

## BOURSE DE MONTRÉAL

# Couverture d'obligations provinciales à l'aide de contrats CGB

En raison du calendrier électoral, l'année 2018 pourrait offrir de belles occasions aux gestionnaires de portefeuille actifs sur le marché des obligations des gouvernements provinciaux. Dans le présent article, nous traitons du marché des obligations des gouvernements provinciaux et de la façon dont les contrats à terme sur obligations du gouvernement du Canada de dix ans (CGB<sup>MD</sup>) peuvent servir à couvrir les stratégies sur écart en amont des élections provinciales en Ontario qui se tiendront le 7 juin prochain.

### Marché des obligations des gouvernements provinciaux

Bien souvent, des occasions se présentent aux gestionnaires de portefeuille compétents actifs sur le marché des obligations des gouvernements provinciaux. Bien que dominé par les grands gestionnaires d'actifs, le marché des obligations provinciales demeure soumis aux développements propres aux provinces qui ont une incidence sur le prix relatif ou l'écart de rendement entre les obligations du gouvernement du Canada et les obligations émises par chacune des provinces. Parmi ces développements figurent les annonces budgétaires, les élections, les initiatives en matière de dépenses, de même que toutes les questions locales susceptibles d'avoir une incidence sur la stabilité du gouvernement, les besoins d'emprunt futurs, ou les deux. Mais les développements locaux ne présentent pas toujours un intérêt pour les plus grands acteurs de ce marché. En effet, bien souvent les gestionnaires jouent un rôle d'acteurs passifs qui conservent des obligations provinciales pendant de longues périodes dans des positions de portage positif de style classique. En conséquence, malgré son envergure considérable, le marché des obligations des gouvernements provinciaux présente une volatilité accrue des écarts du fait que les positions de portage à long terme sont essentiellement en retrait du marché.

En 2018, au moins trois élections générales auront lieu, ce qui devrait normalement avoir une incidence considérable sur les écarts des obligations provinciales. Le 7 juin, les électeurs ontariens se rendront aux urnes. Ils seront suivis par ceux du Nouveau-Brunswick, le 24 septembre, et ceux du Québec, le 1er octobre. De plus, l'électorat de la Colombie-Britannique pourrait être appelé aux urnes à tout moment, un litige opposant cette province à sa plus proche voisine menaçant de déstabiliser le gouvernement de coalition minoritaire qui s'accroche au pouvoir.

Les facteurs susceptibles d'avoir une incidence sur l'évolution du marché des obligations provinciales peuvent être classés en trois grandes catégories<sup>1</sup>.

1. Incertitude accrue ou réduite. Peu importe leur nature, les marchés récompensent la certitude par des primes de risque réduites. Par conséquent, les événements qui suscitent de l'incertitude comme les élections, la fragilisation des gouvernements ou encore les turbulences qui secouent d'autres marchés dont découlent en partie les recettes gouvernementales des provinces ont tendance à accentuer les écarts des obligations provinciales. L'inverse est aussi vrai lorsqu'il y a une réduction du niveau d'incertitude.

1. Nous n'abordons pas ici la question des modifications apportées aux cotes de crédit, ces changements n'étant en réalité qu'une réaction des agences de notation aux mêmes événements.

