

**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

U23 et Z23

Août 2023



VOIR LE FUTUR.  
RÉALISER L'AVENIR.<sup>MD</sup>

# Sommaire

## DE LA PÉRIODE DE REPORT TRIMESTRIELLE

Le premier jour d'avis est le 30 août pour les contrats de CGZ (2 ans), CGF (5 ans) et CGB (10 ans) échéant en septembre 2023, alors que la livraison du LGB (30 ans) tombe le 20 septembre, soit le dernier jour de négociation pour tous les contrats susmentionnés. Le 4 septembre est un congé bancaire à la fois au Canada et aux États-Unis, et cette date tombe bien après la période de report habituelle pour tous les contrats, sauf le LGB. Ce trimestre, nous prévoyons que la partie liquide de la période de report pourrait débuter le 24 août, soit un jour plus tôt qu'à la normale, étant donné que la date habituelle tombe un vendredi de fin d'été. La Banque du Canada fera une annonce concernant son taux directeur au début de la période de livraison, ce qui pourrait avoir une incidence sur le taux de pension implicite des contrats restants. La Réserve fédérale américaine fera quant à elle une annonce concernant son taux vers la fin de la période de livraison, ce qui pourrait avoir une incidence sur les livraisons liées à l'option d'atout si des positions sont toujours en cours si proche du dernier jour de négociation des contrats de septembre.

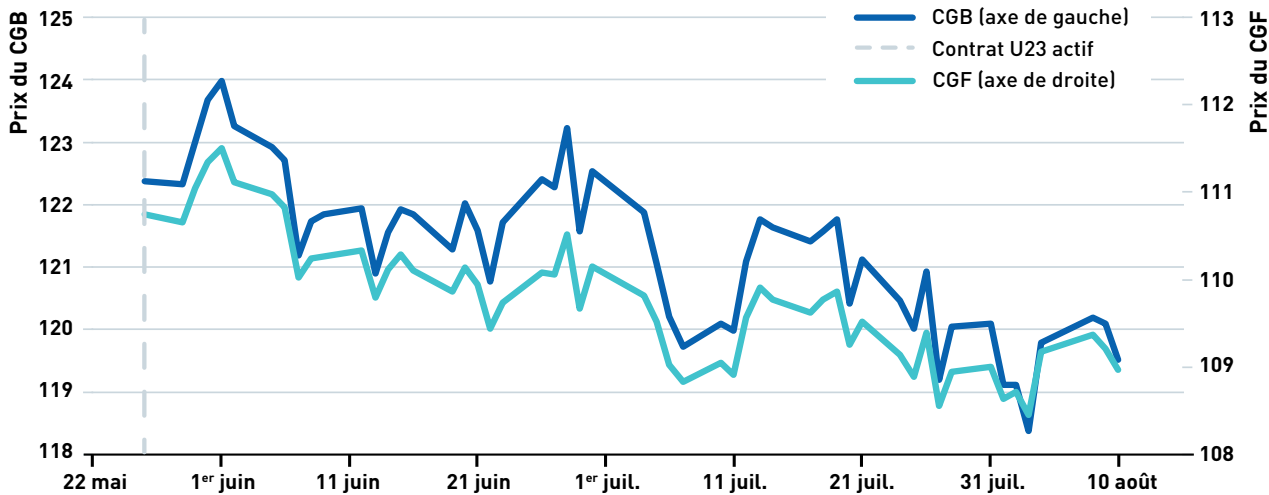
Étant donné le taux cible actuel de 5 % de la Banque du Canada et les faibles coupons des obligations livrables, les contrats sur titres à revenu fixe canadiens avec livraison physique afficheront un portage négatif lors de la période de livraison en septembre : les détenteurs de positions vendeur chercheront donc à effectuer la livraison rapidement, sauf dans les cas où l'option d'atout présente une valeur importante. La période de livraison sera semblable à celles des derniers trimestres, qui ont donné lieu à des livraisons rapides et à une évaluation du prix des nouveaux contrats actifs ancrée sur le début de la période de livraison, plutôt que sur la fin.

Nous pensons que les portefeuilles fondés sur des modèles se trouvent en position vendeur sur les contrats CGF et CGB ce trimestre-ci, car l'intérêt en cours s'est développé avec constance alors que les prix baissaient dans un même temps. Nous posons l'hypothèse qu'une pression d'achat s'exercera sur les contrats de septembre par rapport à ceux de décembre, de façon presque certaine pour le CGF et le CGB, et peut-être aussi pour les autres contrats. L'occasion de profiter d'options d'atout avec le CGB continuera d'être présente pour les contrats de décembre, mais elle pourrait disparaître, ou du moins devenir moins profitable, après ce contrat. La combinaison du changement de l'obligation la moins chère à livrer et de l'accumulation de positions vendeur sur le CGF donnera probablement lieu à une période de report volatile et riche en occasions.

# Positions spéculatives

Comme on le voit à la figure 1, les prix des obligations ont affiché une tendance à la baisse tout au long de la période où les contrats de septembre ont été actifs, exception faite de quelques soubresauts pouvant être attribués aux modèles spéculatifs fondés sur le momentum. Étant donné que la tendance à la baisse n'est interrompue que par quelques jours de diminution moins marquée, nous soupçonnons que les modèles fondés sur les tendances fonctionnent actuellement à plein risque.

