contrats tiendra compte d'une livraison (qui aura probablement lieu, mais qui reste à la discrétion du détenteur de la position vendeur) non pas le dernier jour, mais bien le premier jour ou autour de cette date.

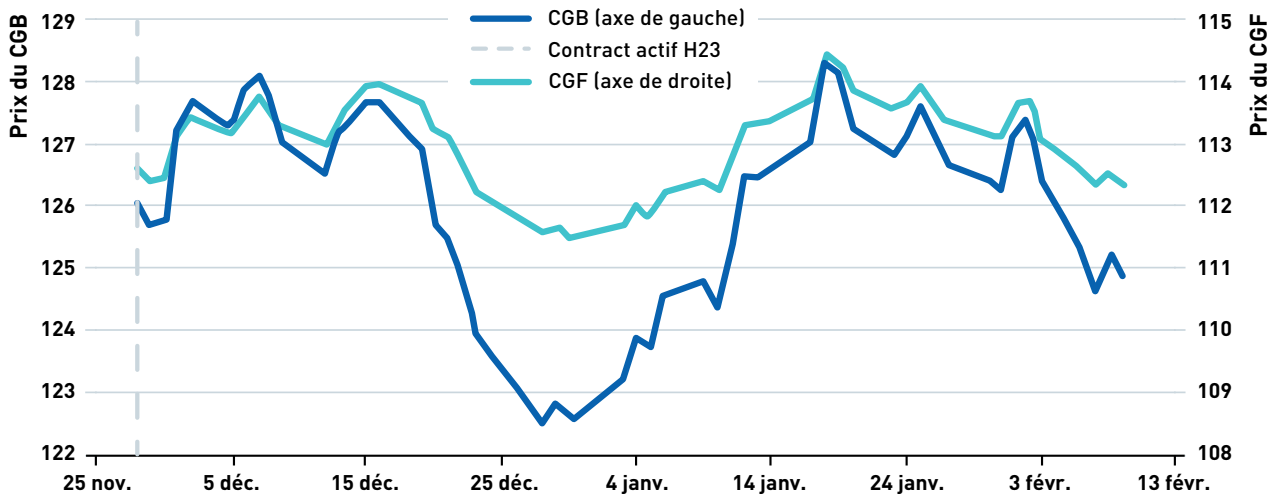
On peut supposer que les positions spéculatives feront monter les prix du contrat à terme CGFH23 sur obligations du gouvernement du Canada de cinq ans (CGF^{MC}) davantage que pour le contrat M23, mais on ne peut pas être aussi affirmatif pour le contrat à terme sur obligations du gouvernement du Canada de 2 ans (CGZ^{MC}) ni pour les contrats CGB ce trimestre. On ne sait pas encore si le report des contrats à terme sur obligations du gouvernement du Canada de 30 ans (LGB^{MC}) interviendra en même temps que les autres contrats à terme, puisque l'intérêt de réaliser ce report en février n'existe plus. Les contrats CGB comportent toujours une précieuse option d'atout qui explique le faible prix des contrats ces derniers temps.

¹ À la suite de modifications récemment apportées aux modalités du contrat ([Circulaire 124-22](#)), le contrat LGB ne comporte plus de période de livraison, contrairement aux autres contrats dont il est question dans le présent document. Toutes les livraisons ont lieu au dernier jour de négociation.

Positions spéculatives

Les modèles de tendances qui peuvent s'adaptent rapidement aux changements de cap et prendre un élan rapidement ont sans doute permis de réaliser quelques profits intéressants ce dernier trimestre. Cependant, nous pensons que peu de modèles ont réussi à le faire, tout particulièrement sur le segment de 10 ans (contrats CGB). Dans la figure 1, on peut voir deux pointes creusant douloureusement la courbe des prix des contrats de 5 ans (CGF) et de 10 ans (CGB) le 28 décembre et le 18 janvier et pouvant causer bien des maux de tête aux adeptes des modèles fondés sur le momentum.

