

BOURSE DE MONTRÉAL

LGB : un guide pour les utilisateurs du contrat CGB

Sur la courbe canadienne des contrats à terme, le lancement du contrat à terme sur obligations du gouvernement du Canada de 30 ans (LGB^{MC}) a apporté une source de liquidité bienvenue. Ses caractéristiques sont très semblables à celles du contrat à terme sur obligations du gouvernement du Canada de 10 ans (CGB^{MC}). Par conséquent, les adeptes du CGB devraient être en mesure d'adopter rapidement le nouveau produit, tout particulièrement à la lumière de ses modifications récentes. Destiné aux utilisateurs du CGB, cet article présente quelques caractéristiques du LGB de 30 ans qui méritent une attention particulière.

Longueur importante du temps restant jusqu'à l'échéance

Le panier de livrables du LGB est composé d'obligations canadiennes dont le temps jusqu'à l'échéance dépasse les 28,5 ans, ce qui signifie évidemment que le contrat sera un substitut pour les obligations à très longue échéance – généralement l'obligation de référence à long terme actuelle sur le marché au comptant, l'obligation de référence précédente¹ ou même l'obligation adjudgée². Par conséquent, lorsque l'une d'entre elles devient l'obligation la moins chère à livrer (MCL), les possibilités d'obligations à livrer ne manquent pas.

Pour le premier contrat assujéti aux nouvelles règles de livraison³, le panier de livrables comprend l'obligation du gouvernement du Canada à 2 % échéant en décembre 2051 (obligation échéant en 2051) et l'obligation du gouvernement du Canada à 1,75 % échéant en décembre 2053 (obligation échéant en 2053), la première étant vraisemblablement l'obligation MCL. À l'heure actuelle, l'obligation échéant en 2051 est l'obligation de référence à long terme, alors que celle échéant en 2053 est l'obligation adjudgée. Le notionnel en circulation de la première a atteint presque 52 milliards de dollars en raison de la pandémie, ce qui est énorme, alors que celui de la deuxième atteint déjà les 27 milliards de dollars et continue de progresser.

Des tensions en matière de prolongation?

Les obligations admissibles au panier de livrables dépendent des besoins de financement du gouvernement fédéral et, par extension, de sa politique en matière d'émission d'obligations. Au cours des 30 dernières années, cette politique a peu souvent changé. Au départ, le gouvernement émettait une nouvelle obligation tous les deux ans. Depuis, il est passé à une nouvelle échéance tous les quatre ans, puis tous les trois ans. Aujourd'hui, il a renoué avec l'émission d'une nouvelle échéance tous les deux ans dans le segment à long terme de la courbe.

1 C'est le cas, par exemple, lorsque les courtiers des banques optent pour une nouvelle obligation de référence à long terme, alors que l'obligation de référence actuelle a plus de 28,5 ans à courir avant l'échéance.

2 Pensons à un scénario plus rare, mais tout à fait plausible, selon lequel la Banque du Canada change sa politique d'émission afin de prolonger l'écart entre les dates d'échéance des obligations à long terme.

3 Le premier contrat LGB assujéti aux nouvelles caractéristiques de livraison est celui arrivant à échéance en mars 2023.

Il est impossible de prédire les besoins de financement du gouvernement fédéral, tout particulièrement dans le contexte actuel. Cela dit, nous sommes partis du principe que le gouvernement maintiendrait sa politique actuelle et avons créé la figure 1, qui établit le temps jusqu'à l'échéance d'obligations canadiennes à long terme existantes et hypothétiques et qui indique si elles sont livrables aux fins du contrat LGB. Dans ce scénario, le panier de livrables du contrat LGB changera tous les deux ans, et l'écart entre les échéances des obligations sera de 24 mois, conformément à la politique d'adjudication actuelle de la Banque du Canada. Le prochain changement de panier de livrables (et d'obligation MCL) se produira à la fin mai 2023, lorsque le LGBM23 cédera sa place de contrat actif au LGBU23. À cette date, la MCL passera de l'obligation échéant en 2051 à celle échéant en 2053⁴, ce qui représente une prolongation de deux ans. Dans la mesure où la politique de financement reste inchangée⁵, la même chose se produira en mai 2025 (LGBU25), puis en mai 2027 (LGBU27).