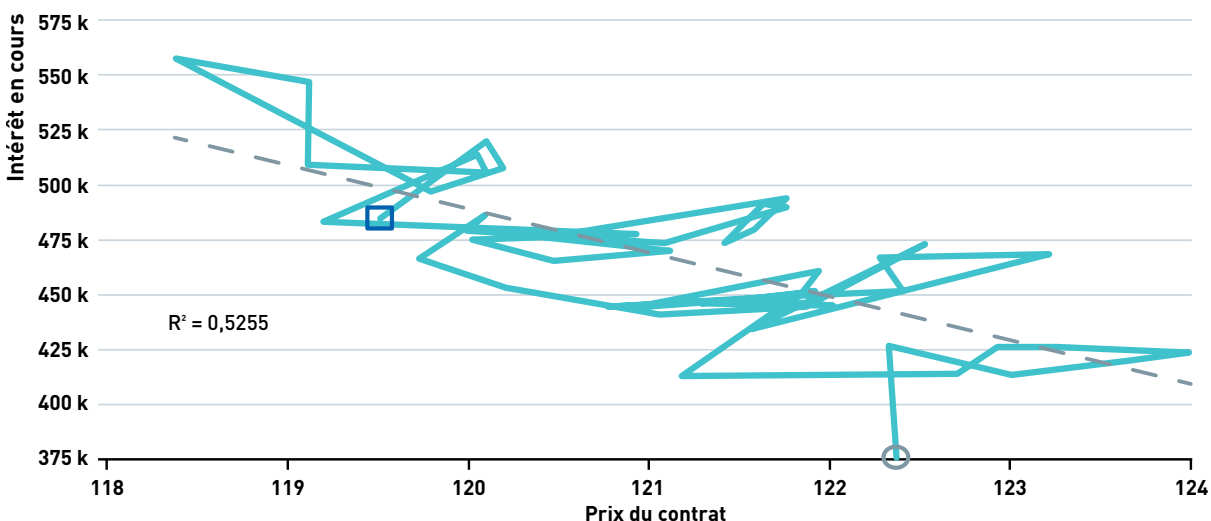
**FIGURE 1**  
**CGF et CGB – Prix des contrats U23**



Source : Bourse de Montréal

Par ailleurs, tant pour les contrats CGB que pour les contrats CGF, la réalisation d'une analyse de corrélation (à laquelle les modèles fondés sur les tendances ont souvent recours pour spéculer sur les taux d'intérêt au Canada) révèle que ce trimestre, l'intérêt en cours a augmenté de façon constante à mesure que les prix poursuivaient leur baisse. La figure 2 présente l'intérêt en cours par rapport au prix pour le CGBU23; le coefficient de détermination ( $r^2$ ) de la régression s'établit à 0,525, une valeur relativement élevée et très similaire à celle du CGF ce trimestre.

**FIGURE 2**  
**Prix du CGBU23 par rapport à l'intérêt en cours**

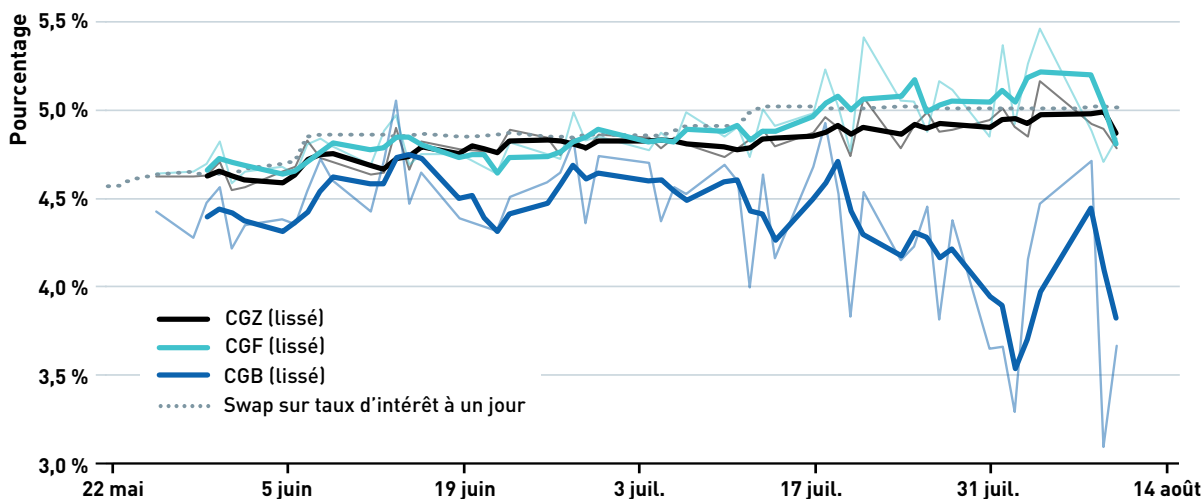


Source : Bourse de Montréal

Nous en concluons que les spéculateurs sont probablement en position vendeur, ayant établi leurs positions de façon continue à mesure que la baisse des prix s'est poursuivie au cours du trimestre, et que leurs portefeuilles algorithmiques ont essentiellement atteint le plein risque permis.

Bien souvent, les tendances spéculatives mènent à des écarts de prix relatifs entre les contrats à terme et leur obligation la moins chère à livrer (obligation MCL). L'étude du taux de pension implicite des différents contrats, comme à la figure 3, peut révéler que les tendances spéculatives, qui surviennent habituellement sans lien ou presque avec la valeur relative des contrats à terme par rapport aux obligations, ont eu des répercussions sur la valeur relative des deux produits. Ce trimestre, l'expérience donne des résultats divergents, le taux de pension implicite des contrats CGF (5 ans) s'étant trouvé au-dessus de la juste valeur (contrats très chers par rapport aux obligations) pendant la majeure partie de juillet, et les contrats CGB (10 ans), dont le taux de pension implicite était moins élevé, affichant un faible prix relatif même après la prise en compte de la valeur de l'option d'atout.

**FIGURE 3**  
**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 (moins chère à livrer)

Malgré la baisse des prix observée ce trimestre, il demeure très peu probable que l'obligation MCL change pour les contrats de décembre (la situation étant bien entendu la même pour les contrats de septembre).