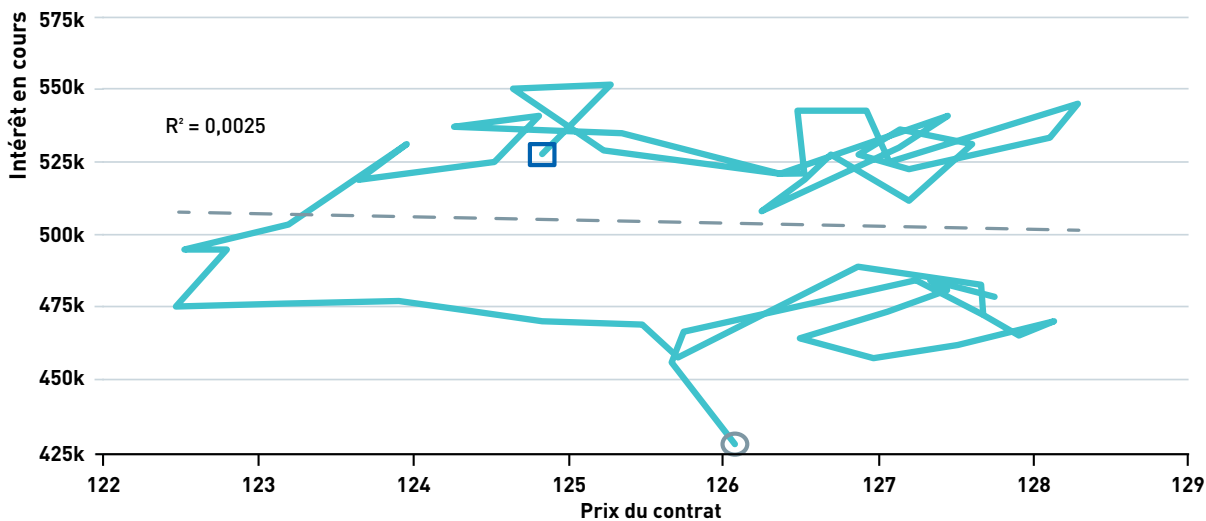
FIGURE 1
Prix du CGF et du CGB – H23



Source : Bourse de Montréal

La figure 2 montre que l'intérêt en cours sur le contrat CGBH23 (10 ans) n'a eu aucune corrélation avec les prix au cours du trimestre. Ainsi, durant les trois périodes où la tendance des prix a fortement fluctué, les montants d'intérêt en cours pour le contrat CGB sont demeurés stables; on peut donc en déduire que cette tendance a échappé aux modèles de positions spéculatives ou plus probablement, que ces derniers ont concentré le risque sur d'autres éléments de la courbe, dans un contexte où les banques centrales s'approcheraient de la fin des cycles de resserrement.

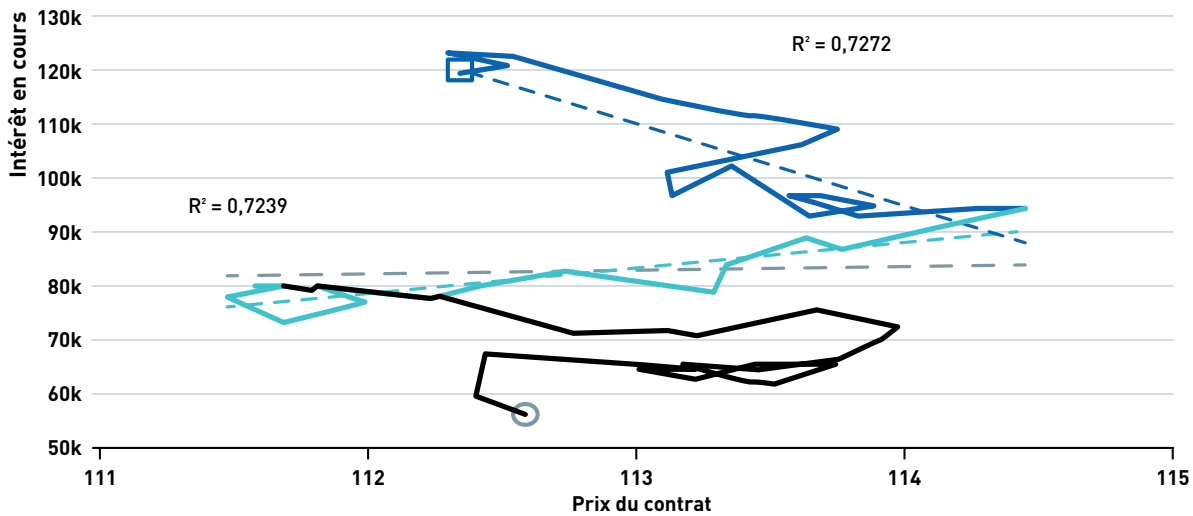
FIGURE 2
Prix du CGBH23 par rapport à l'intérêt en cours



Source : Bourse de Montréal

À l'opposé, la ventilation des tendances de prix des contrats CGF (5 ans) pour les deux dernières périodes montre une forte corrélation entre les prix et l'intérêt en cours. En principe, cela indique que lorsque le momentum s'est confirmé, les modèles d'algorithmes ont intégré le risque à leurs positions; en l'occurrence, ils ont ajouté le risque lié à la reprise après la fin de l'année ainsi qu'à la vente massive après le 18 janvier. Ces positions demeurent ouvertes et elles auront une influence sur le report du contrat CGFH23 vers le contrat CGFM23.

FIGURE 3
Prix du CGFH23 par rapport à l'intérêt en cours



Source : Bourse de Montréal

Changement d'obligation MCL

Les taux d'intérêt plus élevés, combinés à des obligations à coupons très faibles accumulées dans le panier de livraison, ont rendu la substitution des obligations possible, mais peu probable, dans certains paniers de livrables. Les investisseurs sur contrats à terme devraient sans doute surveiller les probabilités de risque de substitution, même si pour le moment, cette perspective n'est pas à l'ordre du jour.

Quant au nouveau contrat CGF (5 ans) qui deviendra actif pendant la période de report de février, il ne présente aucun risque de substitution, puisqu'une seule obligation sera livrable à ce moment-là. Dans le cas du contrat CGB (10 ans), une substitution exigerait que la courbe, à zéro point de base aujourd'hui, connaisse une improbable montée en flèche pour atteindre au moins 10 points de base, comme on peut le voir à la figure 4.

