

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

Z23 et H24

Novembre 2023

Sommaire

DE LA PÉRIODE DE REPORT TRIMESTRIELLE

Ce trimestre, les clients s'intéresseront principalement au report du contrat à terme sur obligations du gouvernement du Canada de 10 ans (CGB^{MC}), compte tenu du changement semestriel d'obligation la moins chère à livrer (MCL). Malgré la volatilité des taux d'intérêt ce trimestre, les rendements ne sont plus aussi élevés qu'en août. Compte tenu des caractéristiques uniques des contrats à la Bourse de Montréal et de l'inversion de la courbe de taux, la stabilité des taux fait en sorte qu'un changement de l'obligation MCL demeure improbable pour l'ensemble des contrats.

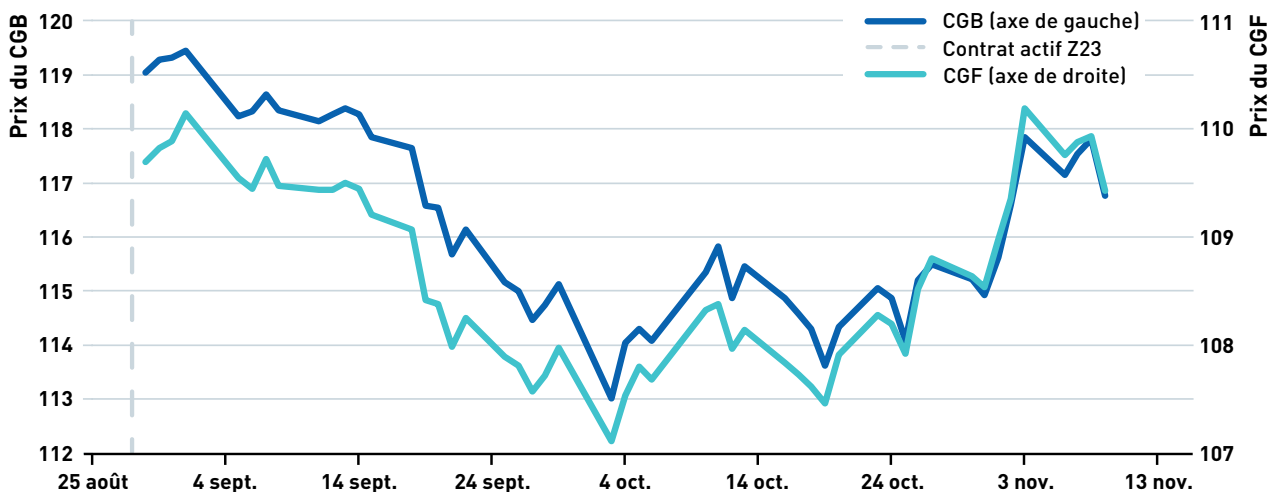
Le premier jour d'avis est le 29 novembre prochain, et la partie liquide de la période de report doit normalement commencer le 24 novembre, mais comme il s'agit du lendemain du Thanksgiving américain, beaucoup profiteront d'un long week-end. Nous pensons donc que la période de report pourrait commencer plus tôt, peut-être aussi tôt que le 21 novembre, même s'il restera deux jours la semaine suivante pour dénouer les positions avant le premier jour d'avis. Préparez-vous à un début précoce de la période de report si vous avez besoin d'une bonne liquidité pour reporter vos positions.

Les portefeuilles fondés sur des modèles semblent être très actifs sur le contrat CGB (10 ans) et y maintenir des positions vendeur. En revanche, ils ne semblent pas être actifs dans les autres segments de la courbe canadienne. Ils ont peut-être réorienté leurs placements vers la droite de la courbe pendant la forte baisse du cours des titres à long terme et, ce faisant, ils ont déplacé le risque du segment de 5 ans vers celui de 10 ans. Leurs positions sur le CGB se traduiront probablement par une forte pression d'achat pour le contrat CGBZ23, par rapport au nouveau contrat, au début de la période de report.

Positions spéculatives

Au cours du trimestre, les prix des obligations ont été extrêmement volatils, même au regard des tendances récentes, mais au final, les prix n'ont que légèrement fléchi pour les contrats à terme sur obligations du gouvernement du Canada de 5 ans (CGF^M) et de 10 ans (CGB) actifs. La figure 1 illustre le casse-tête que nous tenterons de résoudre au cours de ce report trimestriel : les stratégies spéculatives fondées sur le momentum ont-elles été chassées des positions vendeur qu'elles avaient accumulées pendant la braderie de septembre? Même si l'inversion survenue au début d'octobre était abrupte, force est de constater que la tendance de longue date a été déstabilisée par deux autres inversions de faible intensité, mais qui pourraient peser sur les stratégies fondées sur le momentum.

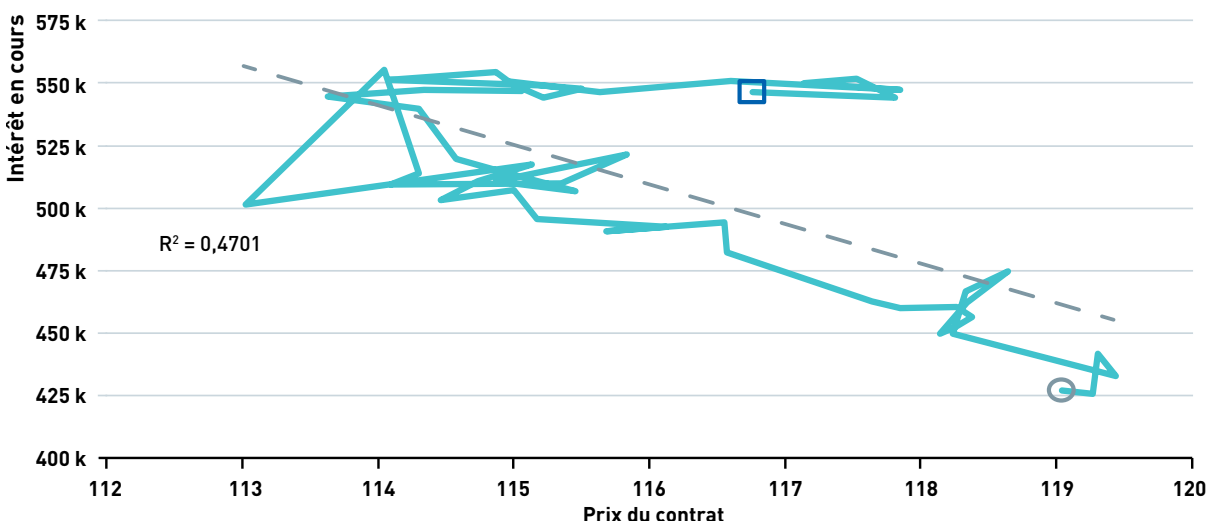
FIGURE 1
Prix du CGF et du CGB, contrats Z23