La figure 4 montre les combinaisons de rendement et de pente qui feraient que l'obligation échéant en juin 2032 viendrait remplacer celle échéant en décembre 2031 à titre d'obligation MCL pour le contrat CGBZ23, ces données étant très similaires à celle du contrat actif étant donné que l'obligation MCL est la même que celle du contrat de septembre. Une importante baisse d'au moins une centaine de points de base accompagnée d'une improbable accentuation de la courbe à hauteur de 5 à 10 points de base entraînerait un passage à l'obligation échéant en juin 2032, mais il s'agit là d'un scénario improbable, d'autant plus que ces éléments déclencheurs devraient se présenter simultanément. Le changement de l'obligation MCL des autres contrats nécessiterait également des conditions improbables de même nature.

FIGURE 4

Rendement – Décembre 2031

|              |              |              |              |              |               |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |       |
|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------|
| <b>PENTE</b> | 3,03 %       | 3,18 %       | 3,33 %       | 3,48 %       | <b>3,63 %</b> | 3,83 %       | 4,03 %       | 4,23 %       | 4,43 %       | 4,63 %       | 4,83 %       | 5,03 %       | 5,23 %       | 5,43 %       | 5,63 %       | 5,83 %       |       |
| -5,0         | Déc31        | Déc31        | Déc31        | Déc31        | <b>Déc31</b>  | Déc31        | Déc31        | Déc31        | Déc31        | Déc31        | Déc31        | Déc31        | Déc31        | Déc31        | Déc31        | Déc31        |       |
| -4,2         | Déc31        | Déc31        | Déc31        | Déc31        | <b>Déc31</b>  | Déc31        | Déc31        | Déc31        | Déc31        | Déc31        | Déc31        | Déc31        | Déc31        | Déc31        | Déc31        | Déc31        |       |
| -3,5         | Déc31        | Déc31        | Déc31        | Déc31        | <b>Déc31</b>  | Déc31        | Déc31        | Déc31        | Déc31        | Déc31        | Déc31        | Déc31        | Déc31        | Déc31        | Déc31        | Déc31        |       |
| -2,7         | Déc31        | Déc31        | Déc31        | Déc31        | <b>Déc31</b>  | Déc31        | Déc31        | Déc31        | Déc31        | Déc31        | Déc31        | Déc31        | Déc31        | Déc31        | Déc31        | Déc31        |       |
| -2,0         | Déc31        | Déc31        | Déc31        | Déc31        | <b>Déc31</b>  | Déc31        | Déc31        | Déc31        | Déc31        | Déc31        | Déc31        | Déc31        | Déc31        | Déc31        | Déc31        | Déc31        |       |
| <b>-1,2</b>  | <b>Déc31</b> | <b>Déc31</b> | <b>Déc31</b> | <b>Déc31</b> | <b>Déc31</b>  | <b>Déc31</b> | <b>Déc31</b> | <b>Déc31</b> | <b>Déc31</b> | <b>Déc31</b> | <b>Déc31</b> | <b>Déc31</b> | <b>Déc31</b> | <b>Déc31</b> | <b>Déc31</b> | <b>Déc31</b> |       |
| 2,0          | Déc31        | Déc31        | Déc31        | Déc31        | <b>Déc31</b>  | Déc31        | Déc31        | Déc31        | Déc31        | Déc31        | Déc31        | Déc31        | Déc31        | Déc31        | Jun32        | Jun32        | Jun32 |
| 5,3          | Déc31        | Déc31        | Déc31        | Déc31        | <b>Déc31</b>  | Déc31        | Déc31        | Déc31        | Déc31        | Déc31        | Jun32        | Jun32        | Jun32        | Jun32        | Jun32        | Jun32        |       |
| 8,5          | Déc31        | Déc31        | Déc31        | Déc31        | <b>Jun32</b>  | Jun32        | Jun32        | Jun32        | Jun32        | Jun32        | Jun32        | Jun32        | Jun32        | Jun32        | Jun32        | Jun32        |       |
| 11,8         | Jun32        | Jun32        | Jun32        | Jun32        | <b>Jun32</b>  | Jun32        | Jun32        | Jun32        | Jun32        | Jun32        | Jun32        | Jun32        | Jun32        | Jun32        | Jun32        | Jun32        |       |
| 15,0         | Jun32        | Jun32        | Jun32        | Jun32        | <b>Jun32</b>  | Jun32        | Jun32        | Jun32        | Jun32        | Jun32        | Jun32        | Jun32        | Jun32        | Jun32        | Jun32        | Jun32        |       |

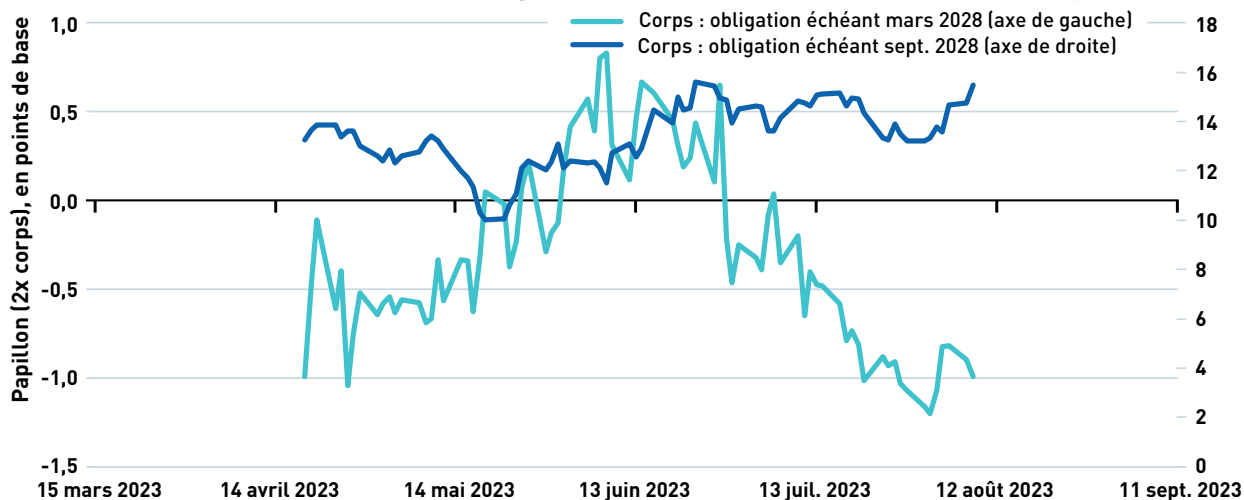
# Valeur relative des obligations MCL

Tant pour le CGB que pour le LGB, on n’observera pas de changement de l’obligation MCL entre les contrats de septembre et de décembre. L’obligation MCL du CGZ (2 ans) changera comme chaque trimestre, et celle du CGF, qui change habituellement deux fois par année, changera elle aussi.