FIGURE 1

CONTRAT	PREMIER JOUR DU MOIS DE LIVRAISON	DATES D'ÉCHÉANCE DES OBLIGATIONS EXISTANTES			DATES D'ÉCHÉANCE DES OBLIGATIONS HYPOTHÉTIQUES			
		01-DÉC-48	01-DÉC-51	01-DÉC-53	01-DÉC-55	01-DÉC-57	01-DÉC-59	01-DÉC-61
LGBH23	01-Mars-23	25,8	28,8	30,8	32,8	34,8	36,8	38,8
LGBM23	01-Juin-23	25,5	28,5	30,5	32,5	34,5	36,5	38,5
LGBU23	01-Sept-23	25,3	28,3	30,3	32,3	34,3	36,3	38,3
LGBZ23	01-Déc-23	25,0	28,0	30,0	32,0	34,0	36,0	38,0
LGBH24	01-Mars-24	24,8	27,8	29,8	31,8	33,8	35,8	37,8
LGBM24	03-Juin-24	24,5	27,5	29,5	31,5	33,5	35,5	37,5
LGBU24	02-Sept-24	24,3	27,3	29,3	31,3	33,3	35,3	37,3
LGBZ24	02-Déc-24	24,0	27,0	29,0	31,0	33,0	35,0	37,0
LGBH25	03-Mars-25	23,8	26,8	28,8	30,8	32,8	34,8	36,8
LGBM25	02-Juin-25	23,5	26,5	28,5	30,5	32,5	34,5	36,5
LGBU25	01-Sept-25	23,3	26,3	28,3	30,3	32,3	34,3	36,3
LGBZ25	01-Déc-25	23,0	26,0	28,0	30,0	32,0	34,0	36,0
LGBH26	02-Mars-26	22,8	25,8	27,8	29,8	31,8	33,8	35,8
LGBM26	01-Juin-26	22,5	25,5	27,5	29,5	31,5	33,5	35,5
LGBU26	01-Sept-26	22,3	25,3	27,3	29,3	31,3	33,3	35,3
LGBZ26	01-Déc-26	22,0	25,0	27,0	29,0	31,0	33,0	35,0
LGBH27	01-Mars-27	21,8	24,8	26,8	28,8	30,8	32,8	34,8
LGBM27	01-Juin-27	21,5	24,5	26,5	28,5	30,5	32,5	34,5
LGBU27	01-Sept-27	21,3	24,3	26,3	28,3	30,3	32,3	34,3
LGBZ27	01-Déc-27	21,0	24,0	26,0	28,0	30,0	32,0	34,0
LGBH28	01-Mars-28	20,8	23,8	25,8	27,8	29,8	31,8	33,8
LGBM28	01-Juin-28	20,5	23,5	25,5	27,5	29,5	31,5	33,5
LGBU28	01-Sept-28	20,3	23,3	25,3	27,3	29,3	31,3	33,3
LGBZ28	01-Déc-28	20,0	23,0	25,0	27,0	29,0	31,0	33,0
LGBH29	01-Mars-29	19,8	22,8	24,8	26,8	28,8	30,8	32,8

Si l'échéance de l'obligation MCL était repoussée de deux ans, ce qui aurait des retombées sur la valeur monétaire d'un point de base (VM01), le report sur LGB de juin à septembre deviendrait volatil, tout comme celui sur CGB pour les mêmes mois. Cette situation apporterait elle aussi son lot de volatilité et de possibilités⁶, mais moins souvent et peut-être plus intensément. En supposant que ni les taux ni la courbe de taux ne changent entre août 2022 et la période de report de mai 2023⁷, l'écart de VM01 entre le LGBM23 et le LGBU23 s'élèverait à plus de 4 cents⁸, ce qui représente une augmentation d'un peu plus de 11 %.

4 Ces scénarios reposent essentiellement sur le maintien du statu quo. Le calcul de l'obligation MCL du LGBU23 dépend de nombreux facteurs inconnus, par exemple les taux d'intérêt, la pente de la courbe des taux et les émissions et rachats d'obligations à long terme.

5 Si la Banque du Canada décide de renouer avec des écarts de trois ans entre les dates d'échéance, en réponse à une diminution des besoins de financement après la pandémie, les modifications du panier de livrables suivantes seront repoussées d'un an.