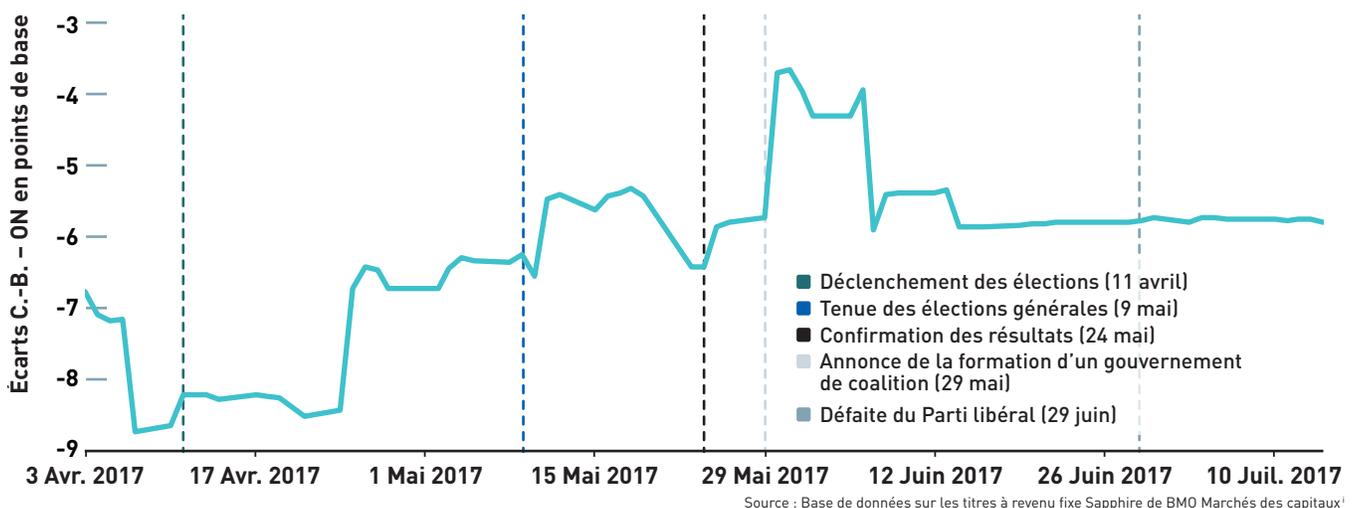
- Incidences sur les emprunts futurs. Les déficits budgétaires, au même titre que les nouvelles initiatives en matière de dépenses, tendent à accentuer les écarts des obligations provinciales. En effet, en l'absence de nouvelles sources de revenus, les dépenses excédentaires d'aujourd'hui nécessitent forcément le recours à de nouveaux emprunts. Les nouvelles initiatives en matière de dépenses mises de l'avant en amont de la tenue d'élections, l'effondrement des marchés de marchandises et les changements de gouvernement où un gouvernement enregistrant d'ordinaire des déficits importants<sup>2</sup> est remplacé par un gouvernement prônant la réduction de l'appareil gouvernemental ou des dépenses gouvernementales entrent tous dans cette catégorie. Les développements aux effets inverses contribuent plutôt à resserrer les écarts des obligations provinciales.
- Facteurs externes touchant d'autres marchés. Les écarts des obligations provinciales ne sont pas à l'abri des effets d'une hausse généralisée des primes de risque, du changement d'humeur des investisseurs ou encore du niveau des taux d'intérêt. Les écarts des obligations provinciales tendent à s'accroître sous le coup de l'aversion aux risques externes et à se resserrer de concert avec la propension à la prise de risques dans les autres marchés.

## Exemple empirique : la Colombie-Britannique en 2017

Les élections provinciales de 2017 en Colombie-Britannique (C.-B.) constituent un exemple probant, bien qu'empreint d'une volatilité inhabituelle. Entre le 11 avril 2017, date à laquelle les élections générales furent déclenchées<sup>3</sup>, le 9 mai, journée des élections, et le 29 juin, date à laquelle la coalition formée du NPD et du Parti vert a finalement défait le gouvernement libéral en place, les écarts des obligations du gouvernement de la C.-B. de 10 ans ont varié de neuf points de base, tant en valeur absolue que par rapport aux écarts des obligations du gouvernement de l'Ontario. Étant donné que les écarts des obligations du gouvernement de l'Ontario auraient dû augmenter ou diminuer au même rythme que ceux des titres d'emprunt du gouvernement de la C.-B. sur la base des facteurs externes (catégorie 3 ci-dessus), nous pouvons présumer que la volatilité relative des écarts des obligations de la C.-B. au cours de cette période ne fut pas attribuable à des facteurs de marché exogènes, mais plutôt à l'interprétation par les investisseurs des changements touchant les facteurs des catégories 1 et 2 ci-dessus.