Le report pavera la voie à une nouvelle obligation MCL pour le contrat CGF alors que l’obligation échéant en septembre 2028 remplacera celle échéant en mars 2028, la première comme la seconde étant bien entendu toutes deux de nouvelles obligations de 5 ans. La figure 5 présente l’écart de swap en papillon, qui mesure la valeur relative d’émissions d’obligations données, sur l’obligation MCL du CGFU23 et du CGFZ23. Depuis la mi-juillet, l’obligation MCL du contrat de septembre, soit l’obligation échéant en mars 2028, s’est fortement appréciée (comme l’illustre sa courbe descendante) par rapport aux obligations voisines, tandis que l’obligation MCL échéant en septembre 2028 du contrat à terme de décembre a été stable. Étant donné que l’obligation échéant en mars 2028 est actuellement l’obligation de référence de 5 ans, cette hausse pourrait être attribuable à une dépréciation des anciennes obligations plutôt qu’à l’incidence directe de la négociation des contrats à terme. Néanmoins, les investisseurs devraient être conscients que l’obligation MCL des contrats CGFU23 se situe près de son sommet d’appréciation au cours du cycle comparativement aux autres obligations d’échéance semblable.

FIGURE 5

## Écart de swap en papillon – Obligations échéant en mars 2028 et septembre 2028



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

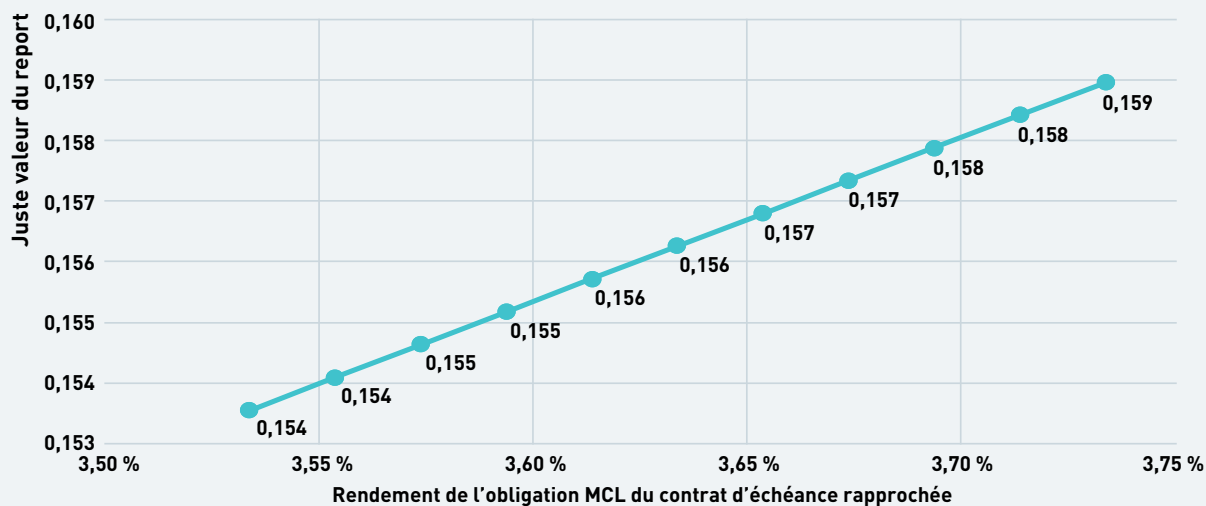
# Données essentielles et attentes

Les figures 7, 8, 10 et 11 montrent quelques mesures clés d'importance pour les gestionnaires qui possèdent des positions sur les contrats de septembre 2023. Pour préparer ces figures, nous avons utilisé les cours de clôture du 10 août 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>1</sup>. Comme toujours, les contrats de décembre ne sont pas encore négociés, et nous utilisons donc le prix de règlement officiel, qui pourrait ou non être négociable à ce moment.

## CGBU23 vers CGBZ23

L'obligation MCL du contrat CGB étant restée la même ce trimestre, la valeur monétaire d'un point de base (VM01) du contrat est demeurée pratiquement inchangée. L'établissement du prix du report sera presque certainement très stable au cours de la journée, et cela même si les taux d'intérêt sont volatiles, comme le montre la figure 6, où l'on voit qu'une variation théorique des taux d'intérêt de 10 points de base au cours de la journée ferait bouger la juste valeur<sup>2</sup> du report d'à peine 0,3 cent.

**FIGURE 6**  
**Juste valeur du report CGBU23/CGBZ23 selon le rendement, 25 août 2023**



Si l'on inclut la valeur de 5 cents de l'option d'atout, on observe que le CGBU23 se négocie 3 cents sous sa juste valeur, ce qui le rend attrayant pour les acheteurs, mais peu intéressant pour les vendeurs. Les détenteurs de positions vendeur qui ont choisi ce contrat afin de tirer parti de l'option d'atout peuvent (devraient<sup>3</sup>) choisir de fermer leurs positions avant la livraison s'ils peuvent toujours se prévaloir des prix observés le 10 août étant donné que l'écart de valeur qui fait que le contrat est bon marché par rapport aux obligations est supérieur à la juste valeur de l'option d'atout.

