

Fin de la pénurie de livraisons

Résumé

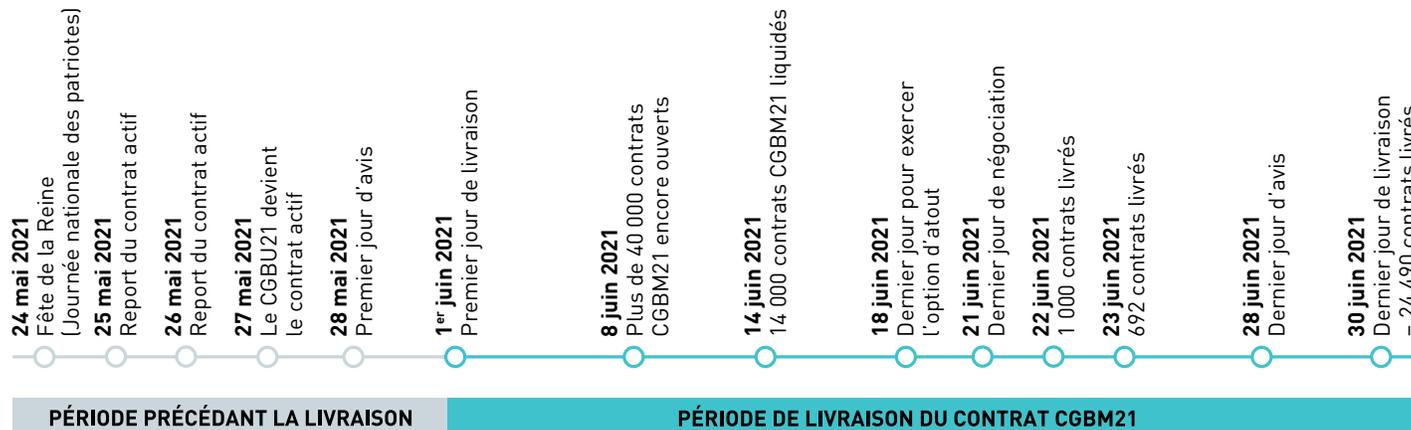
Un nombre anormalement élevé de contrats CGBM21 n'ont pas été liquidés avant le début de la période de livraison de juin. Sans pouvoir connaître à coup sûr les intentions des investisseurs, nous supposons que certains d'entre eux étaient déterminés à convertir leurs positions acheteur sur le contrat CGBM21 en obligations au comptant en forçant les vendeurs à effectuer une livraison¹. Cette stratégie astucieuse et probablement très payante sera très difficile à reproduire plus tard.

Contexte

Dans la figure 1, ci-dessous, vous trouverez un résumé des dates et des événements importants mentionnés dans le présent article.

FIGURE 1

Calendrier de livraison du CGBM21 – Dates et événements importants



Source : Bourse de Montréal, Corporation canadienne de compensation de produits dérivés

Lors d'une période de livraison normale, à peine 1 % de l'intérêt en cours du contrat à terme sur obligations du gouvernement du Canada de 10 ans (CGB) demeure dans l'ancien contrat après le report vers le nouveau contrat actif. Une fois la livraison commencée, les opérations liquidatives et les livraisons sont généralement limitées, et ce, jusqu'à ce que l'intérêt en cours tombe à zéro, habituellement à la fin du contrat. C'est essentiellement la même dynamique qui se produit du côté des contrats à terme de 2 ans (CGZ) et de 5 ans (CGF), en ce sens que seulement 1 % à 2 % de l'intérêt en cours maximal trimestriel fait l'objet d'une livraison.