Source : Bourse de Montréal

Comme le CGB connaît l'une de ses substitutions semestrielles d'obligation MCL ce mois-ci et que son intérêt en cours est de loin le plus important parmi tous les contrats canadiens, nous aimerions porter notre attention sur ce contrat de 10 ans. La figure 2 présente l'intérêt en cours par rapport au prix pour le CGBZ23; le coefficient de détermination (r^2) de la régression s'établit à 0,47, une valeur relativement élevée. De plus, la liquidation (qui représente un déplacement vers la gauche sur l'axe des x) a entraîné une forte vague d'établissements de positions, comme en témoigne l'intérêt en cours constant de 550 000, et ces positions ne semblent pas avoir été liquidées malgré l'inversion de tendance. L'intérêt en cours est aussi élevé qu'au moment où la tendance a pris fin.

FIGURE 2
Prix du CGBZ23 par rapport à l'intérêt en cours

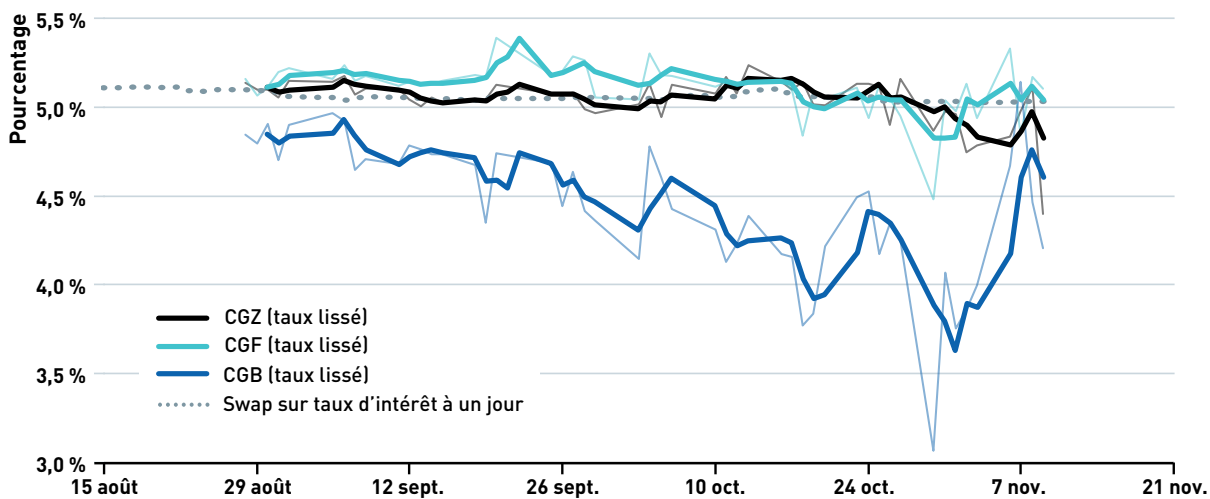


Source : Bourse de Montréal

Nous arrivons à la conclusion que les spéculateurs ont conservé leurs positions vendeur, mais nous avons un peu de mal à comprendre pourquoi ils n'ont pas réduit le risque en réponse à la baisse du prix du CGB de plusieurs dollars. Bien entendu, il n'est pas impossible que ces investisseurs aient réduit le risque, mais que leurs opérations de liquidation aient été exactement contrebalancées par les opérations d'ouverture d'autres clients, sauf que les parfaites coïncidences de ce genre ne se produisent que très rarement.

Cela dit, la figure 3 alimente notre réflexion selon laquelle les stratégies de spéculation conçues pour suivre les tendances ont conservé leurs positions. En règle générale, elles font fi de la différence de valeur relative entre les contrats à terme et les obligations parce qu'elles doivent s'en tenir aux contrats à terme. Pour la majeure partie de la durée de vie du CGBZ23, le contrat s'est négocié à un prix très inférieur à celui des obligations, et son taux de pension implicite était nettement inférieur à ce qui serait sa juste valeur¹. C'est souvent ce qui arrive lorsque les clients liquident massivement leurs contrats, sauf que la faiblesse des prix par rapport aux obligations a pris fin assez brusquement, comme le montre la figure, à la toute fin du mois d'octobre, alors que la dernière reprise des obligations du même mois tirait à sa fin. Par ailleurs, ce moment correspond presque exactement à la fin de l'exercice financier des banques canadiennes et de leurs pupitres de négociation d'obligations – de quoi brouiller les pistes encore plus. Par conséquent, il est relativement probable que la plupart des algorithmes de suivi des tendances aient maintenu leurs positions vendeur sur CGB, s'ils en avaient, et ils pourraient chercher à racheter ces positions lors du report.

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 capitaux¹, Bourse de Montréal

Au cours du trimestre, la corrélation entre le prix et l'intérêt en cours était négligeable pour les contrats à terme sur obligations du gouvernement du Canada de 2 ans (CGZ^{MC}) et de 30 ans (LGB^{MC}). Nous croyons qu'à l'instar de ce qui s'est produit au cours des deux derniers trimestres, certains participants au marché ne misent plus sur les contrats de 5 ans, préférant les contrats à plus long terme sur la courbe. Néanmoins, la corrélation pour le CGF était semblable à celle du CGB, quoique légèrement moins forte.

¹ Un taux de pension implicite anormalement faible correspond à une base brute anormalement élevée.

