

**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

# H24 et M24

Février 2024



# Sommaire

## DE LA PÉRIODE DE REPORT TRIMESTRIELLE

À l'approche d'un revirement de politique monétaire, les clients devraient se familiariser de nouveau avec l'« option relative au moment » des contrats à terme ainsi qu'avec la notion de base positive; ils devraient aussi réfléchir aux implications pour leur portefeuille, surtout du côté des contrats à terme sur obligations du gouvernement du Canada de 2 ans (CGZ<sup>MC</sup>). Bon nombre de positions spéculatives sur des contrats à terme ont probablement été larguées en raison du renversement des cours, au début de février, ce qui complique les prévisions concernant les pressions sur l'offre et la demande pendant la période de report, en ce premier trimestre. Toutefois, les gestionnaires axés sur la valeur relative se réjouissent sans doute des belles occasions de tirer parti des fluctuations de valeur qui se présentent actuellement entre contrats à terme et entre diverses obligations dans les paniers de livrables des contrats à terme sur obligations du gouvernement du Canada de 2, 5 et 10 ans (respectivement, CGZ, CGF<sup>MC</sup> et CGB<sup>MC</sup>).

Le premier jour d'avis est le 28 février, et la partie de la période de report où les contrats deviennent plus liquides commencera probablement le vendredi 23 février, pour se poursuivre les 26 et 27 février. Encore une fois, ce trimestre-ci, les clients qui ont des positions longues doivent s'attendre à recevoir leurs livraisons très tôt (sauf le contrat à terme sur obligations du gouvernement du Canada de 30 ans [LGB<sup>MC</sup>], bien entendu), car les positions acheteur sur la base, dans tous les contrats, auront un portage négatif.

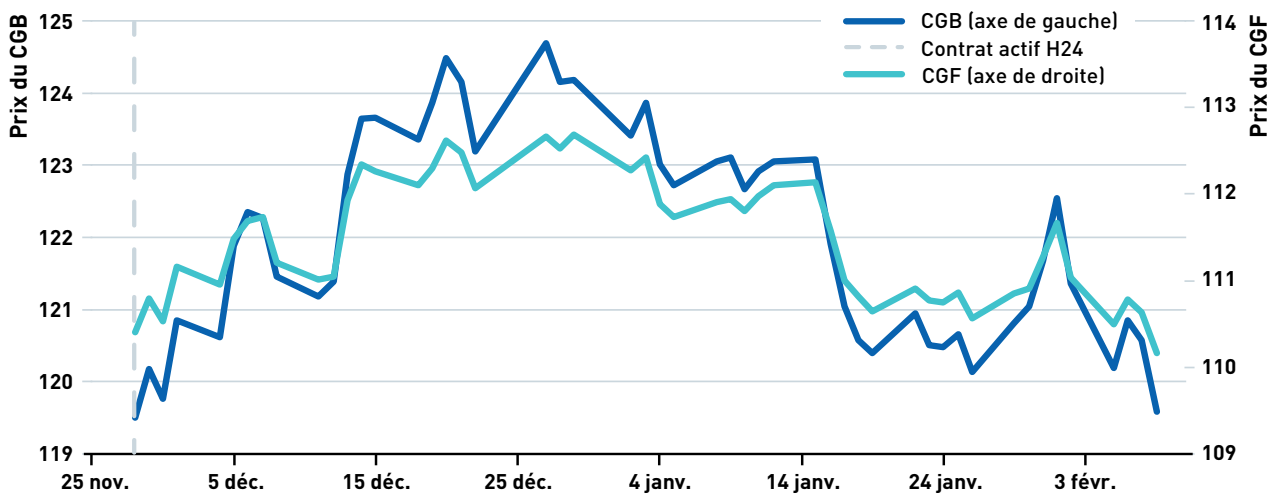
Un très grand nombre de contrats CGZ (2 ans) ont été livrés en décembre, ce qui est inhabituel pour les contrats à terme en général. Les gestionnaires doivent se rappeler que la livraison pour les contrats de juin va se faire après le passage au règlement à un jour (T+1)<sup>1</sup>, le 27 mai, ce qui aura une incidence sur le premier jour d'avis de livraison, le dernier jour d'avis de livraison et la date de règlement finale, dans le cas des contrats M24 et suivants.

<sup>1</sup> CCMA Announces Canadian T+1 Start Date (en anglais seulement) : <https://ccma-acmc.ca/en/wp-content/uploads/CCMA-Announces-Canadian-T1-Start-Date-March-14-2023.pdf>

# Positions spéculatives

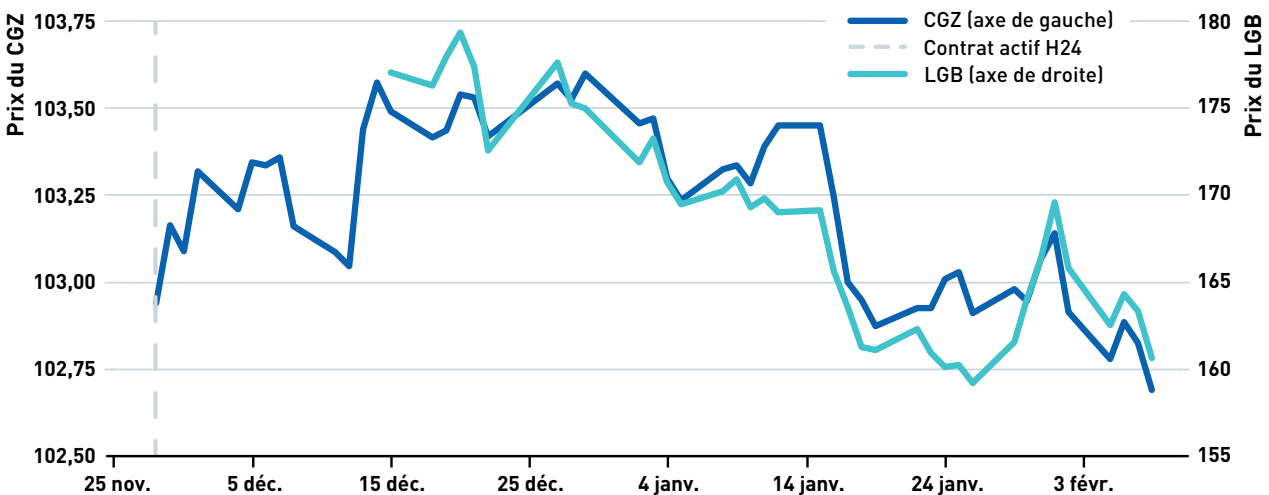
Nul doute que les portefeuilles reposant sur une stratégie de suivi de tendance ont pâti du renversement marqué des cours, à la fin de janvier et au début de février. Un bon trimestre à indication directionnelle, caractérisé par des tendances soutenues, a en effet été sèchement interrompu par une remontée notable et un revirement presque immédiat, au tournant du mois. On peut penser que bon nombre de positions de risque ont fait l'objet d'un ordre stop ou simplement été réduites en raison de la volatilité. La figure 1 illustre bien le pic à effet négatif sur les profits et le renversement immédiat des cours du CGB (10 ans), mais l'évolution des cours a été manifeste sur toute la courbe, comme on peut aussi le voir à la figure 2, qui reflète l'évolution des cours des contrats CGZ (2 ans) et LGB (30 ans).