Comme nous l'avons déjà mentionné, nous croyons que les modèles algorithmiques et les autres gestionnaires spéculatifs détiennent des positions vendeur sur les contrats ce trimestre, et qu'ils ont probablement atteint ou presque leur limite de risque. Cette situation se traduira par une pression d'achat hâtive des contrats de septembre de la part des clients spéculatifs, qui doivent réaliser le report avant le premier jour d'avis, mais aussi des intervenants dont les opérations sont fondées sur la valeur relative (aux prix existants), qui fermeront ou reporteront leurs positions vendeur tôt. Si ce scénario se réalise, les contrats de septembre pourraient s'apprécier par rapport à ceux de décembre pendant les moments de forte activité au cours de la période de report, alors que les courtiers pourraient éprouver des difficultés à répondre à la demande de liquidité.

<sup>1</sup> La Banque prête ses actifs, de sorte que les obligations peuvent tout de même être livrées. La Banque détient un petit nombre d'obligations MCL du CGB, mais aucune des obligations MCL des autres contrats.

<sup>2</sup> Pour établir la juste valeur du report aux fins de cette mise à l'essai, nous supposons que la valeur de l'option d'atout est la même pour les contrats de septembre et de décembre, ce qui constitue, à notre avis et selon notre expérience, une hypothèse assez prudente avant le début de l'une ou l'autre des périodes de livraison.

<sup>3</sup> Il est ardu d'évaluer la valeur de l'option d'atout, et il est souvent très difficile d'en tirer le plein potentiel financier. Pour en savoir plus, lisez l'article « [L'option d'atout : l'option de tous les regrets](#) », publié par la Bourse de Montréal en août 2022.

**FIGURE 7**

**Données essentielles sur le CGB**

| 10 AOÛT 2023   | ÉCHÉANCE RAPPROCHÉE<br>(SEPT. 2023) | ÉCHÉANCE ÉLOIGNÉE<br>(JUIN 2023) | VARIATION |
|--|-------------------------------------|----------------------------------|-----------|
| Cours de clôture   | 119,510                             | 119,240                          | 0,270     |
| Obligation la moins chère à livrer (MCL)   | Canada 1,500 % déc. 2031            | Canada 1,500 % déc. 2031         | Idem      |
| 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   | 84,8320                             | 84,8320                          |           |
| Rendement de l'obligation MCL  | 3,634 %                             | 3,634 %                          | 0,000 %   |
| Base brute (cents)   | -8,0                                | -71,1                            |           |
| Date probable de livraison   | 1 <sup>er</sup> sept. 2023          | 1 <sup>er</sup> déc. 2023        |           |
| Base nette (cents)   | 5,6                                 | 11,2                             | 5,6       |
| Taux de pension implicite (jusqu'à la date probable de livraison)                      | 3,66 %                              | 4,55 %                           | 0,89 %    |
| VM01/100 de l'obligation MCL   | 6,5                                 | 6,5                              | 0,0       |
| Intérêt en cours   | 485 015                             | 0                                |           |
| Obligations MCL en circulation (millions)  | 28 352                              | 28 352                           | 0         |
| Notionnel de l'obligation MCL pour l'intérêt en cours du contrat d'échéance rapprochée | 48 502                              | 48 502                           |           |
| Multiple de l'obligation MCL pour l'intérêt en cours du contrat d'échéance rapprochée  | 1,7x                                | 1,7x                             | 0,0x      |

\* Les valeurs étant susceptibles d'avoir été arrondies au cent le plus près, les différences peuvent varier.

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

**CGZU23 vers CGZZ23**

En date du 10 août, le prix du CGZU23 était meilleur marché à hauteur d'environ un cent par rapport à l'obligation MCL, un écart assez faible pour que les négociateurs d'opérations sur la base n'y voient probablement pas d'intérêt, mais assez élevé pour qu'un intervenant cherchant à obtenir une exposition aux obligations de deux ans en position acheteur le fasse au moyen des contrats à terme plutôt que des obligations au comptant. Comme d'habitude, l'option d'atout n'entre pas en jeu ici, et presque tous les contrats feront l'objet d'une livraison anticipée.

L'obligation MCL changera ce trimestre, l'obligation échéant en mai 2025 étant remplacée par celle échéant en août 2025; il s'agit d'un changement trimestriel normal pour ce contrat. L'augmentation de 14 % de la VM01 est aussi normale pour ce contrat, mais elle fera en sorte que la juste valeur du report fluctuera selon les taux d'intérêt. La Banque du Canada étant de nouveau « à l'œuvre », nous soupçonnons que peu d'investisseurs seront prêts à laisser des ordres de report ouverts pour de longues périodes dans un contexte où la juste valeur du report peut changer de plusieurs cents au cours d'une même journée, sans même que de nouveaux renseignements aient eu une incidence sur le taux à trois mois.

Si les modèles fondés sur les tendances ont recours au CGZ, une hypothèse pour laquelle nous trouvons peu d'indications, ils se trouvent probablement en position vendeur et fonctionnent à plein risque. Comme pour les autres contrats, ce positionnement mènera probablement à une pression d'achat pour les contrats de septembre ainsi qu'à une pression de vente pour les contrats de décembre, à moins que l'évolution des cours ou l'annonce de nouveaux renseignements économiques motive les intervenants à réaliser une sortie plutôt que de maintenir leur exposition actuelle.