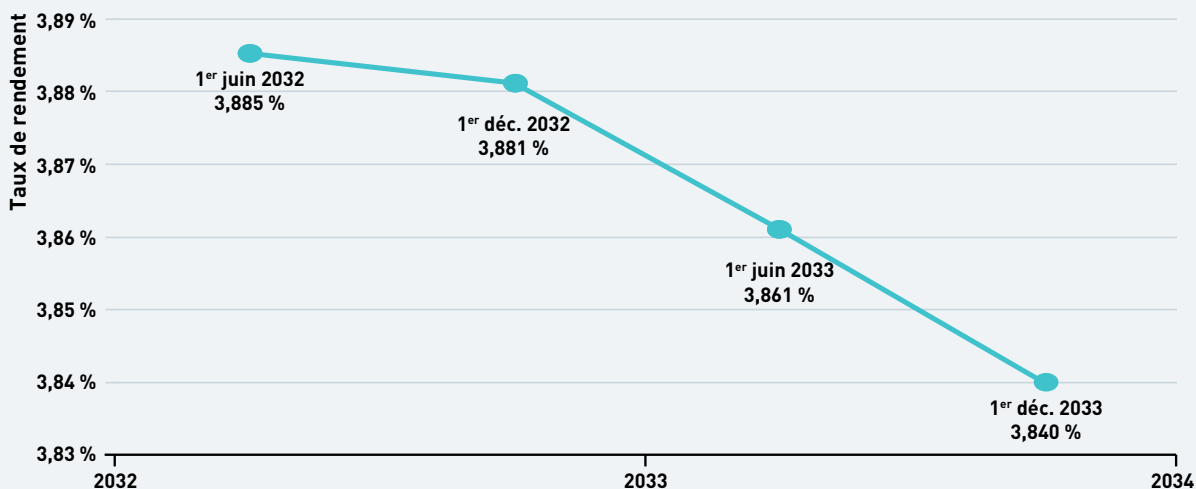
Changement d'obligation MCL

Les taux ont été volatils depuis notre dernier article sur le report d'août. Toutefois, les taux de 10 et de 30 ans en date du 9 novembre ne dépassaient les taux de la mi-août que de 20 points de base environ. Pour leur part, les taux des obligations de référence de 2 et 5 ans ont perdu du terrain pendant le trimestre. Résultat : le risque de substitution pour les contrats de mars 2024 n'est pas très élevé par rapport à celui des contrats de décembre 2023².

Trois grands facteurs continuent de limiter le risque de substitution pour les contrats canadiens sur titres à revenu fixe entraînant une livraison physique. Premièrement, les taux obligataires sont à la traîne d'au moins une centaine de points de base par rapport au « seuil de substitution » habituel de 6 %, et ce, malgré les hausses de taux d'intérêt qui ont cours depuis presque deux ans. Deuxièmement, contrairement aux contrats américains sur bons du Trésor négociés à la CME, les obligations de leur panier de livraison potentiel ne présentent pas des taux de coupon qui varient fortement. Par exemple, pour être admissibles au panier de livrables du contrat CGF (5 ans), les obligations livrables au Canada doivent, à quelques exceptions près, avoir une échéance à l'émission de 5 ans³. Par conséquent, les obligations qui peuvent devenir l'obligation MCL ne sont presque jamais de vieux titres émis à une époque où les taux d'intérêt étaient aux antipodes, comme c'est parfois le cas lorsqu'un bon du Trésor de 30 ans entre dans le panier de livrables d'un billet du Trésor alors qu'il lui reste 7 ou 8 ans jusqu'à l'échéance. Enfin, la courbe canadienne des taux a tendance à s'inverser encore plus que son homologue américaine, tout particulièrement à partir de l'horizon de 10 ans, ce qui signifie que les nouvelles obligations assorties de coupons élevés ont peu de chances de devenir moins chères à livrer que l'obligation admissible ayant l'échéance la plus courte.

Nous attirons votre attention sur la figure 4, qui représente les rendements actuels des obligations admissibles à la livraison pour le contrat CGBH24 (10 ans). En raison de l'inversion de ce segment de la courbe, une substitution de l'obligation MCL n'est possible que dans l'une des deux situations suivantes : 1) les taux de rendement DÉPASSENT le cap des 6 %; 2) les taux ATTEignent 6 % ET la courbe s'accroît de manière à produire des taux essentiellement plats. Bref, l'inversion des courbes réduit considérablement les probabilités de substitution.

FIGURE 4
Panier de livrables du CGBH24 (10 ans)



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

Comme le report du contrat CGB est susceptible d'attirer beaucoup d'attention ce trimestre, nous présentons à la figure 5 les combinaisons taux-courbe pour les obligations échéant en juin 2032 et en décembre 2032 nécessaires pour déclencher la substitution peu probable pour une obligation échéant après juin 2032. La variation de plus de 100 points de base entre les taux actuels et le seuil de 6 % et l'accroissement de pente de presque 8 points de base sans variation des taux de rendement en général représentent des scénarios improbables, et ce, malgré l'évolution récente des marchés.

² Nous avons fait [le point sur le risque de substitution](#) en marge de l'accroissement rapide de la pente observée en octobre.

³ Au Canada, les vieilles obligations sont admissibles au panier de livraison, mais seulement si elles ont été rouvertes en nombre suffisant (conformément aux caractéristiques du contrat) dans les 12 mois précédant le mois de livraison. Cette situation ne se produit pas souvent, et elle deviendra encore plus rare avec l'annulation de l'obligation de référence de 3 ans, qui a été admissible au panier de livrables du contrat CGZ à quelques reprises.