**FIGURE 1**  
**Prix du CGF et du CGB, contrats H24**



Source : Bourse de Montréal

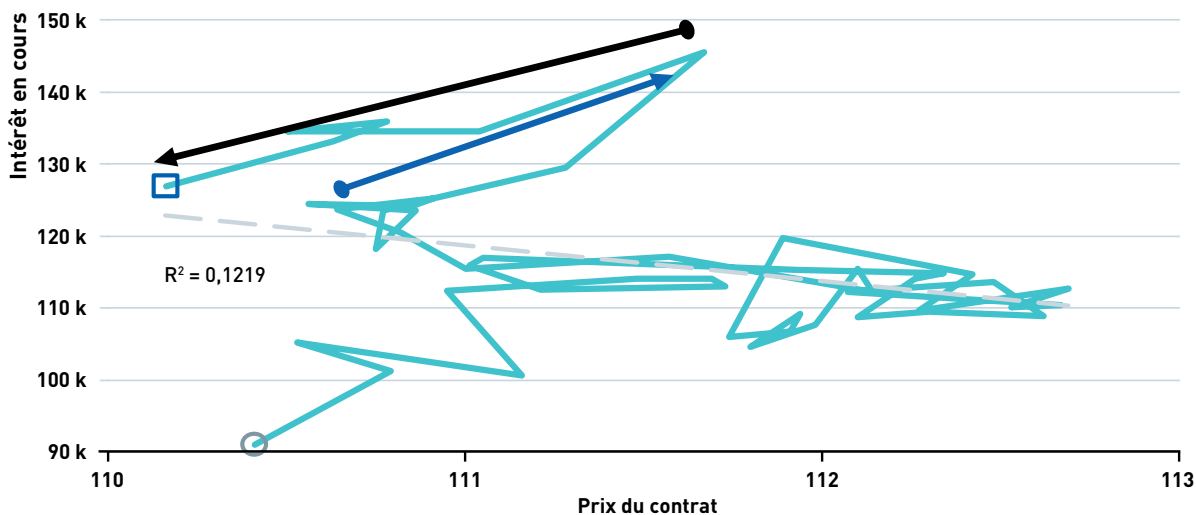
**FIGURE 2**  
**Prix du CGZ et du LGB, contrats H24**



Source : Bourse de Montréal

Une preuve du désastre observé du côté des positions spéculatives est bien visible dans le graphique de l'intérêt en cours des CGF par rapport au prix des contrats (figure 3), là où nous avons mis des flèches colorées pour le prix et l'intérêt en cours, dans la période de renversement autour du 1<sup>er</sup> février. Malgré la corrélation générale relativement faible entre le prix et l'intérêt en cours des contrats, la corrélation est assez élevée dans les périodes de prix en hausse ou de prix en baisse, ce qui indique que des positions ont été ajoutées de façon constante lorsque les tendances de décembre et de janvier se dessinaient. À la fin de janvier et jusqu'aux premiers jours de février, l'intérêt en cours a grimpé, au moment où les prix ont commencé à monter, puis il a chuté abruptement, par dizaines de milliers de contrats – certaines des positions ouvertes pendant la remontée, probablement –, de façon quasi immédiate, car les clients (et les algorithmes) ont constaté que la tendance n'allait pas se maintenir. Voilà ce qui advient aux modèles spéculatifs collés aux tendances, qu'on ne manquera pas de revoir bientôt, mais nous pensons que le risque déployé n'est plus à un sommet. Cela dit, certains participants sont peut-être encore pas mal à découvert, sachant que l'intérêt en cours qui s'était formé n'a pas été complètement éliminé.

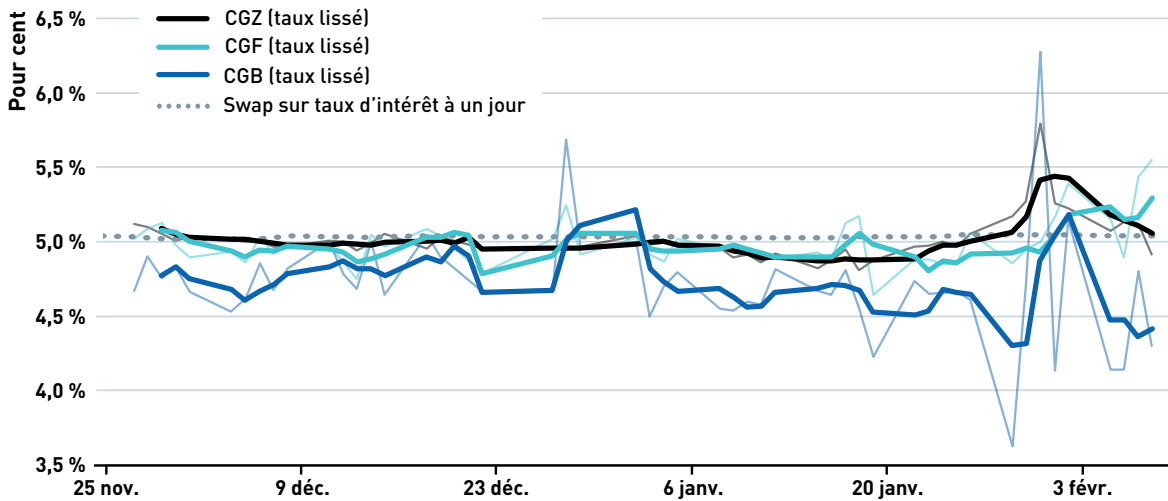
**FIGURE 3**  
**Prix du CGFH24 par rapport à l'intérêt en cours**



Source : Bourse de Montréal

Cette même volatilité a causé des ravages sur le lien établi entre la valeur relative des obligations et des contrats à terme, car les gestionnaires des deux types d'instruments cherchaient la liquidité à des fins de spéculation ou de couverture. La figure 4 illustre le taux de pension implicite pour le CGZ (2 ans), le CGF (5 ans) et le CGB (10 ans), dans le courant du trimestre. Dans l'ensemble, le taux de pension implicite (et, de façon similaire, la base brute) s'est bien comporté au cours du trimestre; toutefois, les contrats à terme ont peut-être été portés à une valeur un peu trop haute par rapport aux obligations, à la fin de la remontée de décembre, surtout dans le cas des contrats à 5 ans et à 10 ans. Cette survaleur était bien peu, comparativement à la hausse rapide des contrats à terme (ceux-ci s'apprécient par rapport aux obligations lorsque le taux de pension implicite est supérieur à la juste valeur ou qu'il dépasse la ligne pointillée du graphique) à la fin de janvier, du fait, peut-on présumer, que les investisseurs ayant des positions vendeur accumulées ont cherché à les dénouer rapidement en achetant des contrats. La hausse abrupte des contrats à terme, par rapport aux obligations, était apparente dans tous les contrats (figure 4) et a persisté dans le cas du CGF – une occasion possible pour les gestionnaires agiles.