**FIGURE 8**

**Données essentielles sur le CGZ**

| 10 AOÛT 2023   | ÉCHÉANCE RAPPROCHÉE<br>(SEPT. 2023) | ÉCHÉANCE ÉLOIGNÉE<br>(JUIN 2023) | VARIATION   |
|--|-------------------------------------|----------------------------------|-------------|
| Cours de clôture   | 102,045                             | 102,415                          | -0,370      |
| Obligation la moins chère à livrer (MCL)   | Canada 3,750 % mai 2025             | Canada 3,500 % août 2025         | Changement! |
| Années après livraison (dernière livraison)  | 1,6                                 | 1,6                              | 0,0         |
| Facteur de concordance de l'obligation MCL   | 0,9648                              | 0,9608                           |             |
| Prix net de l'obligation MCL   | 98,3950                             | 97,9200                          |             |
| Rendement de l'obligation MCL  | 4,729 %                             | 4,615 %                          | -0,114 %    |
| Base brute (cents)   | -5,8                                | -48,0                            |             |
| Date probable de livraison   | 1 <sup>er</sup> sept. 2023          | 1 <sup>er</sup> déc. 2023        |             |
| Base nette (cents)   | 1,2                                 | -5,0                             | -6,3        |
| Taux de pension implicite (jusqu'à la date probable de livraison)                      | 4,79%                               | 5,17%                            | 0,38%       |
| VM01/100 de l'obligation MCL   | 1,6                                 | 1,8                              | 0,2         |
| Intérêt en cours   | 99 434                              | 0                                |             |
| Obligations MCL en circulation (millions)  | 15 200                              | 19 000                           | 3 800       |
| Notionnel de l'obligation MCL pour l'intérêt en cours du contrat d'échéance rapprochée | 9 943                               | 9 943                            |             |
| Multiple de l'obligation MCL pour l'intérêt en cours du contrat d'échéance rapprochée  | 0,7x                                | 0,5x                             | -0,1x       |

\* Les valeurs étant susceptibles d'avoir été arrondies au cent le plus près, les différences peuvent varier.

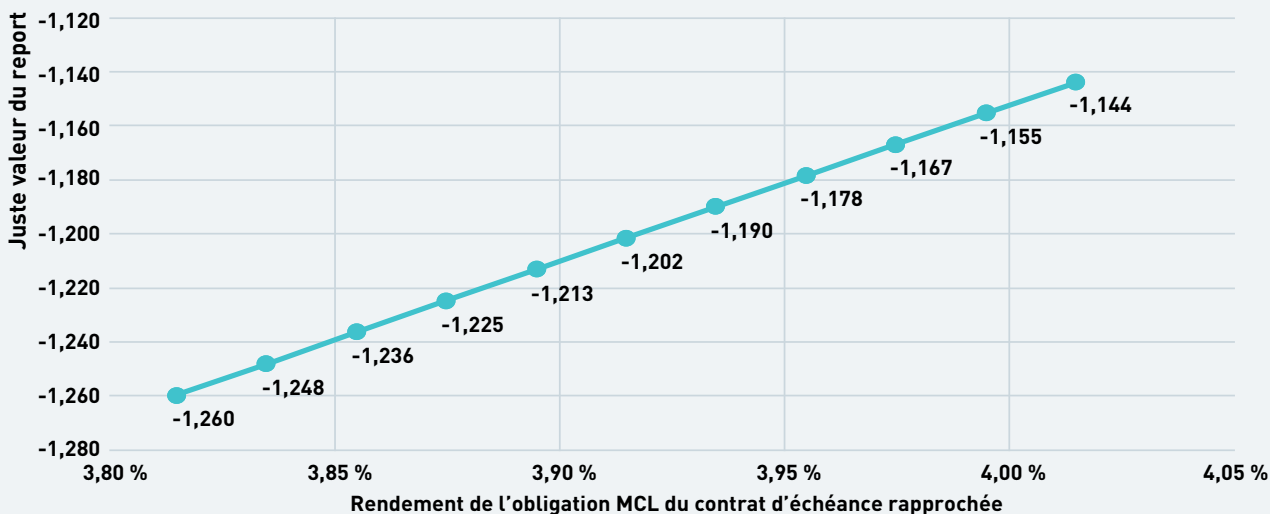
Source : Base de données sur les titres à revenu fixe Sapphire de BMO Marchés des capitaux<sup>1</sup>, Bourse de Montréal

**CGFU23 vers CGFZ23**

Le report du contrat de cinq ans (CGF) vers le CGFZ23 sera accompagné d'une prolongation de 6 mois pour l'obligation MCL, mais les coupons situés à 150 points de base sous les taux à un jour actuels feront en sorte que les deux contrats afficheront des prix favorisant une livraison anticipée et devraient être négociés selon une base négative. En raison de la différence de VM01 entre les contrats, la juste valeur théorique du report sera volatile si les taux d'intérêt varient au cours de la journée, comme l'illustre la figure 9. De nombreux investisseurs devraient donc être réticents à laisser des ordres de report ouverts auprès de leurs courtiers.

**FIGURE 9**

**Juste valeur du report CGFU23/CGFZ23 selon le rendement, 25 août 2023**





Le CGFU23 se négociait presque à sa juste valeur à la date d'observation ce trimestre, soit environ 1 cent de moins par rapport aux obligations si l'on fait fi de la valeur de l'option d'atout intégrée, ce qui correspond presque parfaitement à la juste valeur de 1,1 cent que nous calculons pour cette option. Il est à noter que pour la majeure partie du trimestre, cette juste valeur n'était pas reflétée dans le prix du contrat. En fait, les investisseurs attentifs auraient pu obtenir l'option d'atout intégrée du CGF au contrat de 5 ans échéant en septembre pour un prix inférieur à zéro lors de plusieurs jours en juillet, une situation semblable à celle brièvement observée pour le CGB le trimestre dernier<sup>4</sup>.

Comme il a été mentionné plus tôt, nous croyons qu'une grande partie des spéculateurs (y compris les stratégies spéculatives fondées sur des algorithmes) détiennent toujours des positions vendeur sur le contrat. Étant donné la grande probabilité d'une livraison anticipée et les positions accumulées, les détenteurs de positions vendeur spéculatives sur le CGFU23 essaieront probablement de réaliser le report tôt, ou de rechercher la liquidité plutôt que de la fournir, ce qui exercera une pression similaire sur le report. La volatilité des prix de report résultante pourrait être amplifiée par le fait que les non-spéculateurs, le plus souvent des investisseurs plus prudents et circonspects, seront réticents à laisser une grande profondeur d'ordres à cours limité dans le registre lors du report étant donné les fluctuations potentielles de la juste valeur. Les bonnes occasions se présenteront probablement pour les investisseurs agiles pendant le report, le CGF présentant un potentiel plus grand que le CGB à cet égard.