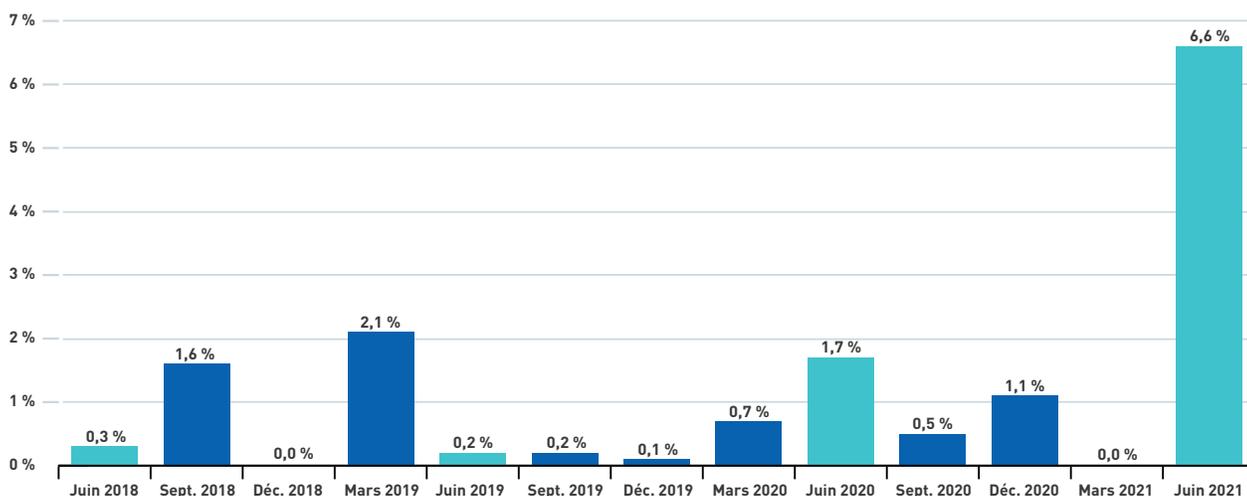
Dernièrement, et tout particulièrement pendant la faiblesse des taux découlant de la pandémie de COVID-19, le nombre de livraisons était pratiquement nul en raison d'une optionalité faible, voire inexistante. Dans ce contexte, les contrats à terme sont devenus un substitut presque parfait de l'obligation la moins chère à livrer (MCL). Cette pénurie de livraisons a pris fin ce trimestre, puisqu'un nombre relativement élevé de contrats CGBM21 étaient encore ouverts après le premier avis et pendant la période de livraison, ce qui est rarissime.

¹ L'auteur ne connaît pas les activités internes de la MX et n'a accès à aucune information privilégiée.

Pour démontrer le caractère inhabituel de ce phénomène, nous présentons l'intérêt en cours du CGB une semaine après le début de la période de livraison. Cette valeur est exprimée en pourcentage de l'intérêt en cours total du CGB attribuable à d'anciens contrats susceptibles d'être livrés par rapport au nouveau contrat actif, dont la date de livraison est dans plusieurs mois. La figure 2 montre clairement qu'au 8 juin 2021, 6,6 % de l'intérêt en cours total² du CGB portait sur d'anciens contrats. Ce chiffre est nettement supérieur à celui des 12 périodes de report précédentes. En fait, il représente plus du triple de celui pour la période de report la plus importante (mars 2019). Toujours à la figure 2, les contrats de juin apparaissent dans une couleur différente (en bleu pâle), ce qui permet de repérer facilement le changement annuel d'obligation MCL. Cependant, ce facteur semble jouer un rôle négligeable dans le phénomène observé en juin 2021.

FIGURE 2

Intérêt en cours du contrat précédent en pourcentage du total au 8^e jour du mois de livraison



Source : Bourse de Montréal

Raisons possibles du choix de conserver un contrat M21

Voici quelques raisons qui expliqueraient pourquoi des investisseurs auraient conservé leur position (acheteur ou vendeur) sur contrat à terme après le début de la période de livraison.

Écart de prix

Il arrive qu'un investisseur conserve une position sur l'ancien contrat parce qu'à son avis, le coût du report vers le contrat actif est trop élevé par rapport à celui de faire ou de recevoir une livraison. Si l'investisseur détenait une position acheteur, il pourrait refuser de vendre un contrat M21 si sa valeur est moindre que celle des obligations ou du contrat U21. Pour ce faire, il pourrait attendre que le vendeur lui livre des obligations, ce qui revient essentiellement à refuser une opération dont le prix est peu intéressant. Le même principe s'appliquerait à une position vendeur, sauf que ce serait le vendeur qui déciderait du moment de la livraison et qui détiendrait une option à cet égard, malgré qu'elle ait peu de chances d'être profitable ce trimestre (voir ci-après).