**FIGURE 4**  
**Taux de pension implicite : CGZ, CGF et CGB**



Source : Base de données sur les titres à revenu fixe Sapphire de BMO Marchés des capitaux<sup>1</sup>, Bourse de Montréal

## Changement d'obligation MCL

Encore une fois ce trimestre-ci, une combinaison de courbes inversées et de petits paniers de livrables fait en sorte que les contrats à la Bourse de Montréal ne comportent qu'un très faible risque de substitution. À moins que les courbes s'accroissent ou que la vente massive d'obligations de 2022-2023 se poursuive avec une vigueur renouvelée en 2024, le risque d'un changement d'obligation la moins chère à livrer (MCL), sur les divers contrats, est minime.

Cela est peu évident, mais, à l'heure actuelle, le plus grand risque de changement d'obligation MCL se situe probablement du côté du CGB, et encore, ce risque est très faible. Au moment d'écrire ces lignes, cela tient en grande partie au fait qu'il n'y a qu'une obligation livrable dans le panier de juin 2024, tant pour le CGZ (2 ans) que pour le CGF (5 ans). Comme le montre la figure 5, une accentuation brutale de la courbe, de l'ordre de 10 points de base, entre juin 2032 et décembre 2032, y parviendrait, tout comme d'ailleurs une accentuation de 5 points de base conjuguée à une dépréciation de 100 points de base sur le segment de 10 ans. Nous considérons les deux scénarios improbables et pensons que presque tous les gestionnaires jugeraient bien peu probable que les taux d'intérêt évoluent ainsi dans le courant du trimestre à venir.

FIGURE 5

Rendement – Juin 2032

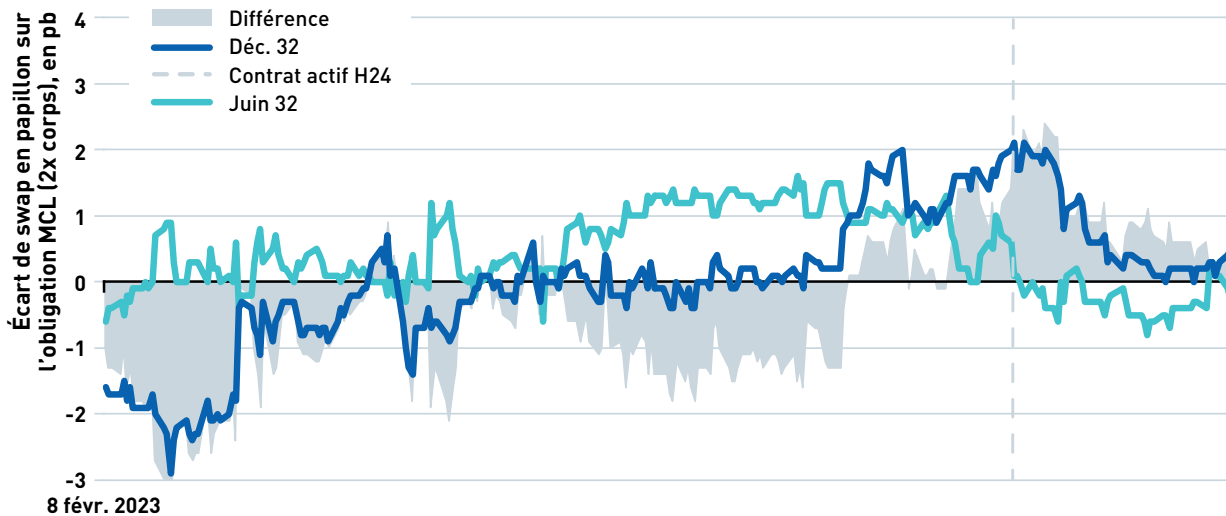
COURBE	2,99 %	3,14 %	3,29 %	3,44 %	<b>3,59 %</b>	3,79 %	3,99 %	4,19 %	4,39 %	4,59 %	4,79 %	4,99 %	5,19 %	5,39 %	5,59 %	5,79 %
-5,0	Jun 2032	Jun 2032	Jun 2032	Jun 2032	<b>Jun 2032</b>	Jun 2032	Jun 2032	Jun 2032	Jun 2032	Jun 2032	Jun 2032	Jun 2032	Jun 2032	Jun 2032	Jun 2032	Jun 2032
-4,1	Jun 2032	Jun 2032	Jun 2032	Jun 2032	<b>Jun 2032</b>	Jun 2032	Jun 2032	Jun 2032	Jun 2032	Jun 2032	Jun 2032	Jun 2032	Jun 2032	Jun 2032	Jun 2032	Jun 2032
-3,2	Jun 2032	Jun 2032	Jun 2032	Jun 2032	<b>Jun 2032</b>	Jun 2032	Jun 2032	Jun 2032	Jun 2032	Jun 2032	Jun 2032	Jun 2032	Jun 2032	Jun 2032	Jun 2032	Jun 2032
-2,3	Jun 2032	Jun 2032	Jun 2032	Jun 2032	<b>Jun 2032</b>	Jun 2032	Jun 2032	Jun 2032	Jun 2032	Jun 2032	Jun 2032	Jun 2032	Jun 2032	Jun 2032	Jun 2032	Jun 2032
-1,4	Jun 2032	Jun 2032	Jun 2032	Jun 2032	<b>Jun 2032</b>	Jun 2032	Jun 2032	Jun 2032	Jun 2032	Jun 2032	Jun 2032	Jun 2032	Jun 2032	Jun 2032	Jun 2032	Jun 2032
<b>-0,5</b>	<b>Jun 2032</b>	<b>Jun 2032</b>	<b>Jun 2032</b>	<b>Jun 2032</b>	<b>Jun 2032</b>	<b>Jun 2032</b>	<b>Jun 2032</b>	<b>Jun 2032</b>	<b>Jun 2032</b>	<b>Jun 2032</b>	<b>Jun 2032</b>	<b>Jun 2032</b>	<b>Jun 2032</b>	<b>Jun 2032</b>	<b>Jun 2032</b>	<b>Jun 2032</b>
1,6	Jun 2032	Jun 2032	Jun 2032	Jun 2032	<b>Jun 2032</b>	Jun 2032	Jun 2032	Jun 2032	Jun 2032	Jun 2032	Jun 2032	Jun 2032	Jun 2032	Jun 2032	Jun 2032	Jun 2032
3,7	Jun 2032	Jun 2032	Jun 2032	Jun 2032	<b>Jun 2032</b>	Jun 2032	Jun 2032	Jun 2032	Jun 2032	Jun 2032	Jun 2032	Jun 2032	Jun 2032	Jun 2032	Déc. 2032	Déc. 2032
5,8	Jun 2032	Jun 2032	Jun 2032	Jun 2032	<b>Jun 2032</b>	Jun 2032	Jun 2032	Jun 2032	Jun 2032	Jun 2032	Déc. 2032	Déc. 2032	Déc. 2032	Déc. 2032	Déc. 2032	Déc. 2032
7,9	Jun 2032	Jun 2032	Jun 2032	Jun 2032	<b>Jun 2032</b>	Jun 2032	Jun 2032	Déc. 2032	Déc. 2032	Déc. 2032	Déc. 2032	Déc. 2032	Déc. 2032	Déc. 2032	Déc. 2032	Déc. 2032
10,0	Jun 2032	Jun 2032	Jun 2032	Jun 2032	<b>Déc. 2032</b>	Déc. 2032	Déc. 2032	Déc. 2032	Déc. 2032	Déc. 2032	Déc. 2032	Déc. 2032	Déc. 2032	Déc. 2032	Déc. 2032	Déc. 2032