FIGURE 5

Taux – Juin 2032

PENTE	3,29 %	3,44 %	3,59 %	3,74 %	3,89 %	4,09 %	4,29 %	4,49 %	4,69 %	4,89 %	5,09 %	5,29 %	5,49 %	5,69 %	5,89 %	6,09 %
-5,0	Jun32	Jun32	Jun32	Jun32	Jun32	Jun32	Jun32	Jun32	Jun32	Jun32	Jun32	Jun32	Jun32	Jun32	Jun32	Jun32
-4,1	Jun32	Jun32	Jun32	Jun32	Jun32	Jun32	Jun32	Jun32	Jun32	Jun32	Jun32	Jun32	Jun32	Jun32	Jun32	Jun32
-3,2	Jun32	Jun32	Jun32	Jun32	Jun32	Jun32	Jun32	Jun32	Jun32	Jun32	Jun32	Jun32	Jun32	Jun32	Jun32	Jun32
-2,2	Jun32	Jun32	Jun32	Jun32	Jun32	Jun32	Jun32	Jun32	Jun32	Jun32	Jun32	Jun32	Jun32	Jun32	Jun32	Jun32
-1,3	Jun32	Jun32	Jun32	Jun32	Jun32	Jun32	Jun32	Jun32	Jun32	Jun32	Jun32	Jun32	Jun32	Jun32	Jun32	Jun32
-0,4	Jun32	Jun32	Jun32	Jun32	Jun32	Jun32	Jun32	Jun32	Jun32	Jun32	Jun32	Jun32	Jun32	Jun32	Jun32	Jun32
1,7	Jun32	Jun32	Jun32	Jun32	Jun32	Jun32	Jun32	Jun32	Jun32	Jun32	Jun32	Jun32	Déc32	Déc32	Déc32	Déc32
3,8	Jun32	Jun32	Jun32	Jun32	Jun32	Jun32	Jun32	Jun32	Jun32	Jun32	Déc32	Déc32	Déc32	Déc32	Déc32	Déc32
5,8	Jun32	Jun32	Jun32	Jun32	Jun32	Jun32	Déc32	Déc32	Déc32	Déc32	Déc32	Déc32	Déc32	Déc32	Déc32	Déc32
7,9	Jun32	Jun32	Déc32	Déc32	Déc32	Déc32	Déc32	Déc32	Déc32	Déc32	Déc32	Déc32	Déc32	Déc32	Déc32	Déc32
10,0	Déc32	Déc32	Déc32	Déc32	Déc32	Déc32	Déc32	Déc32	Déc32	Déc32	Déc32	Déc32	Déc32	Déc32	Déc32	Déc32

À l'heure actuelle, un contrat fait exception : le LGB. L'obligation échéant en 2055, qui est actuellement l'obligation MCL du fait que son coupon est nettement supérieur à celui de l'obligation échéant en 2053, est déjà une obligation dont l'échéance est plus lointaine. Si la courbe des taux continuait de s'inverser, l'obligation échéant en 2055 deviendrait plus chère à livrer que celle échéant en 2053. Par conséquent, une inversion accrue augmenterait la probabilité de substitution de l'obligation MCL. Cette probabilité demeure toutefois assez faible, compte tenu de la forte inversion supplémentaire nécessaire pour déclencher la substitution. La figure 6 indique les combinaisons taux-courbe nécessaires pour déclencher la substitution de l'obligation MCL par l'obligation échéant en 2053.

FIGURE 6

Taux – Déc. 2055

PENTE	3,07 %	3,22 %	3,37 %	3,52 %	3,67 %	3,87 %	4,07 %	4,27 %	4,47 %	4,67 %	4,87 %	5,07 %	5,27 %	5,47 %	5,67 %	5,87 %
-20,0	Déc53	Déc53	Déc53	Déc53	Déc53	Déc53	Déc53	Déc53	Déc53	Déc53	Déc53	Déc53	Déc53	Déc53	Déc53	Déc53
-16,7	Déc55	Déc55	Déc55	Déc53	Déc53	Déc53	Déc53	Déc53	Déc53	Déc53	Déc53	Déc53	Déc53	Déc53	Déc53	Déc53
-13,3	Déc55	Déc55	Déc55	Déc55	Déc55	Déc55	Déc55	Déc53	Déc53	Déc53	Déc53	Déc53	Déc53	Déc53	Déc53	Déc53
-10,0	Déc55	Déc55	Déc55	Déc55	Déc55	Déc55	Déc55	Déc55	Déc55	Déc53	Déc53	Déc53	Déc53	Déc53	Déc53	Déc53
-6,6	Déc55	Déc55	Déc55	Déc55	Déc55	Déc55	Déc55	Déc55	Déc55	Déc55	Déc55	Déc55	Déc53	Déc53	Déc53	Déc53
-3,3	Déc55	Déc55	Déc55	Déc55	Déc55	Déc55	Déc55	Déc55	Déc55	Déc55	Déc55	Déc55	Déc55	Déc55	Déc53	Déc53
0,4	Déc55	Déc55	Déc55	Déc55	Déc55	Déc55	Déc55	Déc55	Déc55	Déc55	Déc55	Déc55	Déc55	Déc55	Déc55	Déc55
4,0	Déc55	Déc55	Déc55	Déc55	Déc55	Déc55	Déc55	Déc55	Déc55	Déc55	Déc55	Déc55	Déc55	Déc55	Déc55	Déc55
7,7	Déc55	Déc55	Déc55	Déc55	Déc55	Déc55	Déc55	Déc55	Déc55	Déc55	Déc55	Déc55	Déc55	Déc55	Déc55	Déc55
11,3	Déc55	Déc55	Déc55	Déc55	Déc55	Déc55	Déc55	Déc55	Déc55	Déc55	Déc55	Déc55	Déc55	Déc55	Déc55	Déc55
15,0	Déc55	Déc55	Déc55	Déc55	Déc55	Déc55	Déc55	Déc55	Déc55	Déc55	Déc55	Déc55	Déc55	Déc55	Déc55	Déc55