Cette hypothèse ne cadre pas avec les données dont nous disposons sur le contrat M21, que ce soit pour la période de report ou même la première semaine de livraison. Selon nos calculs, la juste valeur du report M21-U21 au 8 juin s'établissait à -4,28, alors qu'au 9 juin, la valeur au marché (certaines opérations ayant été exécutées dans ces alentours) était pratiquement la même. Par conséquent, les acheteurs et vendeurs pouvaient décider de liquider leurs positions sur contrats M21³. Jusqu'aux jours précédant la fin de la période de négociation, les prix des contrats M21 et U21 se rapprochaient de ceux des obligations, compte tenu de la faiblesse du taux cible et du taux de pension de la Banque du Canada.

Option d'atout

Un investisseur peut maintenir une position ouverte pendant la période de livraison pour tenter de profiter de son option d'atout. Cette possibilité ne s'applique toutefois qu'à une position vendeur sur contrat à terme⁴. Dans ce cas-ci, l'investisseur maintient une forte position acheteur sur la base en partant du principe que le prix de l'obligation échéant en juin 2029 – l'obligation MCL du contrat M21 – augmentera entre l'heure quotidienne d'établissement des prix aux fins de règlement du contrat à terme (15 h) et l'heure limite pour les avis de livraison (17 h 30). Ici, l'acheteur peut vendre son excédent de livraison (la différence entre sa position acheteur sur obligations et les obligations à livrer pour sa position vendeur sur CGB) à un prix supérieur au cours de clôture du contrat à terme, puis livrer le reste des obligations afin de satisfaire aux conditions du contrat.

² Il s'agit de la somme de l'intérêt en cours des contrats CGBM21 et CGBU21.

³ Cela dit, l'intérêt en cours ne diminue que si les acheteurs et les vendeurs veulent liquider leurs positions.

⁴ Pour obtenir un exemple d'exercice réussi d'une option d'atout, consultez l'article intitulé Étude de cas sur le CGB : l'exercice de l'option d'atout.

L'expérience passée montre qu'il est possible de réussir l'exercice d'une option d'atout. Cependant, la fluctuation du prix de l'obligation MCL doit être suffisante pour justifier la liquidation de la position acheteur sur la base présentant un portage positif. Dans le plus récent article de la série Le point sur les reports entre contrats⁵, nous avons conclu que le seuil de changement de prix post-clôture nécessaire pour réussir l'exercice d'une option d'atout était trop élevé pour justifier une telle spéculation à l'égard du CGBM21. À la figure 3, nous avons recalculé le prix à atteindre chaque jour entre 15 h et 17 h 30. Ce prix recule de jour en jour du fait que la position acheteur sur la base accumule lentement un portage positif.

FIGURE 3

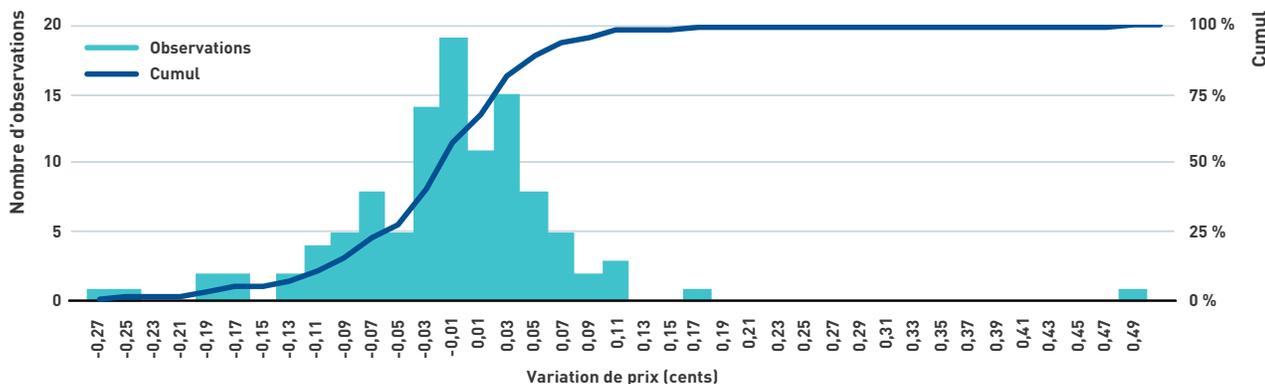
Seuil pour l'exercice de l'option d'atout du CGBM21