Source : Calculs de l'auteur

## Valeur relative des obligations MCL

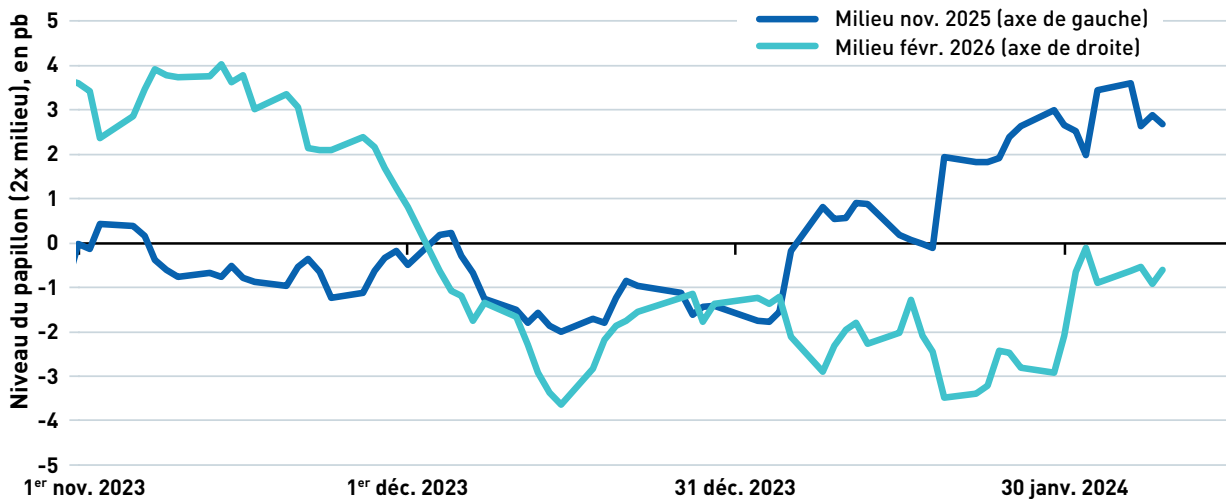
Du fait qu'il n'y a pas de modification à l'obligation MCL pour le contrat CGB, la valeur relative entre les obligations probables au sein du panier de livrables, pour les contrats H24 et M24, n'est pas pertinente, ce trimestre-ci. Cela dit, on peut encore observer une dynamique intéressante, à la mi-février.

Par exemple, bien que l'obligation du gouvernement du Canada de juin 2032 soit l'obligation MCL tant pour les contrats CGBH24 que pour les contrats CGBM24, le rendement du papillon sur obligations illustré à la figure 6 (et l'écart de swap en papillon, non illustré) a déjà reculé à des niveaux où l'obligation MCL est relativement élevée par rapport aux obligations voisines, tandis que l'obligation de décembre 2032 n'a pas suivi le rythme. Explication probable : le phénomène touchant spécifiquement les contrats CGB, où les exigences en matière de liquidité des contrats à terme, à la fois du côté des acheteurs et des vendeurs, dicte l'évaluation de l'obligation MCL par rapport aux obligations d'échéance similaire. Il existe peut-être des occasions de remplacer l'obligation de décembre 2032 par des contrats CGBM24 jusqu'à ce que la différence relative de prix se corrige.

**FIGURE 6****Rendement du papillon – Décembre 2031 et juin 2032**

Source : Base de données sur les titres à revenu fixe Sapphire de BMO Marchés des capitaux<sup>1</sup>

Fait plus intéressant encore, peut-être : à la mi-février, l'obligation MCL pour le contrat CGZ (2 ans) actif affiche une perte constante de valeur depuis le début de l'année, par rapport aux obligations voisines. La figure 7 présente l'écart de swap en papillon pour les obligations de novembre 2025 (MCL pour les contrats CGZH24) et de février 2026 (MCL pour les contrats CGZM24). Bien que les deux soient devenues moins chères par rapport à la fin de l'année, celle de novembre 2025 a vu sa valeur baisser par rapport au niveau du papillon, pour passer d'environ -2 points de base à environ +3 points de base, tandis que l'obligation de février 2026 a vu sa valeur reculer de seulement la moitié de cette ampleur, environ. Les vendeurs de CGZH24, pendant la période de report, doivent se rappeler que l'obligation est relativement bon marché dans l'univers des 2 ans.

**FIGURE 7****Écarts de swap en papillon – Novembre 2025 et février 2026**

Source : Base de données sur les titres à revenu fixe Sapphire de BMO Marchés des capitaux<sup>1</sup>

# Données essentielles et attentes

Les figures 8, 10, 11 et 12 résument les données essentielles et les différences entre les contrats de mars et de juin. Pour préparer ces figures, nous avons utilisé les cours de clôture du 8 février et réduit le nombre d'obligations MCL en circulation pour le contrat CGB en y soustrayant les positions détenues par la Banque du Canada<sup>2</sup>. Les contrats de juin ne sont pas encore négociés; nous utilisons donc le prix de règlement de la Bourse, qui n'est habituellement pas un prix de règlement avant le début de la période de report.

## CGBH24 vers CGBM24

Les contrats CGB (10 ans), malgré la récente hausse de l'intérêt en cours pour les contrats CGF (5 ans) et CGZ (2 ans), représentent encore plus de la moitié de tous les contrats ouverts à la Bourse de Montréal, de sorte que bon nombre de clients auront un intérêt à l'égard de la période de report en dépit du fait qu'il n'y a pas de changement à l'obligation MCL. Étant donné que la VM01 du nouveau contrat sera presque la même que celle du vieux contrat, le prix du report restera assez stable en présence d'une variation intrajournalière des taux, et il sera principalement alimenté par la demande de liquidité pour le H24 ou le M24.