## FIGURE 10 Données essentielles sur le CGF

| 10 AOÛT 2023   | ÉCHÉANCE RAPPROCHÉE<br>(SEPT. 2023) | ÉCHÉANCE ÉLOIGNÉE<br>(JUIN 2023) | VARIATION   |
|--|-------------------------------------|----------------------------------|-------------|
| Cours de clôture   | 108,970                             | 110,180                          | -1,210      |
| Obligation la moins chère à livrer (MCL)   | Canada 3,500 % mars 2028            | Canada 3,250 % sept. 2028        | Changement! |
| Années après livraison (dernière livraison)  | 4,4                                 | 4,7                              | 0,3         |
| Facteur de concordance de l'obligation MCL   | 0,9027                              | 0,8877                           |             |
| Prix net de l'obligation MCL   | 98,2870                             | 97,2860                          |             |
| Rendement de l'obligation MCL  | 3,915 %                             | 3,847 %                          | -0,068 %    |
| Base brute (cents)   | -8,0                                | -52,1                            |             |
| Date probable de livraison   | 1 <sup>er</sup> sept. 2023          | 1 <sup>er</sup> déc. 2023        |             |
| Base nette (cents)   | -0,7                                | -1,7                             | -1,0        |
| Taux de pension implicite (jusqu'à la date probable de livraison)                      | 4,84 %                              | 5,08 %                           | 0,24 %      |
| VM01/100 de l'obligation MCL   | 4,1                                 | 4,5                              | 0,4         |
| Intérêt en cours   | 113 217                             | 0                                |             |
| Obligations MCL en circulation (millions)  | 15 000                              | 15 000                           | 0           |
| Notionnel de l'obligation MCL pour l'intérêt en cours du contrat d'échéance rapprochée | 11 322                              | 11 322                           |             |
| Multiple de l'obligation MCL pour l'intérêt en cours du contrat d'échéance rapprochée  | 0,8x                                | 0,8x                             | 0,0x        |

\* Les valeurs étant susceptibles d'avoir été arrondies au cent le plus près, les différences peuvent varier.

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

## LGBU23 vers LGBZ23

Comme le contrat LGB (30 ans) n'a aucune « période de livraison » ni de premier ou dernier jour d'avis, les investisseurs ne vivent pas avec le spectre d'une livraison anticipée, qui les inciterait à reporter le nouveau contrat avant la fin d'août. Au cours des trimestres précédents, certains investisseurs avaient pris acte de cette absence d'incitation et avaient conservé des positions ouvertes pendant plusieurs jours, voire plusieurs semaines après la date de première livraison des autres contrats. En pratique, même si de nombreux investisseurs semblent préférer liquider ou reporter les contrats LGB dans des délais semblables à ceux du CGB, nous remarquons néanmoins que la moitié de l'intérêt en cours du LGBM23 était toujours présente juste avant la livraison<sup>5</sup>.

L'obligation MCL de ce contrat étant la même que celle du contrat de septembre, et en l'absence d'une option d'atout, le prix du report sera probablement assez stable, quoiqu'il pourrait fluctuer d'un cent ou deux, dans une direction ou dans l'autre, selon l'évolution des taux. Comme pour tous les reports de ce trimestre, la différence de taux de pension implicite entre les contrats de septembre et de décembre sera importante dans un contexte où le marché assimilera des annonces économiques à l'approche et pendant la période de report.

<sup>4</sup> Les personnes qui souhaiteraient en savoir plus peuvent consulter l'article « L'opération "sans risque" », publié par la Bourse de Montréal en juin.

<sup>5</sup> Les positions ont ultérieurement été liquidées sur le marché plutôt que d'être fermées par livraison.

FIGURE 11

## Données essentielles sur le LGB

| 10 AOÛT 2023   | ÉCHÉANCE RAPPROCHÉE<br>(SEPT. 2023) | ÉCHÉANCE ÉLOIGNÉE<br>(JUIN 2023) | VARIATION |
|--|-------------------------------------|----------------------------------|-----------|
| Cours de clôture   | 159,900                             | 160,250                          | -0,350    |
| Obligation la moins chère à livrer (MCL)   | Canada 2,750 % déc. 2055            | Canada 2,750 % déc. 2055         | Idem      |
| Années après livraison (dernière livraison)  | 32,2                                | 31,9                             | -0,2      |
| Facteur de concordance de l'obligation MCL   | 0,5388                              | 0,5400                           |           |
| Prix net de l'obligation MCL   | 85,9900                             | 85,9900                          |           |
| Rendement de l'obligation MCL  | 3,475 %                             | 3,475 %                          | 0,000 %   |
| Base brute (cents)   | -16,4                               | -54,5                            |           |
| Date probable de livraison   | 20 sept. 2023                       | 18 déc. 2023                     |           |
| Base nette (cents)   | -0,4                                | 0,0                              | 0,4       |
| Taux de pension implicite (jusqu'à la date probable de livraison)                      | 5,05 %                              | 5,00 %                           | -0,05 %   |
| VM01/100 de l'obligation MCL   | 17,5                                | 17,5                             | 0,0       |
| Intérêt en cours   | 1 619                               | 0                                |           |
| Obligations MCL en circulation (millions)  | 6 750                               | 6 750                            | 0         |
| Notionnel de l'obligation MCL pour l'intérêt en cours du contrat d'échéance rapprochée | 162                                 | 0                                |           |
| Multiple de l'obligation MCL pour l'intérêt en cours du contrat d'échéance rapprochée  | 0,02x                               | 0,00x                            | -0,02x    |

\* Les valeurs étant susceptibles d'avoir été arrondies au cent le plus près, les différences peuvent varier.