DATE	PORTAGE RESTANT (\$ PAR CONTRAT)	VARIATION MINIMALE DU PRIX DE L'OBLIGATION MCL POUR EXERCER L'OPTION D'ATOUT
28-Mai-2021	205,84	0,668
31-Mai-2021	198,74	0,645
1-Juin-2021	191,65	0,622
2-Juin-2021	184,55	0,599
3-Juin-2021	163,25	0,530
4-Juin-2021	156,16	0,507
7-Juin-2021	149,06	0,484
8-Juin-2021	141,96	0,461
9-Juin-2021	134,86	0,438
10-Juin-2021	113,57	0,369
11-Juin-2021	106,47	0,346
14-Juin-2021	99,37	0,323
15-Juin-2021	92,27	0,300
16-Juin-2021	85,18	0,277
17-Juin-2021	63,88	0,207
18-Juin-2021	56,78	0,184

La figure 4 présente un histogramme de la variation quotidienne du cours de l'obligation MCL du CGBM21 entre 15 h et 17 h jusqu'au 8 juin 2021. Comme on peut le constater, l'exercice de l'option d'atout ne serait profitable qu'à une seule date⁶. La variation de prix moyenne est presque nulle, alors que pour réussir son pari, un spéculateur sur option d'atout aurait besoin d'une fluctuation de prix de plus de trois fois l'écart-type. C'est ce que doit retenir un investisseur chevronné qui voudrait effectuer des opérations en position acheteur sur la base dans le but de dégager des profits sur une option d'atout intégrée. Dans ces conditions, la stratégie constitue un moyen peu efficace de prendre des risques. Une forte augmentation de prix à la toute fin de la journée demeure possible, quoique peu probable. Par conséquent, nous avons tendance à écarter ce facteur⁷ pour expliquer l'ampleur de l'intérêt en cours restant.

FIGURE 4

Variation du prix de l'obligation du Canada à 2,25 % échéant en juin 2029 entre 15 h et 17 h depuis le 1^{er} janvier 2021



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

⁵ Le point sur les reports entre contrats publié par la Bourse de Montréal en mai 2021.

⁶ À la date de fin, le 26 février 2021, qui correspond à la mini-correction d'une braderie d'obligations.

⁷ Sans toutefois l'éliminer complètement, puisqu'en raison des cours en vigueur à la fin de mai, l'option intégrée ne coûtait pratiquement rien. Par contre, les profits théoriques correspondent rarement aux profits réels, et dans la plupart des institutions, une forte option d'atout pourrait être trop risquée et trop lourde de conséquences sur le bilan pour justifier l'opération malgré sa faible probabilité de profit.

Au bout du compte, la dernière période de report trimestrielle ne permettait pas d'exercer l'option d'atout. L'obligation MCL a connu une hausse de prix prometteuse de 14 cents le 10 juin entre 15 h et 17 h, mais cette variation était inférieure de plus de moitié à ce qui aurait justifié l'exercice de l'option d'atout du contrat CGBM21 ce jour-là. Les autres après-midi étaient tranquilles : les obligations échéant en juin 2029 n'ont connu pratiquement aucune fluctuation de prix entre 15 h et 17 h.