La Figure 1 présente sous forme graphique le résultat des écarts des obligations de la C.-B. de 10 ans minorés des écarts des obligations du gouvernement de l'Ontario de 10 ans, ce qui permet de mettre en lumière les événements qui se sont produits pendant la période électorale. L'évolution vers le niveau supérieur du graphique (valeur négative moindre) indique un rendement inférieur des obligations de la C.-B. par rapport à celles de l'Ontario. Comme on peut le constater, l'écart entre les obligations de la C.-B. et celles de l'Ontario est passé d'environ -8,5 à -4 au cours de la période électorale tumultueuse, pour finalement se stabiliser à -6 après que ce soit dissipée à la mi-juin l'incertitude associée à la défaite du gouvernement sortant.

**FIGURE 1**  
**Écarts C.-B. – ON, élections générales de 2017 en C.-B.**



2. Ou du moins perçu comme tel. Les gouvernements de coalition qui d'ordinaire tendent à coopérer aux initiatives en matière de dépenses plutôt qu'aux initiatives d'austérité entrent également dans cette catégorie.  
3. À moins qu'elles ne soient déclenchées de façon anticipée, les élections en Colombie-Britannique ont lieu tous les quatre ans. Ainsi, la date des élections était connue à l'avance de l'électorat et des marchés..

# Élaboration de la stratégie

Sans entrer dans le détail, nous prenons note des structures suivantes qui peuvent permettre de tirer profit de la volatilité des écarts des obligations provinciales<sup>4</sup>. Bien qu'ils soient traditionnellement négociés par rapport aux obligations du gouvernement du Canada, les CGB constituent une option viable pour de nombreux investisseurs en raison de la liquidité accrue de ces contrats à terme, de l'allègement des efforts nécessaires à la réalisation d'opérations de pension sur titres à répétition en vue de financer des positions à découvert ou à effet de levier et de la certitude des taux de pension implicites préférable aux possibles compressions des titres mis en pension. En outre, l'utilisation d'un seul instrument de couverture, soit le CGB, plutôt que de multiples anciennes obligations de référence (ou même une seule obligation de 10 ans) peut réduire les coûts d'opération lors de la mise en œuvre et du dénouement des positions sur écart.

En général, il est possible de créer des stratégies fondées sur le resserrement d'écart (c.-à-d. sur un écart qui se réduit) en achetant une obligation provinciale et en vendant des contrats CGB à hauteur d'une valeur monétaire entraînant une sensibilité identique aux taux d'intérêt. Les opérations inverses permettent de créer des stratégies fondées sur l'élargissement d'écart relatif aux obligations provinciales.

La Figure 2 ci-dessous montre un exemple où un investisseur a trouvé deux obligations ontariennes attrayantes, puis les a couvertes au moyen de contrats CGB. Cette stratégie lui permettrait de profiter d'un éventuel resserrement des écarts sur les obligations du gouvernement de l'Ontario. Il serait également possible d'élaborer des portefeuilles plus complexes qui permettraient aux investisseurs de détenir<sup>5</sup> un grand nombre d'obligations différentes, dont la composante de taux d'intérêt serait couverte au moyen d'une seule position sur CGB ou encore d'un amalgame de positions sur CGB et sur contrats à terme sur obligations du gouvernement du Canada de cinq ans (CGF).