À la date de saisie des données, la valeur du contrat CGBH24 était de 2 cents inférieure à la juste valeur sans option, mais la valeur de l'option d'atout s'élevait à environ 5 cents, rendant ainsi le contrat d'une valeur supérieure de 3 cents par rapport aux obligations, une fois le solde net établi. Si la situation perdure, les positions vendeur qui doivent faire un achat de fermeture ou procéder à un report vont payer trop cher pour ce faire; ils devraient donc attendre, si possible.

Les modèles reposant sur les tendances ont bâti des positions vendeur, ce trimestre, mais ils ont dû se délester d'une part de risque, au début de février, au vu du renversement marqué. Ils détiennent probablement encore des positions vendeur, sans toutefois en être à leur limite de risque. Les spéculateurs exerceront sans doute assez tôt une pression d'achat sur les contrats de mars, puisque ce type d'investisseur cherche habituellement à effectuer un report et fait généralement fi des différences de prix par rapport aux obligations. Une dynamique étrange pourrait s'observer à propos de ce contrat, car un contrat à fort prix subit des pressions pour s'apprécier davantage, par le fait d'une demande insensible au prix. Les négociateurs ou les clients agiles pourraient être en mesure de capitaliser là-dessus, surtout s'ils peuvent monétiser l'option d'atout pendant la période de livraison.

Certains clients pourraient choisir de renoncer complètement à leurs positions CGB si le contrat CGBM24 se négocie à un prix aussi élevé que le CGBH24 pendant la période de report, car l'obligation MCL qu'ils achèteraient implicitement est également à un prix surélevé par rapport aux obligations voisines. Ceux qui le peuvent pourraient remplacer l'obligation au comptant de décembre 2032 par leurs positions CGBM24 et tenter d'obtenir un point de base ou plus de valeur relative sur la substitution d'obligation MCL, ainsi que 3 cents par contrat. Il n'y aurait alors pas de pression d'achat égale sur les contrats de juin, et le prix de report s'en ressentirait.

## FIGURE 8 Données essentielles sur le CGB

8 FÉVRIER 2024	CGBH24	CGBM24	VARIATION
Cours de clôture	119,590	119,430	0,160
Obligation la moins chère à livrer (MCL)	CAN 2,00 % juin 2032	CAN 2,00 % juin 2032	Non
Facteur de concordance de l'obligation MCL	0,7426	0,7488	
Date probable de livraison	1 <sup>er</sup> mars 2024	3 juin 2024	
Base brute (cents)	-10,2	-72,4	
Base nette (cents)	1,3	2,3	
Taux de pension implicite (jusqu'à la date probable de livraison)	4,69 %	4,91 %	
VM01/100 de l'obligation MCL	6,7	6,7	0,0 %
Intérêt en cours	478 714	0	
Obligations MCL en circulation (millions)	23 405	23 405	0
Multiple obl. MCL intérêt en cours du contrat rapproché	2,0x	2,0x	

Source : Base de données sur les titres à revenu fixe Sapphire de BMO Marchés des capitaux<sup>i</sup>, Bourse de Montréal

<sup>2</sup> La Banque prête ses actifs, de sorte que les obligations peuvent tout de même être livrées. La Banque ne détient qu'un petit nombre d'obligations de juin 2032, MCL du CGB, mais aucune des obligations MCL des autres contrats.



## CGZH24 vers CGZM24

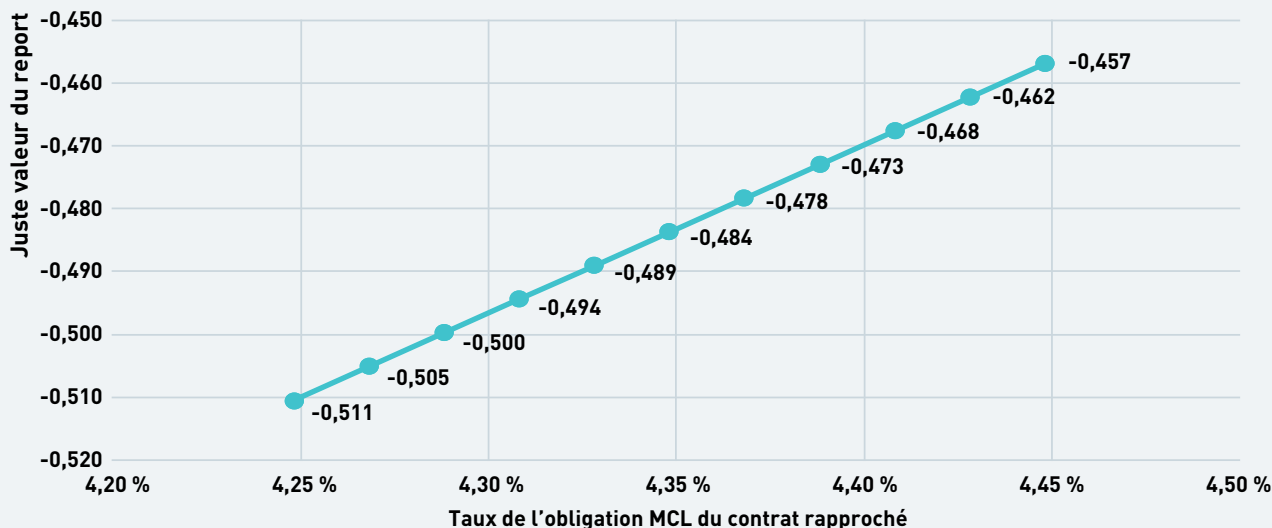
Du côté des contrats CGZ (2 ans), ce trimestre, il y a substitution de l'obligation MCL, comme d'habitude, et l'intérêt en cours est plus élevé qu'il ne l'a jamais été pour ce contrat. Notez, toutefois, que 25 % des contrats CGZZ23 ont été livrés – une quantité inhabituelle pour des contrats à terme –, de sorte que les activités de report pourraient être quelque peu réduites. Depuis quelques trimestres, nous avançons l'hypothèse que certains clients utilisent ce contrat en guise de substitut aux obligations, et ce, bien plus que les modèles fondés sur les algorithmes. Nous le pensons toujours, et présumons que cela tient probablement au fait qu'il existe une plus grande liquidité du côté d'autres contrats à courte échéance qui ont tendance à être plus simples – BAX et contrats à terme CRA, par exemple. Manifestement, la livraison physique d'une très grande partie des contrats de décembre n'aura pas été problématique, car entre 2 % et 7 % de tout l'intérêt en cours est généralement livré, dans un trimestre normal.