FIGURE 4
Rendement – Juin 2031

COURBE	2,46 %	2,61 %	2,76 %	2,91 %	3,06 %	3,26 %	3,46 %	3,66 %	3,86 %	4,06 %	4,26 %	4,46 %	4,66 %	4,86 %	5,06 %	5,26 %
-5,0	Jun 2031	Jun 2031	Jun 2031	Jun 2031	Jun 2031	Jun 2031	Jun 2031	Jun 2031	Jun 2031	Jun 2031	Jun 2031	Jun 2031	Jun 2031	Jun 2031	Jun 2031	Jun 2031
-3,9	Jun 2031	Jun 2031	Jun 2031	Jun 2031	Jun 2031	Jun 2031	Jun 2031	Jun 2031	Jun 2031	Jun 2031	Jun 2031	Jun 2031	Jun 2031	Jun 2031	Jun 2031	Jun 2031
-2,8	Jun 2031	Jun 2031	Jun 2031	Jun 2031	Jun 2031	Jun 2031	Jun 2031	Jun 2031	Jun 2031	Jun 2031	Jun 2031	Jun 2031	Jun 2031	Jun 2031	Jun 2031	Jun 2031
-1,7	Jun 2031	Jun 2031	Jun 2031	Jun 2031	Jun 2031	Jun 2031	Jun 2031	Jun 2031	Jun 2031	Jun 2031	Jun 2031	Jun 2031	Jun 2031	Jun 2031	Jun 2031	Jun 2031
-0,6	Jun 2031	Jun 2031	Jun 2031	Jun 2031	Jun 2031	Jun 2031	Jun 2031	Jun 2031	Jun 2031	Jun 2031	Jun 2031	Jun 2031	Jun 2031	Jun 2031	Jun 2031	Jun 2031
0,4	Jun 2031	Jun 2031	Jun 2031	Jun 2031	Jun 2031	Jun 2031	Jun 2031	Jun 2031	Jun 2031	Jun 2031	Jun 2031	Jun 2031	Jun 2031	Jun 2031	Jun 2031	Jun 2031
3,4	Jun 2031	Jun 2031	Jun 2031	Jun 2031	Jun 2031	Jun 2031	Jun 2031	Jun 2031	Jun 2031	Jun 2031	Jun 2031	Jun 2031	Jun 2031	Jun 2031	Jun 2031	Jun 2031
6,3	Jun 2031	Jun 2031	Jun 2031	Jun 2031	Jun 2031	Jun 2031	Jun 2031	Jun 2031	Jun 2031	Jun 2031	Jun 2031	Jun 2031	Jun 2031	Déc. 2031	Déc. 2031	Déc. 2031
9,2	Jun 2031	Jun 2031	Jun 2031	Jun 2031	Jun 2031	Jun 2031	Jun 2031	Jun 2031	Jun 2031	Jun 2031	Jun 2031	Déc. 2031	Déc. 2031	Déc. 2031	Déc. 2031	Déc. 2031
12,1	Jun 2031	Jun 2031	Jun 2031	Jun 2031	Jun 2031	Jun 2031	Jun 2031	Jun 2031	Déc. 2031	Déc. 2031	Déc. 2031	Déc. 2031	Déc. 2031	Déc. 2031	Déc. 2031	Déc. 2031
15,0	Jun 2031	Jun 2031	Jun 2031	Jun 2031	Jun 2031	Déc. 2031	Déc. 2031	Déc. 2031	Déc. 2031	Déc. 2031	Déc. 2031	Déc. 2031	Déc. 2031	Déc. 2031	Déc. 2031	Déc. 2031

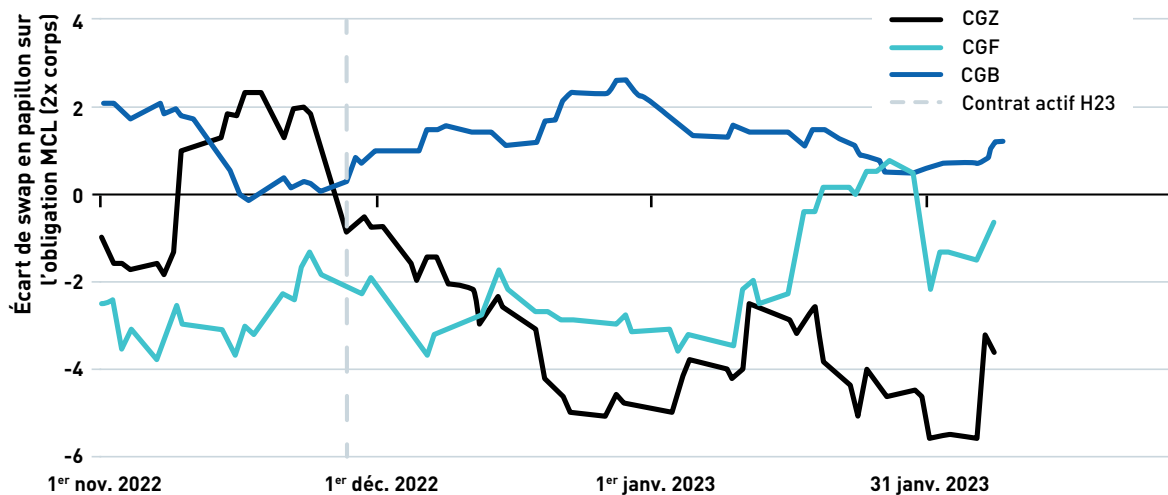
Seule une accentuation baissière (taux plus élevés, courbes abruptes) permettrait de remplacer l'obligation de février 2025 du contrat CGZM23, probablement la moins chère à livrer (MCL), par l'obligation d'avril 2025, même si le coupon de cette dernière est très bas.