**FIGURE 2**  
**Structure fondée sur le resserrement d'écart des obligations de l'Ontario (deux obligations avec CGB)**

TITRE	VM01 du titre	Prix	Valeur notionnelle / contrats	VM01 totale
<b>Achat d'une obligation de l'Ontario à 2,4 % échéant en 2026</b>	7.0	96 457	14 263 000	10 000
<b>Achat d'une obligation de l'Ontario à 2,6 % échéant en 2027</b>	7.8	97 126	12 739 000	10 000
<b>Vente de CGBM18</b>	9.9	130 900	-203 000	-20 047
				-48

Source : CanDeal et Bourse de Montréal

La structure susmentionnée devrait être presque entièrement à l'abri des effets des variations du niveau global des taux d'intérêt, bien sûr, mais aussi relativement à l'abri des effets des variations de la pente de la courbe en raison des dates d'échéance qui sont étroitement appariées. De fait, dans le cas des obligations provinciales de 10 ans anciennement émises, les contrats CGB peuvent aider à réduire le risque lié à la pente<sup>6</sup> par rapport à la couverture d'obligations provinciales au moyen d'obligations du gouvernement du Canada récemment émises.

Comme pour toute bonne analyse de stratégie, il importe d'évaluer le portage et le glissement vers le bas de la courbe de rendement au fil du temps afin d'estimer le potentiel d'accumulation ou de dépréciation évolutive. Par souci de concision, cette analyse ne sera pas présentée dans le présent article. Toutefois, comme c'est souvent le cas avec les stratégies sur écart, les structures fondées sur le resserrement d'écart donnent presque toujours lieu à un portage positif dans le temps, contrairement aux structures fondées sur l'élargissement d'écart qui se traduisent d'ordinaire par un portage négatif.

4. Il s'agit en fait de techniques générales de couverture qui ne sont pas propres aux obligations provinciales. Ces techniques peuvent servir à la négociation fondée sur des écarts de taux, l'inflation implicite, des écarts de swap, des écarts de taux hypothécaires, etc.

5. Ou encore de maintenir à la fois des positions acheteur et vendeur sur obligations.

6. Une stratégie de couverture encore plus sophistiquée pourrait s'appuyer sur des paramètres de régression pour pondérer les contrats CGB en fonction de la sensibilité du rendement de l'obligation provinciale par rapport au rendement de l'obligation la moins chère à livrer.