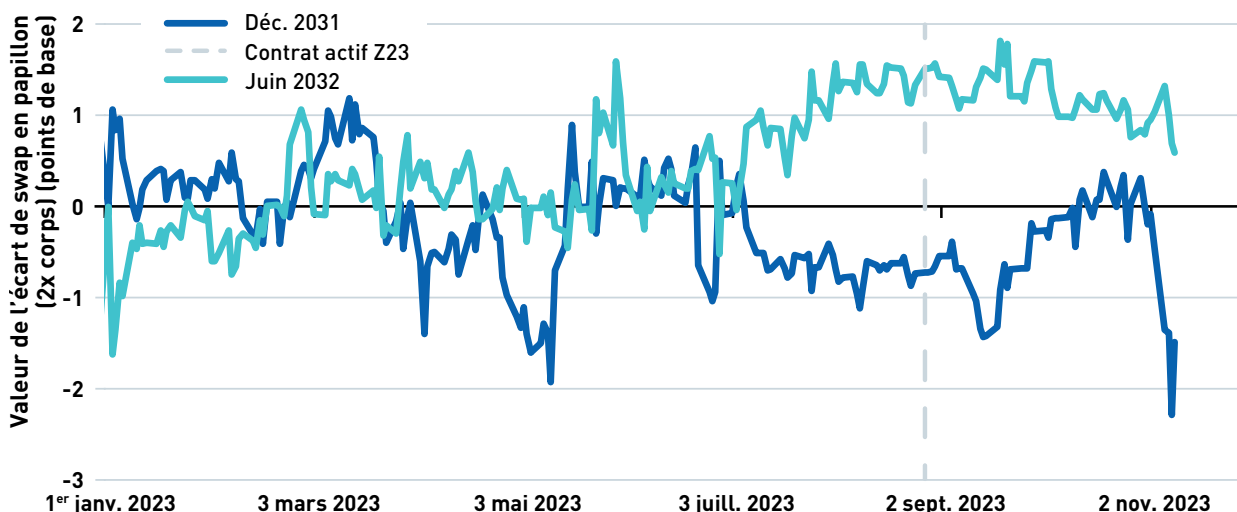
Valeur relative des obligations MCL

Les dernières périodes de report de la fin mai et novembre ont été intéressantes, et pour cause : le contrat CGB, qui est très prisé, a fait l'objet d'une substitution d'obligation MCL au cours des deux reports. Fait habituel pour chaque trimestre, le contrat CGZ (2 ans) a lui aussi connu une substitution d'obligation MCL, mais la dynamique des prix en vigueur pendant ce report a beaucoup moins retenu l'attention.

Le contrat CGB de mars 2024 sera le premier dont l'obligation échéant en juin 2032 sera (très probablement) l'obligation MCL, alors que l'obligation échéant en décembre 2031 cesse d'être l'obligation MCL du contrat de décembre 2023 après l'avoir été pendant six mois. Plus précisément, l'obligation de décembre 2031 semble en voie de ne plus être l'obligation MCL en raison de son prix nettement supérieur relativement aux obligations voisines, comme le démontre la figure 7, qui représente l'écart de swap en papillon – notre mesure préférée pour établir la valeur relative d'une obligation. Comme l'appréciation relative récente s'est produite soudainement et que les prix pourraient avoir changé depuis la date de publication, nous invitons les lecteurs à revérifier les prix en vigueur. Cela dit, contrairement à l'obligation échéant en décembre 2031, celle échéant en juin 2032 n'a connu qu'une faible appréciation relative, ce qui pourrait être signe qu'elle offre une certaine plus-value dans la mesure où elle devient rapidement l'obligation MCL du contrat CGB24.

Il ne fait aucun doute que l'appréciation de l'obligation de décembre 2031 par rapport à ses voisines est attribuable à la reprise extrême survenue au début de novembre du côté des obligations de 10 ans. Il est probable que ce soit la demande excédentaire dont a fait l'objet le contrat CGB qui ait rendu l'obligation MCL chère par rapport aux obligations voisines, les courtiers ayant du mal à composer avec la demande. Il est peu probable que cette surévaluation se poursuive après le report, puisque l'obligation échéant en décembre 2031 devrait poursuivre sa longue route vers le déclin, comme c'est le cas de toutes les obligations du gouvernement du Canada de 10 ans lorsqu'elles passent progressivement du statut d'obligation adjudgée à celui d'obligation de référence, puis à celui d'obligation MCL et enfin, à celui d'obligation de 10 ans émise il y a très longtemps.

FIGURE 7
Écart de swap en papillon – Déc. 2031 et juin 2032



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

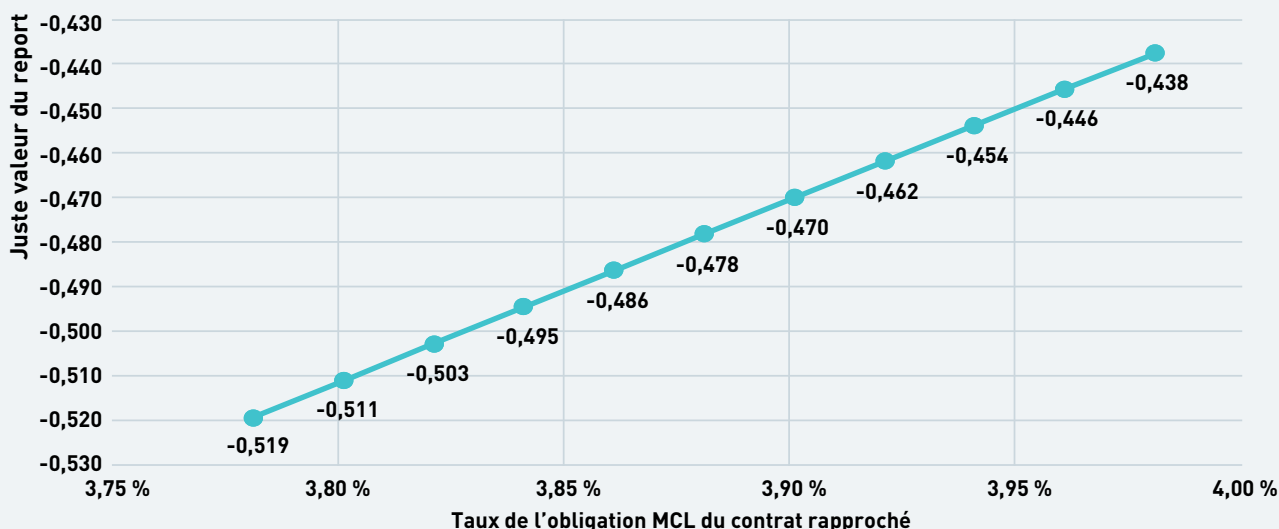
Données essentielles et attentes

Les figures 9, 10, 11 et 12 montrent quelques mesures clés d'importance pour les gestionnaires qui possèdent des positions sur les contrats de décembre 2023. Pour préparer ces figures, nous avons utilisé les cours de clôture du 9 novembre et réduit le nombre d'obligations MCL en circulation pour le contrat CGB en y soustrayant les positions détenues par la Banque du Canada⁴. Comme toujours, les contrats d'échéance éloignée ne sont pas encore négociés, et nous utilisons donc le prix de règlement de la Bourse, qui pourrait ou non être négociable à ce moment.