Variation du taux cible à un jour

Il existe une stratégie de spéculation encore moins probable, selon laquelle l'investisseur conserverait ses contrats M21 pour spéculer que la Banque du Canada hausserait son taux cible à un jour avant la fin de juin.

Si cette stratégie est improbable, c'est d'abord parce que la banque centrale était catégorique : elle n'avait aucune intention de modifier son taux cible de sitôt. C'est une réalité dont tient compte le taux de pension implicite applicable à tous les contrats à terme entraînant une livraison physique, tout comme le marché des swaps sur taux d'intérêt à un jour et le marché des contrats à terme sur acceptations bancaires (BAX). De plus, même si la banque centrale haussait son taux contre toute attente, l'opération ne serait pas particulièrement profitable pour le vendeur, compte tenu du délai limité avant la livraison. Si le taux avait augmenté de 25 points de base le 8 juin, le profit se serait élevé à quelque 1,5 cent ou 0,15 point de base. Encore une fois, un portefeuille actif n'enregistrerait que des gains négligeables, compte tenu de la très faible probabilité que la Banque du Canada hausse les taux alors que l'économie du pays continue de pâtir des fermetures causées par la pandémie.

Intérêt d'un camp pour la position sur obligations

Un motif plus probable de conserver une position sur le contrat M21, autant pour l'acheteur que le vendeur, serait de souhaiter la livraison physique de la position sur obligations. Par exemple, l'acheteur aurait pu souhaiter obtenir des obligations au comptant, ou le vendeur aurait pu être peu enclin à liquider ses positions, préférant livrer des obligations. Il suffit que l'un de ces scénarios soit vrai pour qu'une contrepartie soit obligée de maintenir une position ouverte⁸.

Les investisseurs pourraient avoir appliqué une stratégie populaire fondée sur une accentuation de l'écart de rendement au début de l'année, en achetant l'obligation de 5 ans et en vendant le contrat à terme de 10 ans (CGB), pour ensuite la liquider entièrement sur le marché au comptant. Ces investisseurs auraient alors dû convertir en obligations le reste de leur position vendeur sur le contrat CGBM21 pour éliminer complètement le risque, ce qu'ils auraient pu faire en effectuant simplement la livraison, à l'égard de leur position vendeur sur le contrat, des obligations échéant en juin 2029 achetées sur le marché au comptant pour dénouer la stratégie d'accentuation de l'écart de rendement. Si cette explication repose une bonne dose de spéculation, elle pourrait permettre de comprendre pourquoi certains investisseurs voudraient livrer les obligations : il s'agit, selon le cas, de l'opération initiale ou liquidative la moins dispendieuse.

Une pénurie de livraisons?

Nous avons d'abord évoqué la possibilité d'une pénurie de livraisons il y a environ un an, lorsque la Banque du Canada commençait à accumuler des positions importantes. Notre hypothèse voulait que la banque centrale détienne beaucoup d'obligations MCL et que leur montant disponible diminue considérablement pendant que l'intérêt en cours du CGB augmente chaque trimestre. Nous avions postulé que les vendeurs pourraient hausser leurs enchères sur l'obligation MCL pour en acquérir un nombre qui leur permettrait de respecter les conditions des contrats qu'ils ont vendus, mais ce scénario est loin d'être intéressant. Ironiquement, nous avons abandonné cette hypothèse et à la fin de mai, nous avons déclaré que ce scénario était peu susceptible de se concrétiser, compte tenu de l'absence d'éléments probants depuis plusieurs trimestres et de l'augmentation du programme d'emprunt de la banque centrale. Quelques jours plus tard, les rapports sur l'intérêt en cours donnaient raison à notre hypothèse initiale, alors que nous l'avions abandonnée.

Nous ne pouvons pas déterminer avec certitude si l'intérêt en cours restant du CGBM21 provenait des positions acheteur ou vendeur, mais nous savons hors de tout doute que la position au 8 juin représentait un volume élevé d'obligations ainsi qu'une proportion importante des obligations échéant en juin 2029 disponibles. En fait, les 41 592 contrats encore ouverts au 8 juin représentaient 80 % de l'émission non détenue par la Banque du Canada⁹. S'il avait été impossible d'emprunter des obligations en grande quantité auprès de la banque centrale, la situation aurait été particulièrement problématique pour les vendeurs des contrats CGBM21.