La VM01 du contrat augmentera de plus de 14 %, ce qui est normal pour ce contrat, surtout lorsque les nouvelles et les vieilles obligations MCL sont dans les deux cas assorties d'un coupon à 4,5 %. Même si l'on présume que la première baisse de taux opérée par la Banque du Canada aura lieu au plus tôt en juillet (à la mi-février, la probabilité d'une première baisse en juin était de moins de 50 %), un cycle d'assouplissement monétaire pourrait commencer bien plus tôt que prévu. Si cela devait arriver, et si la Banque baissait ses taux plus rapidement que ce que les marchés anticipent, les gestionnaires devront se rappeler que les opérations sur la base de contrats à terme pourraient se déplacer d'une base négative à une base positive, avec comme corollaire que la livraison se ferait assez soudainement en fonction de prix ancrés sur la fin de la période de livraison, plutôt que sur le début. Ni nous ni le marché en général nous attendons à ce que ce scénario se concrétise, pour le moment, mais le sujet mériterait une discussion plus approfondie au moment de traiter le passage vers les contrats de septembre 2024.

Comme c'est souvent le cas pour le CGZ, lorsque le prix de report est instable en raison de la différence de VM01 entre les contrats, les gestionnaires devraient se garder de laisser des ordres permanents en place ce trimestre, puisque la juste valeur du CGZ pourrait facilement fluctuer jusqu'à concurrence de 2 cents au cours d'une journée, comme l'illustre la figure 9. Les modèles fondés sur les tendances et les positions spéculatives ne seront probablement pas un facteur, mais les détenteurs de positions vendeur sur les contrats H24 pourraient reconnaître que l'obligation MCL est très bon marché et tenter de réaliser bien tôt le report, exerçant ainsi une pression haussière sur le prix des contrats H24 par rapport aux M24. Étant donné la prévalence des livrables, récemment, ces investisseurs pourraient aussi commencer à acheter l'obligation MCL bon marché et soumettre un avis de livraison au plus tôt.

FIGURE 9

### Juste valeur du report CGZH24-CGZM24 selon le taux, 23 février 2024



Source : Calculs de l'auteur

**FIGURE 10****Données essentielles sur le CGZ**

8 FÉVRIER 2024	CGZH24	CGZM24	VARIATION
Cours de règlement	102,690	103,255	-0,565
Obligation la moins chère à livrer (MCL)	CAN 4,50 % nov. 2025	CAN 4,50 % févr. 2026	Oui
Facteur de concordance de l'obligation MCL	0,9765	0,9765	
Date probable de livraison	1 <sup>er</sup> mars 2024	28 juin 2024	
Base brute (cents)	-3,3	-24,9	
Base nette (cents)	0,0	-4,4	
Taux de pension implicite (jusqu'à la date probable de livraison)	5,00 %	5,11 %	
VM01/100 de l'obligation MCL	1,6	1,9	14,4 %
Intérêt en cours	170 975	0	
Obligations MCL en circulation (millions)	19 750	23 000	3 250
Multiple obl. MCL intérêt en cours du contrat rapproché	0,9x	0,7x	

Source : Base de données sur les titres à revenu fixe Sapphire de BMO Marchés des capitaux<sup>i</sup>, Bourse de Montréal

**CGFH24 vers CGFM24**

L'obligation de septembre 2028 à 3,25 %, MCL du contrat de 5 ans (CGF), sera remplacée par l'obligation à 4 % de mars 2029; c'est là une augmentation notable du coupon de l'obligation MCL. Lorsque le coupon de la nouvelle obligation MCL est supérieur, cela a deux conséquences : la valeur de l'option d'atout sera inférieure, en raison du facteur de concordance foncièrement plus élevé pour l'obligation MCL, et l'augmentation de la VM01 est inférieure à ce qu'elle serait normalement, à seulement 9 %. Pour le CGF, la valeur de l'option d'atout est souvent mal évaluée, même quand la valeur est supérieure; nous nous attendons donc à ce que cela se poursuive, du fait que la valeur va probablement être encore plus basse dans les mois à venir. Pour le CGFH24, l'option d'atout a une valeur d'environ 1 cent par contrat, et le contrat se négociait déjà à prix surélevé, même en ne tenant pas compte de cette valeur. Au total, le CGFH24 se négocie à 1,5 cent trop cher, de sorte que les acheteurs de ce contrat durant la période de report devraient attendre, s'ils le peuvent, pour voir si une partie de cette cherté peut être évitée au moment du report.

Comme mentionné ci-dessus, nous pensons que les adeptes d'une stratégie de momentum utilisant le CGF ont probablement atténué considérablement leur risque autour du début de février, mais ils pourraient encore se trouver en position très courte, car la croissance lente de l'intérêt en cours ne s'est pas entièrement résorbée. Si c'est le cas, la pression d'achat sera forte sur le H24, et il y aura aussi une pression de vente du même ordre sur le M24, en supposant que les investisseurs exécutent un report au lieu de dénouer leurs positions. On pourrait alors voir un contrat se négociant plus cher, avec une obligation MCL relativement chère et qui le deviendrait encore plus en raison des besoins de liquidité des positions vendeur – une dynamique identique à celle qui caractérise le CGB, ce trimestre.

**FIGURE 11****Données essentielles sur le CGF**

8 FÉVRIER 2024	CGFH24	CGFM24	VARIATION
Cours de clôture	110,160	111,270	-1,110
Obligation la moins chère à livrer (MCL)	CAN 3,250 % sept. 2028	CAN 4,000 % mars 2029	Oui
Facteur de concordance de l'obligation MCL	0,8929	0,9183	
Date probable de livraison	1 <sup>er</sup> mars 2024	3 juin 2024	
Base brute (cents)	-8,2	-48,0	
Base nette (cents)	-0,1	-12,2	
Taux de pension implicite (jusqu'à la date probable de livraison)	5,12 %	5,50 %	
VM01/100 de l'obligation MCL	4,1	4,6	12,3 %
Intérêt en cours	126 856	0	
Obligations MCL en circulation (millions)	20 000	17 000	-3 000
Multiple obl. MCL intérêt en cours du contrat rapproché	0,6x	0,7x	

Source : Base de données sur les titres à revenu fixe Sapphire de BMO Marchés des capitaux<sup>i</sup>, Bourse de Montréal

## LGBH24 vers LGBM24

Les investisseurs qui utilisent les contrats LGB (30 ans) tirent généralement profit de la non-urgence à procéder au report (les LGB n'ont pas de « période de livraison » ni de premier ou de dernier jour d'avis, de sorte que les investisseurs ne vivent pas avec le spectre d'une livraison anticipée); ils procèdent donc à un report à leur convenance, seulement parfois pendant la période de report traditionnelle.

En l'absence d'une option d'atout intégrée et au vu du fait que l'obligation MCL ne change pas pour le LGBM24, comparativement à celle de mars, le prix de report devrait être assez stable. Cela dit, tous les contrats à terme sur obligations entraînant une livraison physique, ce trimestre, doivent composer avec la faible possibilité que la Banque du Canada modifie son taux directeur au cours du trimestre. Le taux de pension implicite (au vu des prix de règlement mais sur un contrat qui n'a pas encore d'intérêt en cours) semble bien trop élevé pour le LGBM24 (figure 12). Nos calculs situent la juste valeur du report comme étant presque exactement au même niveau, étant donné que le taux de pension implicite devrait être de près de 5,02 %, au jour de livraison (19 juin) des contrats LGBM24.