Comme nous le mentionnions dans un article paru en janvier² au sujet du contrat LGB (30 ans), le calendrier d'émission de la nouvelle obligation du gouvernement du Canada échéant en 2055 aurait pu en faire la nouvelle obligation MCL en mars ou en avril et, compte tenu du facteur de concordance plus élevé, elle le serait vraisemblablement devenue. Pour éviter les incertitudes associées à la taille de l'adjudication³, l'obligation a été exclue du panier pour les contrats de juin 2023.

Valeur relative des obligations MCL

Il n'y a rien à dire à propos de la valeur relative des obligations MCL du contrat CGB ce trimestre, et nous pensons que ce sera à nouveau le calme plat, étant donné que les obligations MCL resteront les mêmes pour les contrats de mars à juin. Pour résumer, la figure 5 montre que, par rapport aux obligations voisines, le prix de l'obligation MCL du contrat CGFH23 s'est généralement effrité, tandis que le prix de l'obligation MCL du contrat CGZH23 a généralement progressé, si l'on se fie à l'écart de swap en papillon.

FIGURE 5
Écart de swap en papillon sur l'obligation MCL du H23



Source : Base de données sur les titres à revenu fixe Sapphire de BMO Marchés des capitaux⁴

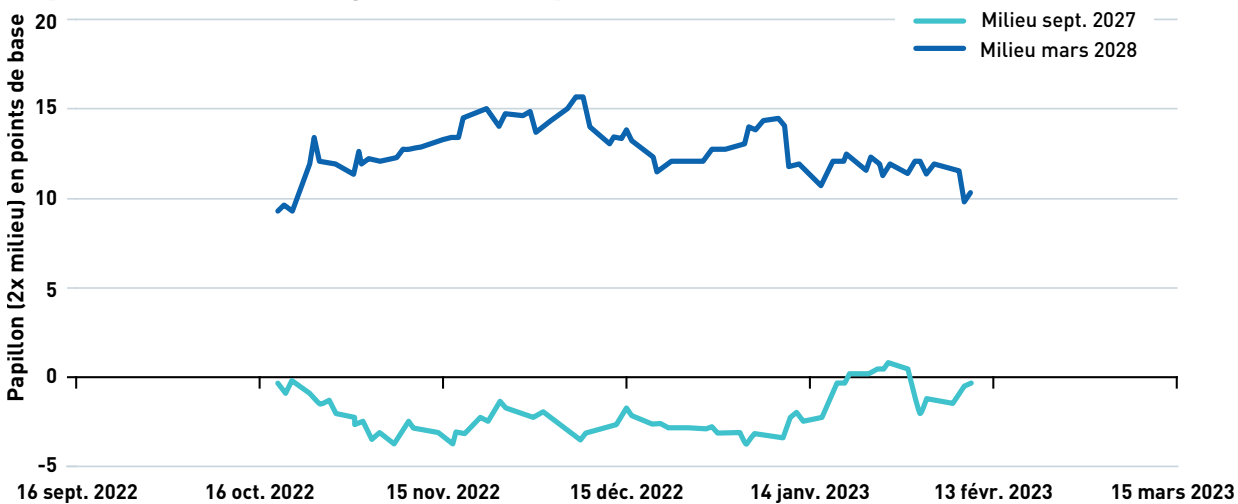
Le fait qui retient le plus notre attention concernant les valeurs relatives ce trimestre est la différence d'évaluation entre l'obligation de septembre 2027 et celle de mars 2028, considérées comme les obligations MCL des contrats CGFH23 et CGFM23, respectivement. Cette dernière obligation est nettement moins chère que les obligations voisines, sans doute à cause des adjudications d'obligations, comme l'illustre la figure 6. Les investisseurs qui prennent une position vendeur sur le contrat CGFM23 doivent savoir qu'actuellement, sa seule obligation MCL se vend beaucoup moins cher que les autres obligations.

² « 2023 : un pronostic sur les contrats à terme », publié par la Bourse de Montréal.

³ Pour en savoir plus, consultez l'[Avis informationnel A23-002](#).

FIGURE 6

Papillon sur taux obligataires – Sept. 2027-mars 2028

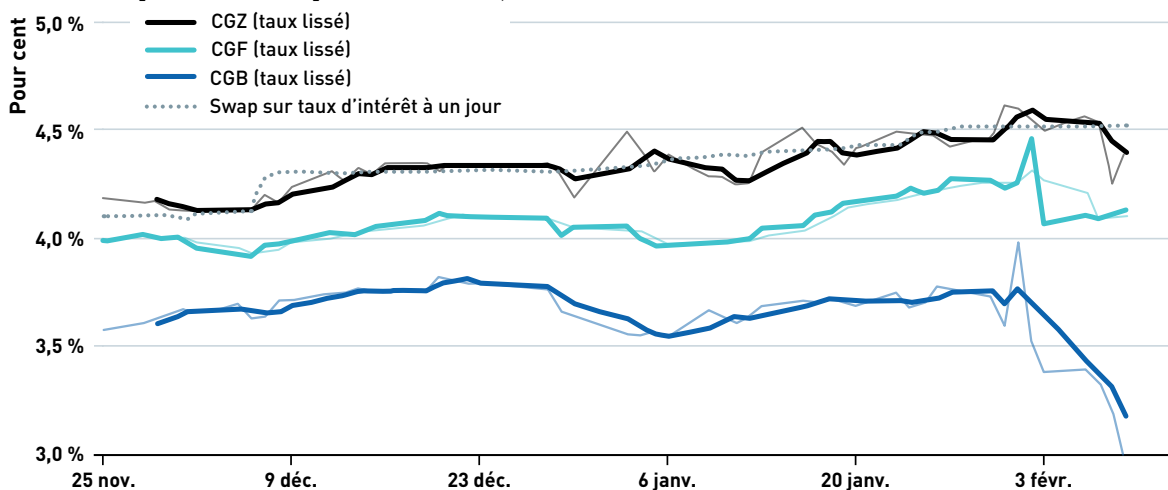


Source : Base de données sur les titres à revenu fixe Sapphire de BMO Marchés des capitaux¹