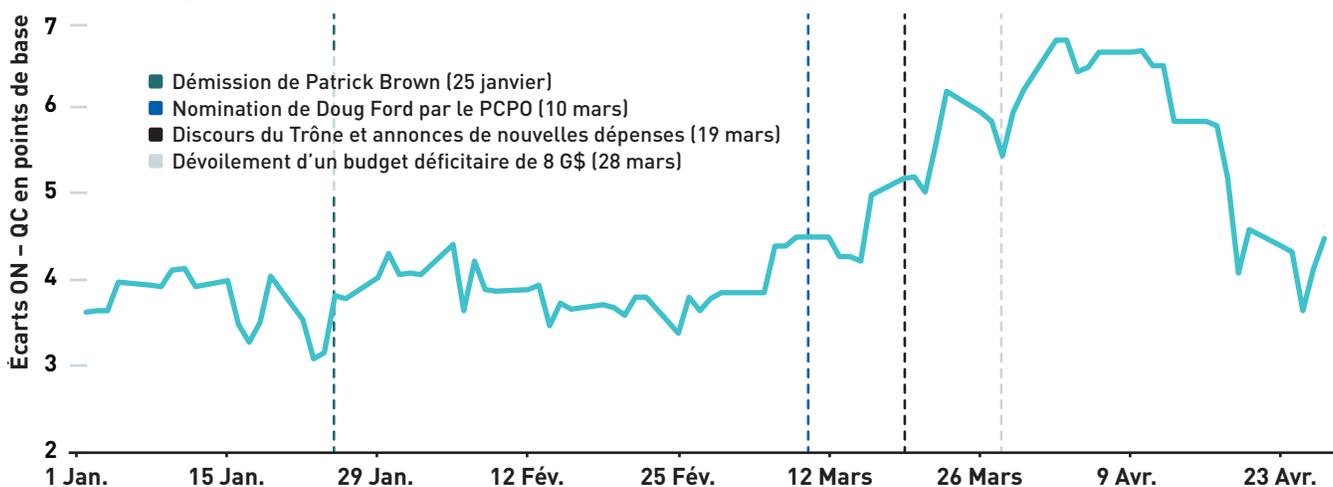
# L'Ontario en 2018

Presque tous les sondages d'opinion portant sur les élections générales qui se tiendront en juin prochain en Ontario indiquent que le Parti progressiste-conservateur de l'Ontario (PC) triomphera du Parti libéral actuellement en place. Il convient de noter que dans cette élection l'électorat s'apprête vraisemblablement à défaire un gouvernement qui a multiplié les promesses en matière de dépenses à venir pour le remplacer par un parti qui semble<sup>7</sup> plutôt prôner l'austérité ou du moins une réduction de l'appareil gouvernemental<sup>8</sup>. Compte tenu de l'importante avance dont jouissent les conservateurs et de leur réticence à égaler les dépenses gouvernementales promises par les libéraux au pouvoir, on s'attendrait, toutes choses étant égales par ailleurs, à un resserrement des écarts des obligations du gouvernement de l'Ontario. Depuis le début du cycle électoral, cela n'a toutefois pas toujours été le cas.

Qu'à cela ne tienne, cette dynamique s'est peut-être déjà installée en partie, comme on peut l'observer sur le graphique de la Figure 3 qui présente les écarts des obligations provinciales de l'Ontario par rapport à celles du gouvernement du Québec depuis le début de l'année<sup>9</sup>. Comme le montre clairement le graphique, les écarts des obligations de l'Ontario se sont accentués par rapport à ceux des obligations du Québec, passant d'environ 3,5 points de base de plus qu'au Québec à 6,5 points de base de plus qu'au Québec dans la foulée de la multiplication des annonces d'initiatives en matière de dépenses faites par le gouvernement libéral, lesquelles ont finalement donné lieu au budget déficitaire présenté le 28 mars dernier. Cependant, peu de temps après, les écarts ont commencé à se resserrer sérieusement lorsque les participants au marché ont (vraisemblablement) pris acte des sondages qui révélaient que les nouveaux programmes de dépenses ne seraient jamais mis en œuvre en raison d'une défaite du gouvernement libéral le 7 juin. De fait, cinq semaines à peine avant les élections, les écarts des obligations de la province de l'Ontario ne sont que d'un point de base supérieurs à ce qu'ils étaient en janvier dernier. Nous ne nous attendons pas à ce que cela perdure au fur et à mesure que la couverture médiatique s'accroît et que la date des élections approche.

Au cours de la prochaine campagne électorale, les écarts des obligations du gouvernement de l'Ontario s'amplifieront probablement de nouveau en diverses occasions, au fur et à mesure que les marchés tenteront de prévoir le résultat des élections générales. Peut-être l'élément catalyseur sera-t-il une baisse de la popularité des conservateurs dans les sondages d'opinion, une piètre performance de leur part lors d'un débat télévisé ou encore une impression de vulnérabilité se dégageant d'eux en d'autres circonstances. Compte tenu de l'avance considérable et de la philosophie générale du vainqueur probable, la probabilité est élevée que les écarts dégagés des stratégies sur les obligations de l'Ontario seront modestes si le Parti progressiste-conservateur prend le pouvoir. Les variations d'écart durant la campagne électorale donneront presque certainement lieu à des occasions intéressantes pour les gestionnaires de portefeuille qui géreront de façon opportuniste et active leurs portefeuilles au fil de l'évolution du cycle électoral au cours du prochain mois.

**FIGURE 3**  
**Écarts ON – QC, 2018**



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

7. Au cours des dernières décennies, les conservateurs et les libéraux ont essentiellement accumulé des déficits budgétaires pendant qu'ils étaient au pouvoir. Force est de constater qu'au Canada il y a peu de corrélation entre les déficits budgétaires des gouvernements et le positionnement du parti au pouvoir sur l'éventail politique.  
8. En date du 3 mai, le Parti progressiste-conservateur de l'Ontario n'avait toujours pas dévoilé son programme électoral officiel.  
9. Cette paire d'écarts serait normalement présentée comme le résultat de l'écart relatif aux obligations du gouvernement du Québec minoré de celui relatif aux obligations de l'Ontario (soit un écart négatif), mais nous avons choisi de l'inverser ici pour rendre l'interprétation du graphique de la Figure 3 identique à celle du graphique de la Figure 1.