CGBZ23 vers CGBH24

Ce trimestre, la plupart des clients s'intéresseront au CGB, compte tenu de la substitution de l'obligation MCL, et comme d'habitude, le contrat affiche un intérêt en cours des plus substantiels. Comme le coupon de la nouvelle obligation MCL est supérieur à celui de l'ancienne, l'augmentation de la VM01 ne sera pas très importante et se situera à un peu moins de 3,5 %. Par rapport aux autres reports, pour lesquels l'augmentation dépassait généralement les 8 %, les prix intrajournaliers seront plus stables, sauf si la volatilité récente des taux d'intérêt se poursuit. Les fortes fluctuations de taux d'intérêt déstabilisent la juste valeur du report et dissuadent les clients de laisser des ordres permanents, ce qui réduit la liquidité tout en accentuant les déséquilibres intrajournaliers entre l'offre et la demande pour chaque contrat pendant la période de report. La figure 8 montre que pendant les journées fertiles en volatilité, la juste valeur⁵ du report du contrat CGB pourrait fluctuer jusqu'à concurrence de 6 cents autour d'un cours médian.

FIGURE 8
Juste valeur du report CGBZ23-CGBH24 selon le taux, 24 nov. 2023



À la date de saisie des données, le CGBZ23 se négociait à un prix inférieur à sa juste valeur, à raison d'environ 1,5 cent par contrat, par rapport à la courbe des swaps sur taux d'intérêt à un jour, et ce, même en tenant compte de la valeur de l'option d'atout du CGB, qui s'établit à 4,8 cents⁶. À peine trois jours plus tôt, le contrat se négociait à un prix supérieur relativement à son obligation MCL, ce qui signifie que cette observation évolue très rapidement. Les détenteurs de positions vendeur qui ont des inquiétudes au sujet de la valeur relative devraient tenter un report anticipé.

Comme nous l'avons déjà mentionné, nous croyons que les modèles reposant sur les tendances détiennent encore des positions vendeur sur les contrats ce trimestre, et que malgré la reprise récente, ils ont probablement atteint ou presque leur limite de risque. Si c'est effectivement le cas, les spéculateurs exerceront assez tôt une pression d'achat sur les contrats échéant en décembre, puisque ce type d'investisseur cherche habituellement à effectuer un report et fait généralement fi des différences de prix par rapport aux obligations. Si ce scénario se poursuit pendant la période de report et qu'il est jumelé à une faible évaluation, on devrait observer une importante pression qui mènera le CGBZ23 à s'apprécier par rapport au CGBH24. Dans ce cas, les contrats de décembre pourraient s'apprécier par rapport à ceux de mars 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.

⁴ La Banque du Canada prête ses actifs, de sorte que les obligations peuvent tout de même être livrées. Elle détient un petit nombre des obligations MCL des contrats CGB de décembre et de mars, mais aucune des obligations MCL des autres contrats.

⁵ 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.

⁶ Les acheteurs de contrats à terme doivent obtenir un prix inférieur, qui les dédommagera d'avoir vendu une option intégrée (atout ou autre).

FIGURE 9**Données essentielles sur le CGB**

9-NOV-2023	CGBZ23	CGBH24	VARIATION
Cours de clôture	116,760	117,230	-0,470
Obligation la moins chère à livrer (MCL)	Canada 1,500 %, déc. 2031	Canada 2,000 %, juin 2032	Changement
Facteur de concordance de l'obligation MCL	0,7174	0,7426	
Date probable de livraison	01-déc-23	01-mars-24	
Base brute (cents)	-8,4	-65,3	
Base nette (cents)	4,3	4,7	
Taux de pension implicite (jusqu'à la date probable de livraison)	3,85 %	4,85 %	
VM01/100 de l'obligation MCL	6,2	6,6	7,1 %
Intérêt en cours	546 271	0	
Obligations MCL en circulation (millions)	28 352	23 405	-4 947
Multiple de l'intérêt en cours du contrat d'échéance rapprochée par rapport à l'obligation MCL	1,9x	2,3x	

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

CGZZ23 vers CGZH24

Malgré la substitution de l'obligation MCL du contrat CGZ (2 ans), comme c'est le cas chaque trimestre, le report sera peu fertile en rebondissements. En règle générale, près de 10 % de toutes les positions sur CGZ mènent à une livraison, ce qui signifie que la clientèle se soucie peu du dilemme entre prendre une position de liquidation et faire ou recevoir une livraison. Nous croyons que bon nombre de clients utilisent ce contrat en guise de substitut aux obligations, que les modèles fondés sur les algorithmes prennent peu de positions spéculatives et que de nombreux gestionnaires adeptes de cette catégorie d'actifs peuvent (et voudront) faire ou recevoir une livraison d'obligations. Compte tenu de tous ces facteurs, le prix du report ne devrait pas s'éloigner considérablement de la juste valeur.

La VM01 du contrat augmentera de presque 14 %, ce qui est normal pour ce contrat. En fait, l'augmentation de la VM01 sera légèrement inférieure à la normale étant donné que la nouvelle obligation MCL sera assortie d'un coupon nettement supérieur. Fait intéressant, le coupon de l'obligation MCL du CGZH24, qui est de 4,5 %, est d'à peine 50 points de base inférieur au taux cible de la Banque du Canada. Si le cycle d'assouplissement monétaire commençait plus tôt que prévu, le CGZH24 serait le premier contrat à passer d'une base négative à une base positive. Cependant, nous n'avons connaissance d'aucun économiste qui table actuellement sur un cycle précoce de mesures de relance monétaire.