Comme au dernier trimestre, bon nombre de contrats sur titres à revenu fixe canadiens ont été bon marché ce trimestre par rapport à leur obligation MCL sur une base brute ou un taux de pension implicite. Cela dit, le contrat CGZH23 (2 ans) s’est généralement négocié à un prix assez proche de sa juste valeur et le contrat LGBH23 (30 ans), maintenant sans option d’atout qui faussait la valeur, se négocie exactement à sa juste valeur. La figure 7 montre le taux de pension implicite des contrats CGZ, CGF et CGB au cours du trimestre, ainsi que l’évolution quotidienne du swap sur taux d’intérêt à un jour jusqu’à la livraison. Le contrat CGZH23 (le contrat de 2 ans de mars) s’est bien comporté en ne dérogeant pas à sa juste valeur, tandis que le contrat CGFH23 s’est négocié, et se négocie toujours, à un prix nettement inférieur à celui des obligations; pour sa part, le taux de pension implicite est trop bas.

FIGURE 7

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

Au premier coup d’œil, le contrat CGBH23 (10 ans) semble encore moins cher que les obligations, sauf qu’il faut tenir compte de la valeur de l’option d’atout. En effet, le bas prix du contrat s’explique essentiellement par la valeur de l’option d’atout intégrée, qui indemnise les investisseurs ayant accepté de prendre une position vendeur sur ce contrat. Pour en apprendre davantage au sujet des options d’atout ce trimestre, consultez la section pertinente ci-après.

Données essentielles et attentes

Les figures 8, 9, 10 et 12 montrent quelques mesures clés d'importance pour les gestionnaires qui possèdent des positions sur les contrats du mois de mars 2023. Pour préparer ces figures, nous avons utilisé les cours de clôture du 9 février et réduit le nombre d'obligations MCL en circulation d'un montant équivalant aux positions détenues par la Banque du Canada, s'il y a lieu⁴. Comme d'habitude avec les contrats d'échéance éloignée, aucun des contrats du mois de juin n'était négocié à notre date de saisie des données, de sorte que les prix indiqués pour les contrats M23 – et toute analyse reposant sur le prix de ces contrats – ne sont pas fondés sur les prix observés sur le marché en ce moment.

CGBH23 vers CGBM23

Le contrat CGB conservera la même obligation MCL ce trimestre; le report devrait donc se dérouler de façon plus ordonnée qu'à l'ordinaire puisque les gestionnaires pourront passer leurs ordres permanents sans crainte.

Lorsqu'on tient compte de la valeur de l'option d'atout, qui est de 7,5 cents, le contrat CGBH23 se négocie à environ 2,5 cents de moins que sa juste valeur. Des milliers de contrats passeront très certainement à la livraison, car les positions vendeur permettent parfois de rentabiliser les options d'atout, même s'il est peu probable que le profit excède celui du dernier trimestre.

Nous nous attendons à une demande de liquidité excessive sur le contrat CGBH23 côté vendeur, à l'approche de la période de report, car la plupart des détenteurs de positions acheteur sur CGB voudront s'en départir pour éviter les incertitudes liées à l'option d'atout. Pour cette raison, il se pourrait bien que le prix du contrat ait déjà fléchi, comme le montre la figure 7.

FIGURE 8
Données essentielles sur le CGB

9 FÉVRIER 2023	ÉCHÉANCE RAPPROCHÉE (MARS 2023)	ÉCHÉANCE ÉLOIGNÉE (JUN 2023)	VARIATION
Cours de clôture	124,840	124,490	0,350
Obligation la moins chère à livrer (MCL)	Canada 1,500 %, juin 2031	Canada 1,500 %, juin 2031	Non
Années après livraison (dernière livraison)	8,2	7,9	-0,2
Facteur de concordance de l'obligation MCL	0,7105	0,7174	
Prix net de l'obligation MCL	88,6660	88,6660	
Rendement de l'obligation MCL	3,057 %	3,057 %	0,000 %
Base brute (cents)	-3,3	-64,3	
Date probable de livraison	01-Mar-23	01-Jun-23	
Base nette (cents)	7,7	9,8	2,1
Taux de pension implicite (jusqu'à la date probable de livraison)	2,53 %	4,14 %	1,61 %
VM01/100 de l'obligation MCL	6,8	6,8	0,0
Intérêt en cours	528 096	0	
Obligations MCL en circulation (millions)	31 144	31 144	0
Notionnel de l'obligation MCL de l'intérêt en cours du contrat d'échéance rapprochée	52 810	52 810	
Multiple de l'obligation MCL de l'intérêt en cours du contrat d'échéance rapprochée	1,7x	1,7x	0,0x

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

CGZH23 vers CGZM23

Le contrat CGZH23 se négocie à l'heure actuelle à environ 2 cents de moins que sa juste valeur, avec un taux de pension implicite en fonction du premier jour de livraison de 4,1 %; les swaps sur taux d'intérêt à un jour sont à 4,51 % jusqu'à cette date.