Comme le montre le calendrier à la figure 1 ci-dessus, entre le 8 et le 21 juin (le dernier jour de négociation), quelque 15 000 positions sur le contrat CGBM21 ont été liquidées, de sorte que l'intérêt en cours a reculé à un peu plus de 26 000 contrats, ce qui représente 50 % de toutes les obligations échéant en juin 2029 non détenues par la Banque du Canada.

Les vendeurs n'ayant pas la possibilité de puiser dans les réserves d'obligations de la banque centrale ont peut-être dû augmenter l'enchère sur les obligations échéant en juin 2029 pour être certains d'avoir suffisamment d'obligations à livrer à la fin de juin¹⁰.

⁸ Nous avons bien dit « une contrepartie » et non « la contrepartie ». En effet, pour que l'opération ait lieu, la contrepartie initiale doit liquider sa position, mais un autre investisseur doit prendre la relève.

⁹ Au total, la valeur nominale des obligations à 2,25 % échéant en juin 2029 est de 12,3 milliards de dollars. Sur ce montant, la Banque du Canada détient 7,069 milliards de dollars et a prêté 1,041 milliard.

¹⁰ Nous avons d'abord évoqué cette possibilité il y a environ un an, lorsque la Banque du Canada commençait à accumuler des positions importantes. Ironiquement, nous avons abandonné cette hypothèse et il y a un mois à peine, nous avons déclaré qu'il était pratiquement impossible que ce scénario se concrétise, compte tenu de l'absence d'éléments probants depuis plusieurs trimestres et de l'augmentation du programme d'emprunt de la banque centrale.

Compte tenu de la pénurie potentielle d'obligations échéant en juin 2029 à livrer, nous croyons que les vendeurs de contrats préféreraient liquider leur position et que ce sont les acheteurs qui étaient réticents à liquider leurs positions ouvertes sur le contrat CGBM21. En fait, peu de temps avant le dernier jour de négociation, le 21 juin, nous avons remarqué que le contrat M21 était assorti d'un cours acheteur, mais d'aucun cours vendeur (les anciens contrats sont souvent illiquides). Bien qu'elle ne soit pas scientifique, cette observation contribue à confirmer notre théorie.

Une pénurie de livraisons supposerait ce qui suit :

1. Un seul investisseur (ou un petit groupe) était réticent à liquider sa position acheteur, ce qui est peu probable compte tenu des 40 000 contrats en vigueur le 8 juin¹¹, dont la VM01 dépassait les 4 millions de dollars. Au bout du compte, les obligations livrées correspondaient à plus de la moitié de ce montant.
2. La Banque du Canada n'a pas réussi à prêter (ou même à vendre) des obligations pour assurer le bon fonctionnement du marché obligataire, et ce, même si elle détient suffisamment d'obligations échéant en juin 2029.

Fin de période

Les vendeurs ont conservé leurs positions jusqu'au dernier moment. Aussi, un peu plus de 26 000 contrats ont fait l'objet d'une livraison au plus tard le 30 juin – souvent à la date limite. Le jour de livraison, nous n'avons observé aucune aberration importante en ce qui concerne les cours de clôture des obligations MCL, que ce soit pour le contrat M21 ou le U21. Cela dit, les obligations échéant en juin 2029 se sont appréciées d'environ un point de base, possiblement en raison des difficultés de livraison attendues.

Les données publiques nous permettent de conclure que durant la période de livraison, les acheteurs ont sûrement profité de l'augmentation de prix du contrat M21 par rapport à celui du contrat U21 actif. Dans la plupart des cas, il n'a pas été nécessaire de puiser dans les obligations détenues par la Banque du Canada. En effet, cette réserve n'a servi qu'à environ 40 % des livraisons, selon les données sur les opérations de pension publiées par la banque centrale.