Fait étonnant : au début de la courbe, les taux sont récemment plus stables qu'à la fin de la courbe, et comme les marchés obligataires se font à l'idée que les taux d'intérêt resteront élevés pour longtemps, les participants semblent moins enclins à penser que le taux cible de la Banque du Canada pourrait changer. Cela dit, les gestionnaires devraient se garder de laisser des ordres permanents en place ce trimestre, puisque la juste valeur du CGZ pourrait fluctuer jusqu'à concurrence de 2 cents au cours d'une journée.

Nous n'avons aucune indication sur les modèles fondés sur les tendances qui investissent dans le CGZ ce trimestre, étant donné qu'il n'y a pas de corrélation entre l'intérêt en cours et les prix et que l'orientation des prix est beaucoup moins évidente et soutenue.

FIGURE 10**Données essentielles sur le CGZ**

9-NOV-2023	CGZZ23	CGZH24	VARIATION
Prix de règlement	102,175	102,815	-0,640
Obligation la moins chère à livrer (MCL)	Canada 3,50 %, août 2025	Canada 4,50 %, nov. 2025	Changement
Facteur de concordance de l'obligation MCL	0,9608	0,9765	
Date probable de livraison	01-déc-23	01-mars-24	
Base brute (cents)	-7,7	-47,9	
Base nette (cents)	0,7	-32,5	
Taux de pension implicite (jusqu'à la date probable de livraison)	4,88 %	6,06 %	
VM01/100 de l'obligation MCL	1,6	1,9	15,5 %
Intérêt en cours	130 489	2	
Obligations MCL en circulation (millions)	19 000	19 750	750
Multiple de l'intérêt en cours du contrat d'échéance rapprochée par rapport à l'obligation MCL	0,7x	0,7x	

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

CGFZ23 vers CGFH24

Le report vers le CGFH24 n'entraînera pas de substitution de l'obligation MCL du contrat de 5 ans (CGF). Le prix du contrat pour ce trimestre ne tient pas vraiment compte de la valeur de l'option d'atout, que nous estimons à environ un cent par contrat, de sorte que le prix du CGFZ23 est surévalué d'environ un cent en date du 9 novembre. Peu de clients ont tenté de profiter de la valeur de cette option, puisqu'ils ont toujours eu accès à des possibilités plus intéressantes du côté des contrats CGB, et selon nos récentes observations, le prix de l'option d'atout du CGF est généralement nul ou légèrement négatif.

Comme il a été mentionné plus tôt, les opérations spéculatives étaient autrefois concentrées autour des horizons de 2 ans et de 5 ans, mais pendant la liquidation de septembre, cette activité semble s'être déplacée vers l'extérieur de la courbe. Ce mois-ci, la corrélation entre l'intérêt en cours et le prix du CGFZ23 était plutôt médiocre, et nous croyons qu'à l'heure actuelle, les modèles spéculatifs sont peu portés sur le risque lié à l'horizon de 5 ans. Bien entendu, la livraison se fera par anticipation, et les pressions sur la demande pendant la période de report pourraient venir des détenteurs de positions acheteur qui voudraient se passer d'une inévitable livraison anticipée.

FIGURE 11
Données essentielles sur le CGF

9-NOV-2023	CGFZ23	CGFH24	VARIATION
Cours de clôture	109,430	109,220	0,210
Obligation la moins chère à livrer (MCL)	Canada 3,250 %, sept. 2028	Canada 3,250 %, sept. 2028	Aucun changement
Facteur de concordance de l'obligation MCL	0,8877	0,8929	
Date probable de livraison	01-déc-23	01-mars-24	
Base brute (cents)	-7,7	-46,3	
Base nette (cents)	-0,1	2,2	
Taux de pension implicite (jusqu'à la date probable de livraison)	5,02 %	4,94 %	
VM01/100 de l'obligation MCL	4,3	4,3	0,0 %
Intérêt en cours	126 917	0	
Obligations MCL en circulation (millions)	20 000	20 000	0
Multiple de l'intérêt en cours du contrat d'échéance rapprochée par rapport à l'obligation MCL	0,6x	0,6x	

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

LGBZ23 vers LGBH24

Comme le contrat LGB (30 ans) n'a pas de « période de livraison » ni de premier ou de 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 de novembre. Certains investisseurs ont pris acte de cette absence d'incitation et, dans certains cas, ils ont conservé des positions ouvertes pendant plusieurs jours, voire plusieurs semaines après la date de première livraison des autres contrats.

Comme l'obligation MCL du LGBH24 ne changera pas par rapport au contrat de décembre et en l'absence d'une option d'atout, le prix du report restera assez stable. Nous croyons que la décision de la Banque du Canada aura peu d'incidence sur les calculs afférents au report, ce qui limite le nombre de facteurs susceptibles de modifier la juste valeur.

FIGURE 12
Données essentielles sur le LGB

9-NOV-2023	LGBZ23	LGBH24	VARIATION
Cours de clôture	153,450	153,700	-0,250
Obligation la moins chère à livrer (MCL)	Canada 2,750 %, déc. 2055	Canada 2,750 %, déc. 2055	Aucun changement
Facteur de concordance de l'obligation MCL	0,5400	0,5412	
Date de livraison	18-déc-23	19-mars-24	
Base brute (cents)	-15,3	-47,2	
Base nette (cents)	-1,8	2,7	
Taux de pension implicite (jusqu'à la date de livraison)	5,23 %	4,96 %	
VM01/100 de l'obligation MCL	16,5	16,5	0,0 %
Intérêt en cours	931	0	
Obligations MCL en circulation (millions)	9 250	9 250	0
Multiple de l'intérêt en cours du contrat d'échéance rapprochée par rapport à l'obligation MCL	0,0x	0,0x	

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

Résumé de la livraison de septembre

Les investisseurs qui ont voulu profiter des options d'atout au Canada ont connu une piètre période de livraison de septembre, et ce, même si un nombre relativement élevé de contrats ont été livrés. Ainsi, le CGZ (2 ans) a connu plus de 8 000 livraisons; presque toutes ont fait l'objet d'un avis à la première date d'avis, et d'autres ont été livrées plus tard au cours du mois. C'est la même chose pour le CGF (5 ans), pour lequel aucun détenteur n'a conservé le contrat suffisamment longtemps pour profiter des rares reprises de fin de journée qui leur aurait permis de lever l'option d'atout.