**FIGURE 12**  
**Données essentielles sur le LGB**

8 FÉVRIER 2024	LGBH24	LGBM24	VARIATION
Cours de clôture	160,650	161,200	-0,550
Obligation la moins chère à livrer (MCL)	CAN 2,750 % déc 2055	CAN 2,750 % déc 2055	Non
Facteur de concordance de l'obligation MCL	0,5412	0,5425	
Date probable de livraison	19 mars 2024	19 juin 2024	
Base brute (cents)	-16,4	-87,2	
Base nette (cents)	-0,9	-31,3	
Taux de pension implicite (jusqu'à la livraison)	5,10 %	6,03 %	
VM01/100 de l'obligation MCL	17,5	17,5	-0,3 %
Intérêt en cours	1 889	0	
Obligations MCL en circulation (millions)	11 750	11 750	0
Multiple obl. MCL intérêt en cours du contrat rapproché	0,0x	0,0x	

Source : Base de données sur les titres à revenu fixe Sapphire de BMO Marchés des capitaux<sup>1</sup>, Bourse de Montréal

## Résumé de la livraison de décembre

Une quantité considérable de contrats CGZ sont demeurés ouverts pendant la période de livraison, en décembre, et, comme il fallait s'y attendre, la quasi-totalité ont été livrés dès la première date possible. Le premier jour d'avis était le 29 novembre, et 85 % de tous les contrats, à l'exclusion du LGBH24 bien entendu, ont été livrés soit au premier jour, soit au deuxième jour possible de la période de livraison.

**FIGURE 13**

CONTRAT	LIVRÉS	INTÉRÊT EN COURS AVANT LA PÉRIODE DE LIVRAISON	POURCENTAGE LIVRÉS
CGZH24	37 360	140 243	26,6 %
CGFH24	10 342	110 159	9,4 %
CGBH24	14 075	544 665	2,6 %

Source : Bourse de Montréal, Corporation canadienne de compensation de produits dérivés (CDCC)

Environ 10 300 contrats CGF (5 ans) ont été livrés les premier et deuxième jours de la période de livraison, peut-être dans le cadre de l'exercice d'une option d'atout, mais les profits qui en ont découlé ont été bien faibles, comme cela a souvent été le cas avec les CGF. Certains investisseurs ayant exercé l'option d'atout, du côté des CGB (10 ans), ont connu plus de succès. Les avis de livraison avaient été donnés le 30 novembre et le 1<sup>er</sup> décembre, et il semble que les livraisons liées à l'option d'atout ont été une bonne affaire, car le prix de l'obligation MCL a augmenté après le règlement des marchés des contrats à terme, ces jours-là. Les profits sur les CGB (10 ans) étaient potentiellement bien plus élevés, les gains théoriques approchant 700 000 \$ d'écart d'alpha parmi tous les participants, comme on peut le voir à la figure 14, où le gros des livraisons s'est produit à la date optimale, soit le 5 décembre (date d'avis de livraison : 1<sup>er</sup> décembre).

**FIGURE 14**

DATE D'AVIS	DATE DE LIVRAISON	QUANTITÉ	CGBH24				GAIN THÉORIQUE TIRÉ DE L'EXERCICE DE L'OPTION D'ATOUT <sup>4</sup>
			PORTAGE POSITIF RESTANT/ CONTRAT	VALEUR DE L'OPTION D'ATOUT/ CONTRAT	SEUIL POUR LA LEVÉE DE L'OPTION D'ATOUT – ÉQUIV. MCL <sup>3</sup>	ΔPRIX DE LA MCL, 15 H - 17 H	
29-Nov-23	01-Déc-23	0	0,000	0,051	0,146	0,059	0
30-Nov-23	04-Déc-23	5 500	0,000	0,051	0,142	0,058	110 018
01-Déc-23	05-Déc-23	8 575	0,000	0,049	0,138	0,198	587 486
04-Déc-23	06-Déc-23	0	0,000	0,048	0,132	0,158	0
05-Déc-23	07-Déc-23	0	0,000	0,046	0,128	-0,016	0
06-Déc-23	08-Déc-23	0	0,000	0,044	0,121	0,049	0
07-Déc-23	11-Déc-23	0	0,000	0,042	0,115	-0,025	0
08-Déc-23	12-Déc-23	0	0,000	0,040	0,108	0,066	0
11-Déc-23	13-Déc-23	0	0,000	0,037	0,101	-0,008	0
12-Déc-23	14-Déc-23	0	0,000	0,035	0,091	-0,091	0
13-Déc-23	15-Déc-23	0	0,000	0,031	0,078	-0,045	0
14-Déc-23	18-Déc-23	0	0,000	0,027	0,063	0,123	0
15-Déc-23	19-Déc-23	0	0,000	0,022	0,041	0,184	0
18-Déc-23	20-Déc-23	0	0,000	0,014	0,000	0,174	0
19-Déc-23	21-Déc-23	0	0,000	0,000		-0,033	
20-Déc-23	22-Déc-23	0	0,000	0,000		0,177	
21-Déc-23	25-Déc-23	0	0,000	0,000		-0,132	
21-Déc-23	26-Déc-23	0	0,000	0,000		-0,132	
21-Déc-23	27-Déc-23	0	0,000	0,000		-0,132	
22-Déc-23	28-Déc-23	0	0,000	0,000		0,049	
27-Déc-23	29-Déc-23	0	0,000	0,000		-0,115	
		<b>14 075</b>	<b>← 2,6 % de l'int. en cours.</b>				<b>697 504 \$</b>

Source : Base de données sur les titres à revenu fixe Sapphire de BMO Marchés des capitaux<sup>1</sup>, Corporation canadienne de compensation de produits dérivés (CDCC)

## Valeur de l'option d'atout

Comme c'est le cas chaque trimestre, le contrat LGB (30 ans) ne comporte pas d'option d'atout intégrée, et l'option d'atout intégrée au contrat CGZ (2 ans) n'a presque pas de valeur étant donné que les facteurs de concordance de l'obligation MCL sont très élevés.

En raison d'une volatilité accrue, nos calculs situent la valeur de l'option d'atout du CGFH24 à un niveau légèrement supérieur à celui du contrat Z23 antérieur, à un peu moins de 1,1 cent par contrat. Si le contrat M24 commence à se négocier à des niveaux élevés, comme c'était le cas pour le H24 à la date de saisie des données sur les prix, ce trimestre, il se pourrait que les clients puissent accumuler l'option pour un prix négatif et, potentiellement, aller chercher des gains par l'exercice de l'option pendant la période de livraison, ou lorsque le marché retrouvera sa juste valeur.