Les cours de clôture démontrent que dans le cas extrême, l'obligation MCL, échéant en juin 2029, s'est appréciée d'environ un point de base par rapport à l'obligation échéant en juin 2030 (soit l'obligation MCL du contrat CGBU21). Les investisseurs alertes gérant cette position auraient pu facilement profiter de cette différence en appliquant quelques stratégies de sortie : liquider les contrats (au début du cycle de livraison, alors que la liquidité est raisonnable) ou couvrir la position avec des obligations échéant en juin 2029 ou des obligations voisines, lorsque le contrat arrivant à échéance cesse d'être liquide. Sur cette opération à effet de levier prononcé, cette hausse d'un point de base se traduit par un profit d'environ 4 millions de dollars pour l'acheteur. Bien entendu, le montant exact dépend du moment de l'opération ainsi que de la couverture de l'investisseur.

L'après-CGBM21

Les investisseurs, tout particulièrement les vendeurs potentiels de CGB ou de tout autre contrat exigeant une livraison physique, voudront certainement savoir si les événements de juin 2021 sont un cas isolé ou s'ils risquent de se reproduire. Cela dit, il est peu probable qu'on assiste à une pénurie d'obligations MCL du contrat CGB avant longtemps. Cette prédiction part du principe que la dynamique du contrat U21 a changé :

1. Compte tenu de l'augmentation des émissions d'obligations pendant la pandémie, le nombre d'obligations en circulation sur le marché, déduction faite de celles détenues par la Banque du Canada, a été multiplié par cinq.
2. Le nombre d'obligations dans le panier de livraison a augmenté, et leurs échéances ne seront plus espacées d'un an.
3. Si l'acheteur couvrait sa position sur contrats CGBU21 (ce qui est très probable compte tenu de l'efficacité de cette décision), l'opération ne pourrait se reproduire qu'advenant le changement des obligations MCL des contrats. Sinon, les deux contrats s'apprécieraient autant que l'obligation à livrer. Même si les changements d'obligation MCL deviendront plus fréquents après juin 2022, le nombre d'obligations livrables augmentera considérablement.

Par conséquent, nous croyons qu'il s'agissait d'un scénario rare, découlant à la fois de la réduction du nombre d'obligations livrables et de la possibilité de couvrir une position acheteur sur contrat CGBM21 à l'aide d'un autre contrat qui, fait important, était assorti d'une autre obligation livrable. Cette combinaison ne se reproduira pas de sitôt, puisque les émissions d'obligations de 10 ans sont abondantes.

¹¹ Ce scénario demeure toutefois possible, car la limite de position du CGB s'élève à plus de 53 000 contrats.



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

irderivatives@tmx.com

[Apprenez-en plus](#) sur le contenu institutionnel

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, 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 Marchés des capitaux » est une marque de commerce de la Banque de Montréal, utilisée avec autorisation.

© Bourse de Montréal Inc., 2021. Tous droits réservés. Il est interdit de reproduire, de distribuer, de vendre ou de modifier le présent article sans le consentement préalable écrit de Bourse de Montréal Inc. Les renseignements qui figurent dans le présent article sont fournis à titre d'information seulement. Les points de vue, les opinions et les conseils exprimés dans cet article reflètent uniquement ceux de son auteur. Le Groupe TMX et ses sociétés affiliées ne cautionnent pas la présente publication. Ni Groupe TMX Limitée ni ses sociétés affiliées ne garantissent l'exhaustivité des renseignements qui figurent dans le présent article 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 au présent document pour de tels conseils. L'information présentée ne vise pas à encourager l'achat de titres ou de dérivés 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 article. CGB, CGF, CGZ, Bourse de Montréal et MX sont des marques de commerce de Bourse de Montréal Inc. TMX, le logo de TMX, « The Future is Yours to See. » et « Voir le futur. Réaliser l'avenir. » sont des marques de commerce de TSX Inc. et elles sont utilisées sous licence.