Kevin Dribnenki écrit des articles sur les dérivés sur titres à revenu fixe et les possibilités qu'offrent les marchés canadiens. M. Dribnenki a géré pendant plus de dix ans des portefeuilles de titres à revenu fixe à valeur relative, d'abord à titre de gestionnaire de portefeuille pour le Régime de retraite des enseignantes et des enseignants de l'Ontario, puis pour la société BlueCrest Capital Management. Au cours de cette période, il a géré des portefeuilles d'obligations canadiennes sur le marché au comptant ainsi que des portefeuilles internationaux alpha à effet de levier. Il a aussi donné plusieurs conférences sur les titres à revenu fixe et les dérivés. Il est titulaire d'un baccalauréat en économie de l'Université de Victoria et d'un MBA de la Richard Ivey School of Business, et il est analyste financier agréé (CFA).

## Pour plus d'information, contactez :

T : +1 514 871-3501

C : [irderivatives@tmx.com](mailto:irderivatives@tmx.com)

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

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

© Bourse de Montréal Inc., mai 2018

Les opinions exprimées dans ce document ne représentent pas nécessairement le point de vue de Bourse de Montréal Inc. Le présent document est offert à titre informatif uniquement. Les informations contenues dans le présent document, y compris les données financières et économiques, les cours boursiers ainsi que les analyses et interprétations de ceux-ci, sont fournies à titre informatif seulement et ne doivent en aucun cas être interprétées dans quelque territoire que ce soit comme un conseil ou une recommandation concernant l'achat ou la vente d'instruments dérivés, de titres sous-jacents ou d'autres instruments financiers, ou comme un conseil de nature juridique, comptable, fiscale ou financière ou un conseil de placement. Bourse de Montréal Inc. vous recommande de consulter vos propres conseillers en fonction de vos besoins avant de prendre des décisions afin de tenir compte de vos objectifs de placement, de votre situation financière et de vos besoins individuels. Bourse de Montréal Inc., ses sociétés affiliées, ses administrateurs, ses dirigeants, ses employés et ses mandataires ne pourront être tenus responsables des dommages, des pertes ou des frais découlant d'éventuelles erreurs ou omissions dans le présent document, de l'utilisation de renseignements figurant dans celui-ci ou des décisions prises sur la base de ceux-ci.

« BAX<sup>MD</sup> », « OBX<sup>MD</sup> », « ONX<sup>MD</sup> », « OIS-MX<sup>MC</sup> », « CGZ<sup>MD</sup> », « CGF<sup>MD</sup> », « CGB<sup>MD</sup> », « LGB<sup>MD</sup> », « OGB<sup>MD</sup> », « SXO<sup>MD</sup> », « SXF<sup>MD</sup> », « SXM<sup>MD</sup> », « SCF<sup>MD</sup> », « SXA<sup>MD</sup> », « SXB<sup>MD</sup> », « SXH<sup>MD</sup> », « SXY<sup>MD</sup> » et « USX<sup>MD</sup> » sont des marques déposées de la Bourse.

« OBW<sup>MD</sup> », « OBY<sup>MD</sup> », « OBZ<sup>MD</sup> », « SXK<sup>MD</sup> », « SXU<sup>MD</sup> », « SXJ<sup>MD</sup> », « SXV<sup>MD</sup> », Bourse de Montréal et son logo sont des marques de commerce de la Bourse. « TMX<sup>MD</sup> » et « Groupe TMX<sup>MD</sup> » sont des marques déposées de TSX Inc.