Du côté du CGB (10 ans), les options d'atout étaient prisées dans le cadre des contrats U23. En effet, plus de 12 000 contrats ont mené à une livraison. À notre avis, cette période a déçu presque tous les participants, car pratiquement personne n'a pu livrer au moment idéal et presque toutes les positions avaient déjà fait l'objet d'une livraison avant l'apparition d'une possibilité intéressante le 18 novembre. Ce jour-là, 246 contrats ont fait l'objet d'un avis de livraison et ont permis d'encaisser un profit théorique d'un peu moins de 5 000 \$. D'autres possibilités moins intéressantes sont apparues par la suite et ont trouvé preneur, mais les gains étaient nettement inférieurs à ceux qu'offre habituellement le recours à l'option d'atout.

Valeur de l'option d'atout

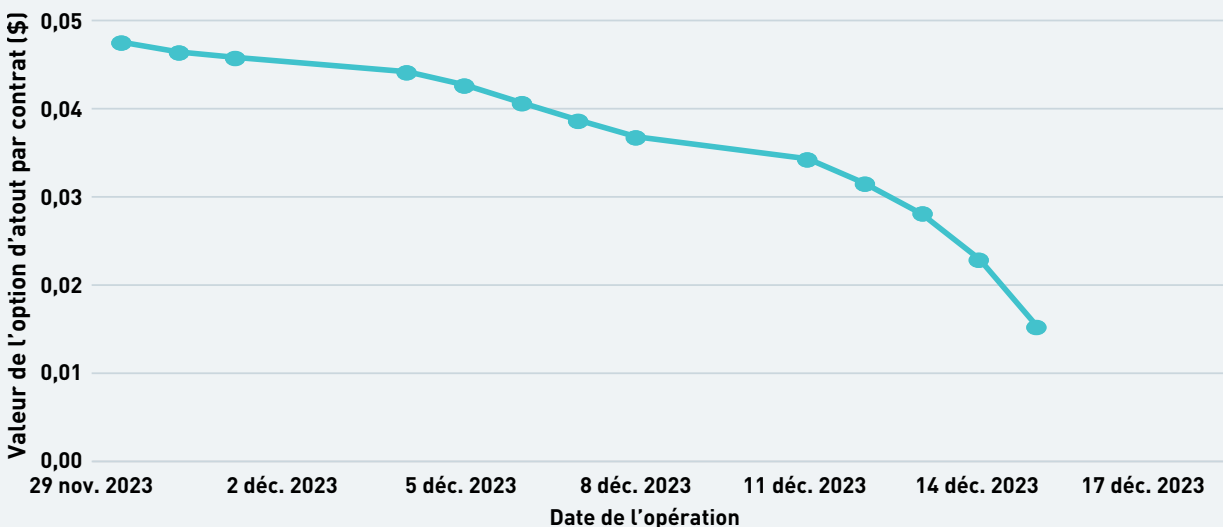
Le contrat LGB (30 ans) ne comporte pas d'option d'atout intégrée, et l'option d'atout intégrée au contrat CGZ (2 ans) n'a presque pas de valeur étant donné que les facteurs de concordance de l'obligation MCL sont très élevés.

Selon nos calculs, la valeur de l'option d'atout du CGFZ23 s'établit à moins d'un cent par contrat CGF – moins que pour la plupart des trimestres passés en raison d'une baisse de la volatilité en après-midi. Pendant la majeure partie de septembre et d'octobre, 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 au CGFZ23 a affiché un prix négatif pendant plusieurs jours. Toutefois, cette option est peu populaire, et presque toutes les positions ouvertes sont liquidées dès que cela devient possible pendant la période de livraison.

À l'approche de la livraison, les détenteurs de positions acheteur sur CGBZ23 pourraient certainement découvrir qu'une option d'atout est levée sur leur position si elle demeure ouverte en décembre. Les détenteurs de positions vendeur ont été patients en septembre : ils ont attendu pendant une semaine et demie, alors que le portage était négatif, avant de trouver quelques rares possibilités de donner un avis de livraison. Selon nos calculs, la valeur de l'option d'atout intégrée au CGB de décembre s'établit à environ 4,7 cents par contrat, ce qui est inférieur à la normale en raison des effets liés au calendrier, qui ne donne que 13 dates potentielles pour lever l'option d'atout ce trimestre. L'option verra son érosion s'accroître un peu (figure 13) en raison de la diminution du nombre de jours de livraison ce trimestre-ci.

FIGURE 13

Valeur de l'option d'atout du CGBZ23



REGARD VERS L'AVENIR ET occasions à saisir

- La Banque du Canada prendra une décision sur son taux d'intérêt le 6 décembre, et la Réserve fédérale en fera autant le 13 décembre. Les deux annonces auront lieu pendant la période de livraison. Aucune de ces annonces n'est susceptible d'influer sur le report, sauf si l'orientation concernant le taux du financement à un jour est remise en question. Il ne sera toutefois pas nécessaire de prendre en compte l'annonce de la Réserve fédérale ce trimestre-ci, car elle surviendra lors du dernier jour de négociation, alors que l'option d'atout intégrée à ces contrats aura disparu.
- Comme le coupon de l'obligation MCL du CGBH24 est supérieur à celui du Z23, les options d'atout intégrées aux contrats CGB seront moins intéressantes.
- Les adeptes de stratégies fondées sur la valeur relative auront accès à de nombreuses possibilités attrayantes du côté des rendements canadiens et américains. Sur le site Web de la Bourse de Montréal, nous publierons prochainement un court article qui expliquera comment repérer ces occasions, qui se situent essentiellement dans les échéances de plus de 5 ans.



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