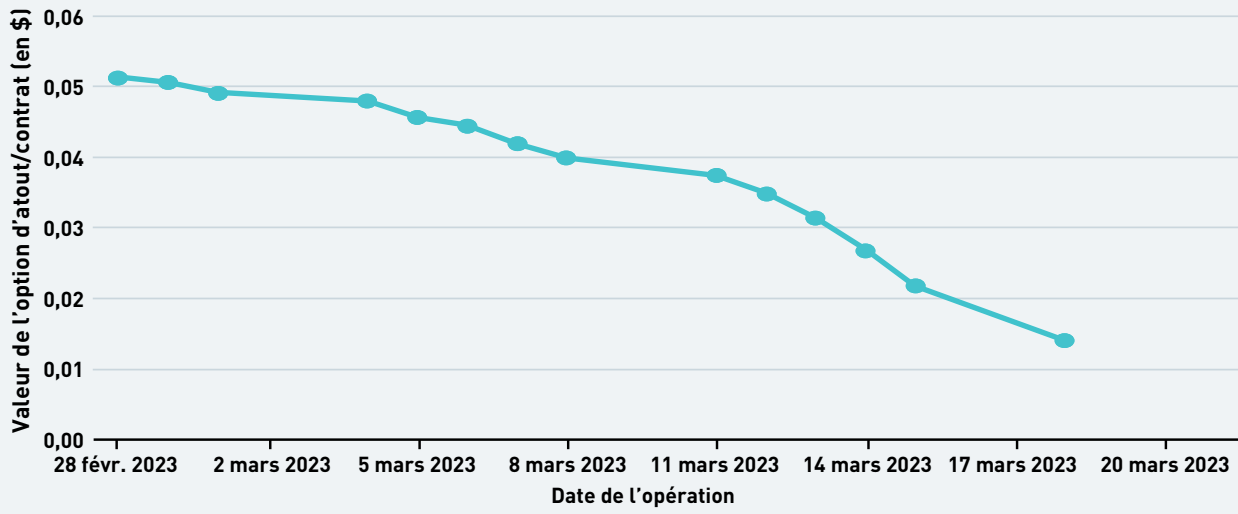
À l'approche de la livraison, les détenteurs de positions sur le CGBH24 pourraient certainement découvrir qu'une option d'atout est levée sur leur position si elle demeure ouverte en décembre, car cela demeure une opération modestement courante, même si elle sera dorénavant moins courante selon nous. Bien que la juste valeur de l'option, dans le cas des CGB de mars, et toutes choses étant égales par ailleurs, soit sensiblement inférieure à celle de l'option intégrée à la plupart des contrats de 2023, cette valeur se situe toujours à environ 5 cents par contrat, ce qui est habituellement bel et bien reflété dans le prix du contrat, mais pas actuellement. Les acheteurs de contrats à terme exigent à peu près ce montant pour être assujettis à une option d'atout vendeur à la livraison, ce qui conduit souvent à un avis de livraison en fin de journée.

<sup>3</sup> Le seuil minimum pour la levée d'une option d'atout correspond au reste du portage auquel l'investisseur a renoncé en livrant les obligations de manière anticipée afin de dénouer une position acheteur sur la base, auquel s'ajoute la valeur restante de l'option d'atout. Les montants par contrat sont rajustés au moyen de la division par l'excédent de livraison afin de calculer la variation du prix de l'équivalent de l'obligation la moins chère à livrer.

<sup>4</sup> Le bénéfice qu'aurait tiré le détenteur de la position acheteur sur la base en vendant l'excédent de livraison au prix de 17 h moyennant la remise d'un avis de livraison, moins le portage restant.

FIGURE 15

### Valeur de l'option d'atout du CGBH24



Source : Calculs de l'auteur

# REGARD VERS L'AVENIR ET occasions à saisir

- Les gestionnaires devaient examiner la façon dont le prix des instruments qu'ils détiennent risque de changer SI jamais (car ce n'est pas encore probable) il y a une baisse de taux surprise de la part de la Banque du Canada pendant la durée de vie du contrat de juin. Généralement, le taux de pension implicite reculerait à tout le moins du même nombre de points de base, disons 25, et le prix des contrats à terme baisserait relativement aux prix des obligations. De plus, pour le CGZH24, si la baisse de taux de la banque centrale était de plus de 25 points de base, ce contrat verrait son prix changer, à la hausse cette fois-ci, pour refléter la livraison à la fin de la période de livraison plutôt qu'au début<sup>5</sup>. On peut supposer une valeur de 1 ou 2 cents, selon le moment, mais cela est pertinent seulement pour le contrat CGZ, ce trimestre, car les autres contrats ont une obligation MCL assortie d'un coupon largement sous le taux cible actuel de la Banque du Canada.
- Le fait qu'il y ait des coupons plus élevés sur les contrats CGB, en 2024, signifie que les options d'atout intégrées à ces CGB sont moins intéressantes. Rien n'est certain, mais nous pensons que les tentatives d'exercice de l'option d'atout seront moins nombreuses, pendant quelque temps.
- La période de livraison de juin 2024 sera la première à avoir lieu en fonction du nouveau cycle de règlement à T+1, qui doit entrer en vigueur le 27 mai 2024, au Canada<sup>6</sup>. Conformément à l'Avis informationnel A24-006<sup>7</sup>, les participants doivent savoir que pour les contrats de juin 2024 et les contrats suivants, la première journée et la dernière journée à laquelle un avis de livraison peut être soumis seront décalés d'une journée, et la livraison des contrats à terme sur obligations du gouvernement du Canada (ainsi que la livraison physique des contrats à terme et options à la Bourse de Montréal) se fera en vertu de ce nouveau régime T+1.

<sup>5</sup> Techniquement, une baisse de 50 points de base ferait en sorte que le contrat aurait un coût de portage de zéro (ou presque), si bien que bon nombre de clients seraient ambivalents quant à une date de livraison hâtive ou tardive, pour en venir à livrer au moment qui leur convient le mieux.

<sup>6</sup> <https://ccma-acmc.ca/en/wp-content/uploads/CCMA-Announces-Canadian-T1-Start-Date-March-14-2023.pdf>

<sup>7</sup> <https://www.m-x.ca/fr/resources/notices/advisory-notices?id=56>



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](mailto:irderivatives@tmx.com)

[m-x.ca/futures](https://m-x.ca/futures)

i BMO Marchés des capitaux est un nom commercial utilisé par BMO Groupe financier pour les services de vente en gros de la Banque de Montréal, de BMO Harris Bank N.A. (membre de la FDIC), de Bank of Montreal Ireland Plc et de Bank of Montreal (China) Co. Ltd., et pour les services de courtage auprès des clients institutionnels de BMO Capital Markets Corp. (membre de la SIPC) aux États-Unis, de BMO Nesbitt Burns Inc. (membre du Fonds canadien de protection des épargnants) au Canada et en Asie et de BMO Capital Markets Limited (autorisée et réglementée par la Financial Conduct Authority) en Europe et en Australie. « BMO Marché des capitaux » est une marque de commerce de la Banque de Montréal, utilisée avec la permission de celle-ci.

© Bourse de Montréal Inc., 2024. 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 des marques de commerce de TSX Inc. et elles sont utilisées sous licence.