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

## Valeur de l'option d'atout

Le contrat LGB (30 ans) ne comporte pas d'option d'atout intégrée, et chaque trimestre, 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.

Ce trimestre, nos calculs situent la valeur de l'option d'atout du CGFU23 tout juste au-dessus d'un cent par contrat CGF, ce qui est encore une fois et comme au trimestre dernier plus faible que pour le contrat de cinq ans en raison d'une volatilité d'après-midi légèrement plus faible et d'un facteur de concordance légèrement plus élevé. Pendant la majeure partie de juillet, le prix du contrat ne reflétait pas la valeur de l'option étant donné que le taux de pension implicite du contrat était supérieur au taux à court terme équivalent dans d'autres marchés. Autrement dit, l'option d'atout intégrée du CGFU23 pouvait être obtenue moyennant un prix négatif lors de plusieurs jours en juillet, tout comme l'option d'atout du CGBM23 s'était brièvement négociée à des prix négatifs le trimestre passé. Nous soupçonnons que certains négociateurs avertis ont accumulé des positions acheteur sur la base dans le cadre de stratégies fondées sur l'option d'atout, et le nombre de contrats qui passeront à la livraison pourrait être plus élevé qu'à l'habitude.

La levée de l'option d'atout est de nouveau possible, et même probable, pour les contrats CGBU23 (10 ans), mais le contrat CGBZ23 pourrait bien être la dernière bonne occasion d'opération fondée sur l'option d'atout pour un certain temps. En effet, après le contrat de décembre, les excédents de livraison dépassant constamment les 40 % seront remplacés par des excédents de livraison inférieurs à 35 %, ce qui fera diminuer le profit potentiel de la levée de l'option d'atout de 13 %; il s'agit d'une baisse importante quand on considère les difficultés qu'ont éprouvées les détenteurs de positions vendeur à réaliser une levée optimale dans l'environnement des derniers trimestres, où le coût de portage était fortement négatif. Notre évaluation de la valeur de l'option du CGBU23 la situe à tout juste 5 cents par contrat ce trimestre, une baisse par rapport à la valeur d'environ 7 cents le trimestre dernier, qui est attribuable à un historique de volatilité en après-midi plus faible et à des facteurs de conversion légèrement plus élevés (ce qui réduit la taille de l'excédent de livraison).

Les détenteurs de positions acheteur sur le CGBU23 qui livrent les obligations sont susceptibles de composer avec la levée d'une option d'atout contre leurs positions, compte tenu de la tendance (toujours inexplicée) à la flambée des prix en fin d'après-midi au début du mois de livraison. L'évolution des cours en fin d'après-midi a permis aux détenteurs de positions vendeur sur le CGB (et parfois sur le CGF) d'exercer l'option d'atout intégrée de façon profitable, et fait commode, tôt dans la plupart des périodes de livraison, grâce à quoi ils ont pu éviter la presque totalité du coût de portage négatif tout en tirant parti de la valeur de l'option. Ce phénomène est intrigant puisque la simple existence des options d'atout devrait atténuer, et non pas aviver, la volatilité en fin d'après-midi pendant la période de livraison<sup>6</sup>. Cela dit, nous ne prévoyons aucun catalyseur de changement sur le marché au cours du présent cycle de livraison.

<sup>6</sup> Comme le prix de l'obligation MCL augmente après 15 h, on s'attendrait à ce que les détenteurs de l'option vendent leur excédent de livraison au moment de cette montée s'ils ont l'intention de réaliser une livraison anticipée, ce qui aurait pour effet d'atténuer les hausses de fin d'après-midi. Or, malgré les bons fondements de cette théorie, ce n'est pas ce qui se produit en pratique.

# REGARD VERS L'AVENIR ET occasions à saisir

- Ces derniers mois, les intervenants du marché obligataire canadien ont dû prendre acte du fait que la Banque du Canada est constamment « à l'œuvre » à l'heure actuelle. Une hausse de taux surprise de 25 points de base, ou l'assimilation d'une hausse de taux prévue, ferait augmenter le prix du CGFU23 de 2,5 cents et celui du CGBU23 de 1,5 cent, toutes choses étant égales par ailleurs. Il est inhabituel que les cours du marché assimilent une hausse de cette ampleur en peu de temps, mais ce n'est pas impossible étant donné la vive spéculation quant au moment où la Banque du Canada marquera une pause dans sa récente lutte contre l'inflation<sup>7</sup>.
- La Banque du Canada prendra une décision sur son taux d'intérêt le 6 septembre, et la Réserve fédérale en fera autant le 20 septembre. Les deux annonces auront lieu pendant la période de livraison. Ironiquement, l'annonce de la Banque du Canada n'influe généralement pas sur l'option d'atout des contrats à terme sur obligations canadiennes, puisqu'elle a lieu bien avant le moment où le prix de règlement quotidien est établi. En revanche, l'annonce de la Réserve fédérale a lieu en après-midi et peut donc parfois entraîner la levée de l'option d'atout et la livraison. Il ne sera toutefois pas nécessaire de prendre en compte l'annonce de la Réserve fédérale ce trimestre-ci, car elle surviendra après la disparation de l'option d'atout, la veille du dernier jour de négociation.
- L'excédent de livraison des contrats CGBH24 atteindra sa plus petite taille depuis au moins la dernière année. L'activité liée à l'option d'atout devrait quelque peu diminuer dans un contexte où celle-ci est moins profitable, si l'on suppose qu'il n'y aura aucun grand changement de la volatilité du prix de l'obligation MCL en après-midi.

<sup>7</sup> Pour en savoir plus sur l'inflation au Canada, veuillez consulter l'article « [Le pessimisme économique s'est emparé du marché de l'inflation au Canada](#) », publié plus tôt ce mois-ci par la Bourse de Montréal.



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 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 des marques déposées de TSX Inc. et elles sont utilisées sous licence.