Les contrats CGZH23 seront livrés par anticipation, car les taux d'intérêt à un jour dépassent désormais de 150 points de base le coupon de l'obligation MCL, et personne ne prévoit faire quoi que ce soit par rapport aux options intégrées. L'obligation MCL sera remplacée ce trimestre, comme c'est souvent le cas pour le contrat de 2 ans; ainsi, l'obligation de février 2025 remplacera l'obligation de novembre 2024. La valeur monétaire d'un point de base (VM01) de 14 % est légèrement supérieure à la normale pour le contrat et par conséquent, la juste valeur du report devrait évoluer en fonction des taux d'intérêt. Étant donné le contexte volatil qui s'opère, les gestionnaires doivent éviter de laisser des ordres permanents en place. En effet, la différence de prix dans le cadre du report pourrait dépasser cinq cents au cours d'une journée volatile.

⁴ La Banque prête ses actifs, et les obligations peuvent tout de même être livrées. La Banque ne détient pas la plupart des nouvelles obligations qui sont devenues les moins chères à livrer pour certains des contrats de mars et de juin.

Avec un coupon de 3,75 % pour l'obligation de novembre 2024, les positions acheteur sur la base du contrat CGZM23 auront un portage négatif, et le prix initial du contrat en fonction du premier jour de livraison tiendra compte d'une base négative. Quoique peu probable, une réduction importante du taux directeur de la Banque du Canada pourrait changer la donne. Les détenteurs de positions acheteur devraient effectuer le report rapidement au vu du prix bradé et totalement injustifié du contrat du mois de mars et du fait que la livraison anticipée est presque certaine.

FIGURE 9 Données essentielles sur le CGZ

9 FÉVRIER 2023	ÉCHÉANCE RAPPROCHÉE (MARS 2023)	ÉCHÉANCE ÉLOIGNÉE (JUIN 2023)	VARIATION
Cours de clôture	103,080	102,850	0,230
Obligation la moins chère à livrer (MCL)	Canada 3,000 %, nov. 2024	Canada 3,750 %, févr. 2025	Oui
Années après livraison (dernière livraison)	1,6	1,6	0,0
Facteur de concordance de l'obligation MCL	0,9530	0,9648	
Prix net de l'obligation MCL	98,1800	99,5670	
Rendement de l'obligation MCL	4,102 %	3,980 %	-0,123 %
Base brute (cents)	-5,5	33,7	
Date probable de livraison	01-Mar-23	01-Jun-23	
Base nette (cents)	2,1	56,1	54,0
Taux de pension implicite (jusqu'à la date probable de livraison)	4,10 %	2,65 %	-1,45 %
VM01/100 de l'obligation MCL	1,6	1,9	0,2
Intérêt en cours	98 065	0	
Obligations MCL en circulation (millions)	16 500	15 000	-1 500
Notionnel de l'obligation MCL de l'intérêt en cours du contrat d'échéance rapprochée	9 807	9 807	
Multiple de l'obligation MCL de l'intérêt en cours du contrat d'échéance rapprochée	0,6x	0,7x	0,1x

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

CGFH23 vers CGFM23

L'obligation de septembre 2027, MCL du contrat de 5 ans (CGF), sera remplacée par l'obligation à 3,5 % de mars 2028 lors du report du contrat CGFM23. Le taux directeur de la Banque du Canada dépasse largement le taux du coupon de l'obligation MCL des deux contrats. Par conséquent, et compte tenu des attentes du marché, les prix des deux contrats tiendront compte d'une livraison anticipée (encore une fois, sur une base négative par rapport à l'obligation MCL).

Le contrat CGFH23 se négocie à environ un cent de moins que les obligations, avec un taux de pension implicite de tout juste 3,95 % en fonction du premier jour de livraison, à la date du présent document, et ce, en tenant compte de la valeur de l'option d'atout intégrée de 1,8 cent. De plus, comme il est mentionné ci-dessus, les modèles algorithmiques spéculatifs semblent avoir beaucoup de positions vendeur sur ce contrat, et il est probable que leur aversion pour la période de livraison accentue encore plus la pression sur les contrats d'échéance rapprochée par rapport aux contrats d'échéance éloignée. Les détenteurs de positions vendeur devraient tenter un report anticipé pour éviter la ruée vers le contrat H23. Sachez cependant que l'obligation de mars 2028, qui est la MCL du contrat M23, mais non du contrat H23, est bien meilleur marché que les obligations voisines, comme nous l'avons vu dans la section sur la valeur relative, ci-dessus.

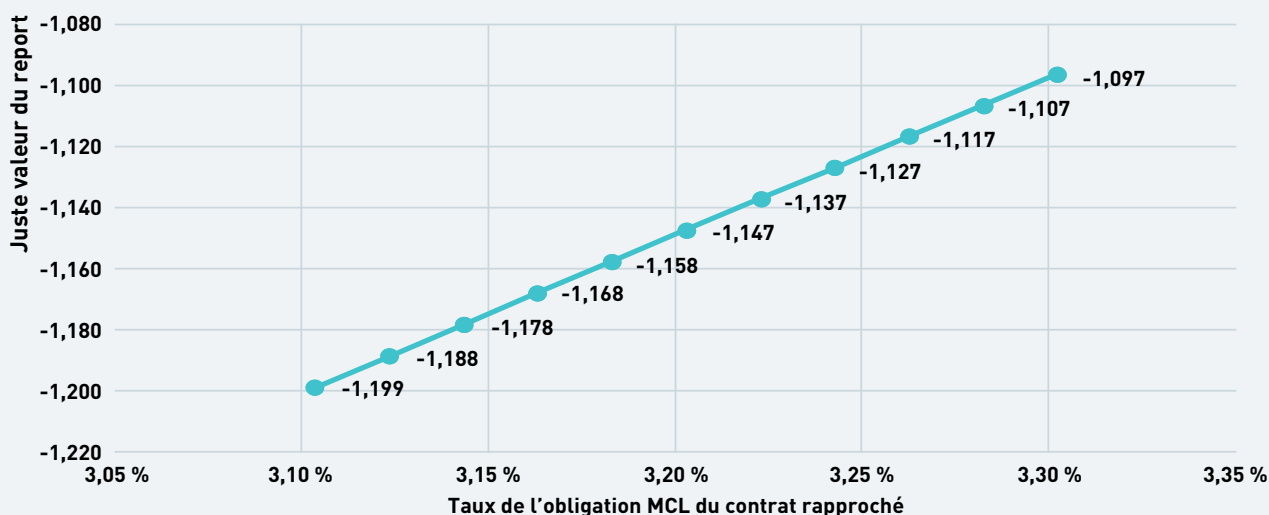
FIGURE 10
Données essentielles sur le CGF

9 FÉVRIER 2023	ÉCHÉANCE RAPPROCHÉE (MARS 2023)	ÉCHÉANCE ÉLOIGNÉE (JUN 2023)	VARIATION
Cours de clôture	112,350	113,310	-0,960
Obligation la moins chère à livrer (MCL)	Canada 2,750 %, sept. 2027	Canada 3,500 %, mars 2028	Oui
Années après livraison (dernière livraison)	4,4	4,7	0,2
Facteur de concordance de l'obligation MCL	0,8735	0,8979	
Prix net de l'obligation MCL	98,0980	101,6024	
Rendement de l'obligation MCL	3,203 %	3,154 %	-0,049 %
Base brute (cents)	-4,0	-13,9	
Date probable de livraison	01-Mar-23	01-Jun-23	
Base nette (cents)	3,6	20,0	16,4
Taux de pension implicite (jusqu'à la date probable de livraison)	3,94 %	3,95 %	0,01 %
VM01/100 de l'obligation MCL	4,2	4,7	0,5
Intérêt en cours	119 466	0	
Obligations MCL en circulation (millions)	16 000	11 500	-4 500
Notionnel de l'obligation MCL de l'intérêt en cours du contrat d'échéance rapprochée	11 947	11 947	
Multiple de l'obligation MCL de l'intérêt en cours du contrat d'échéance rapprochée	0,7x	1,0x	0,3x

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

L'appréciation de la VM01 est de 10 % environ, et la juste valeur du report pourra beaucoup varier au cours d'une journée. Par conséquent, les gestionnaires sont invités à surveiller leurs ordres de près. Comme le montre la figure 11, une variation intrajournalière de 10 points de base sur le taux de 5 ans entraînerait un changement de près de 5 cents dans le cadre du report – d'où l'importance de ne pas laisser d'ordre permanent ce trimestre.

FIGURE 11
Juste valeur du report CGFH23-CGFM23 selon le taux, 22 février 2023



LGBH23 vers LGBM23

Le contrat LGB est un peu différent des autres contrats et nous attendons de voir comment va se dérouler cette période de report. Il n'y a aucune « période de livraison » et donc aucun premier ou dernier jour d'avis de livraison. Ainsi, tous les avis de livraison seront remis le dernier jour de négociation sans exception. Ce changement prive les détenteurs de position vendeur de toute possibilité de livrer par anticipation et élimine donc beaucoup de choix. En revanche, il atténue le risque de livraison anticipée. Certains pourraient dire qu'il ne sert plus à rien d'attendre le report vers les autres contrats actifs pour commencer à reporter celui-ci. Ainsi, le report pourrait (ou non) commencer et finir en même temps que les autres. Nous pressentons que bon nombre de contrats seront reportés à l'échéance fixée et que le reste des contrats suivront lorsque l'intérêt en cours et la liquidité fléchiront. Cela dit, nous suivrons de près ce report des contrats LGB pour voir si une nouvelle convention s'en dégage. Du côté de l'obligation MCL, il n'y a pas de substitution, puisque la nouvelle obligation de 2055 a été exclue⁵ du panier de livraison des contrats du mois de juin. Au 9 février, le contrat se négociait précisément à sa juste valeur.

FIGURE 12

Données essentielles sur le LGB

26 JANVIER 2023	ÉCHÉANCE RAPPROCHÉE (MARS 2023)	ÉCHÉANCE ÉLOIGNÉE (JUIN 2023)	VARIATION
Cours de clôture	173,600	173,650	-0,050
Obligation la moins chère à livrer (MCL)	Canada 2,000 %, déc. 2051	Canada 2,000 %, déc. 2051	Non
Années après livraison (dernière livraison)	28,7	28,4	-0,2
Facteur de concordance de l'obligation MCL	0,4551	0,4570	
Prix net de l'obligation MCL	78,8454	78,8454	
Rendement de l'obligation MCL	3,118 %	3,118 %	0,000 %
Base brute (cents)	-16,0	-51,3	
Date probable de livraison	22-Mar-23	21-Jun-23	
Base nette (cents)	-0,1	3,7	3,8
Taux de pension implicite (jusqu'à la date probable de livraison)	4,52 %	4,39 %	-0,13 %
VM01/100 de l'obligation MCL	16,3	16,3	0,0
Intérêt en cours	681	0	
Obligations MCL en circulation (millions)	33 810	33 810	0
Notionnel de l'obligation MCL de l'intérêt en cours du contrat d'échéance rapprochée	68	0	
Multiple de l'obligation MCL de l'intérêt en cours du contrat d'échéance rapprochée	0,0x	0,0x	0,0x

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

Valeur de l'option d'atout

Le contrat LGB n'a plus d'option d'atout intégrée, ses caractéristiques ayant été modifiées récemment. De plus, l'option d'atout intégrée au contrat CGZ (2 ans), dont les facteurs de concordance sont toujours très élevés et atteignent plus ou moins 0,95, a une valeur d'à peine 0,2 cent par contrat ce trimestre.

L'option d'atout du contrat CGFH23 (5 ans) ne fait guère mieux en raison des facteurs de concordance relativement élevés; nous calculons que sa valeur est d'environ 1,8 cent par contrat CGF ce trimestre. Cette faiblesse explique en très grande partie le prix relativement bas observé ces derniers temps, même si nous soupçonnons que certains gestionnaires se servent du contrat pour effectuer des opérations sur les options d'atout.

Dans le cas des contrats CGBH23 (10 ans), il est possible de lever l'option d'atout. Sa valeur est raisonnable en raison du facteur de concordance de 0,7105, imputable à la faiblesse du coupon de l'obligation MCL. Cela dit, cette valeur a reculé par rapport aux contrats de décembre 2022 en raison de la plus faible volatilité en fin de séance (figure 13) et d'un facteur de conversion un peu plus élevé sur l'obligation MCL. Nous estimons que l'option a une valeur de 7,5 cents par contrat ce trimestre, ce qui représente un recul par rapport aux 8,5 cents du dernier trimestre.

⁵ Pour en savoir plus, consultez l'[Avis informationnel A23-002](#).

FIGURE 13

Obligation MCL du CGB, écart type de la fluctuation du prix de 15 h à 17 h



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

À l'approche de la livraison, les détenteurs de positions acheteur pourraient découvrir qu'une option d'atout est levée sur leur position. Nous remarquons, comme l'illustre la figure 13, que la volatilité des prix en après-midi a atteint un sommet le premier ou deuxième jour du mois de livraison en septembre et en décembre 2022, permettant aux détenteurs de positions vendeur sur CGB de lever l'option intégrée tout en réalisant un profit. Ce phénomène est intrigant puisque la simple existence des options d'atout devrait atténuer, pas augmenter, la volatilité en fin de séance pendant la période de livraison.

REGARD VERS L'AVENIR ET occasions à saisir

- Les prix de report devraient être plus stables étant donné qu'ils tiennent pleinement compte des options relatives au moment. En outre, les taux du début de la courbe n'étant plus de mise pour l'instant, nous ne prévoyons aucun changement important du taux de pension implicite des contrats d'échéance rapprochée ou éloignée.
- Les investisseurs peuvent acheter le contrat CGFM23 plutôt que les obligations voisines dans le cadre d'une opération sur papillon afin de profiter du bas coût de l'obligation MCL. Ils peuvent aussi choisir de miser sur un écart de risque de crédit dans l'espoir de profiter de l'appréciation de l'obligation MCL par rapport au marché des swaps.



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 enseignants 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 avec la permission de celle-ci.

© Bourse de Montréal Inc., 2023. Tous droits réservés. Il est interdit de reproduire, de distribuer, de vendre ou de modifier le présent document sans le consentement préalable écrit de Bourse de Montréal Inc. Les renseignements qui figurent dans le présent document sont fournis à titre d'information seulement. Les points de vue, les opinions et les conseils contenus dans le présent document sont uniquement ceux de l'auteur. Ni Groupe TMX Limitée ni ses sociétés affiliées ne garantissent l'exhaustivité des renseignements qui figurent dans le présent document et ne sont responsables des erreurs ou des omissions que ceux-ci pourraient comporter ni de l'utilisation qui pourrait en être faite. Le présent document ne vise pas à offrir des conseils en placement, en comptabilité ou en fiscalité ni des conseils juridiques, financiers ou autres, et l'on ne doit pas s'en remettre à celui-ci pour de tels conseils. L'information présentée ne vise pas à encourager l'achat de titres inscrits à la Bourse de Montréal, à la Bourse de Toronto ou à la Bourse de croissance TSX. Le Groupe TMX et ses sociétés affiliées ne cautionnent ni ne recommandent les titres mentionnés dans le présent document. CGB, CGF, CGZ, LGB, Bourse de Montréal et MX sont des marques de commerce de Bourse de Montréal Inc. TMX, le logo de TMX, « The Future is Yours to See. » et « Voir le futur. Réaliser l'avenir. » sont les marques déposées de TSX Inc. et elles sont utilisées sous licence.