6 Pour en savoir plus à ce sujet, même si la question ne s'applique plus au contrat CGB, consultez l'article intitulé « [Report sur CGB de juin à septembre : un report pas comme les autres](#) », publié par la Bourse de Montréal en avril 2021.

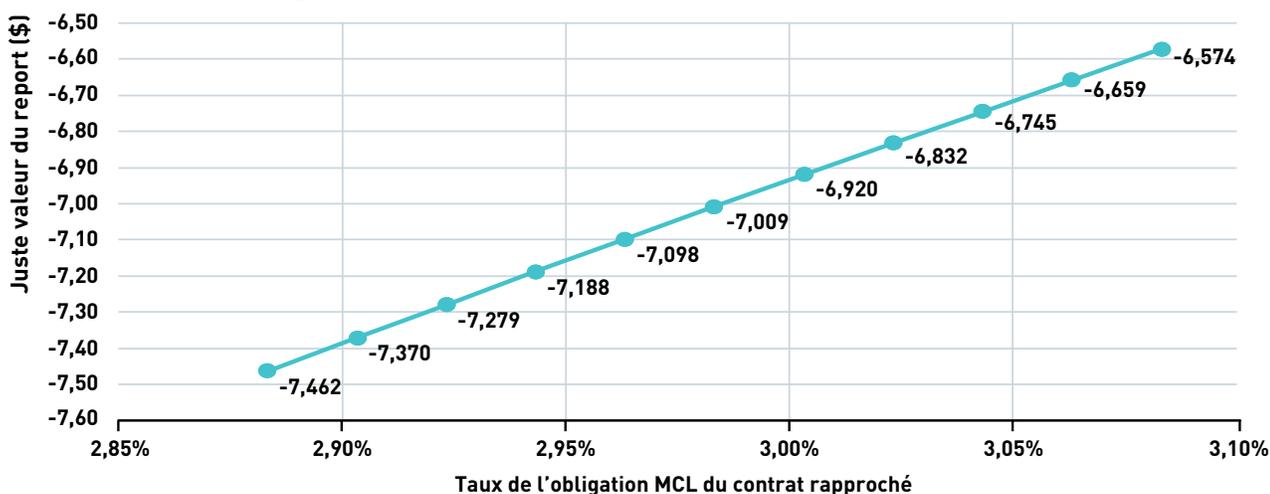
7 Peu importe les taux d'intérêt, l'augmentation de VM01 sera importante. Par conséquent, les hypothèses sur l'évolution des taux d'intérêt et la pente de la courbe ont peu d'importance.

8 Dans le présent article, la VM01 est exprimée en tranches de 100 \$ de la valeur nominale.

La figure 2 montre l'une des raisons pour lesquelles les périodes de report entre contrats dont l'écart de VM01 est important peuvent être volatiles. Compte tenu de l'évolution des taux, la juste valeur du report change rapidement. Les investisseurs qui préfèrent acheter ou vendre à la juste valeur et attendre que le marché fasse le reste ont donc les mains liées, puisque la juste valeur fluctue tout au long de la journée au gré de l'évolution des taux, notamment lorsque la courbe affiche des déplacements parallèles. Comme on peut le voir, une variation intrajournalière de 20 points de base (peu probable, mais pas impossible) peut faire fluctuer la juste valeur du report LGBM23-LGBU23 de presque 90 cents. La même analyse a révélé que si la VM01 augmentait de 19 %, la juste valeur du report CGBM21-U21, cette prolongation d'un an qui est désormais chose du passé, fluctuerait de seulement 40 cents. Les gestionnaires qui peuvent tirer profit de cette volatilité devraient apprécier la période de report de juin du LGB tous les deux ans.

FIGURE 2

Juste valeur du report LGBM23-LGBU23 selon le taux, 25 mai 2023



Unité minimale de fluctuation des prix de 5 cents

L'unité minimale de fluctuation des prix du LGB est de 5 cents par contrat, alors que pour le CGB, elle est de 1 cent par contrat. Pour les négociateurs assidus de contrats à terme, il s'agit sans doute d'une différence importante. En revanche, pour les investisseurs qui cumulent de l'expérience en négociation de titres sur le segment à long terme de la courbe canadienne de taux, l'écart acheteur-vendeur important par rapport aux obligations de 10 ans semblera normal. Si l'on convertit en points de base les unités minimales de fluctuation des prix, qui sont de 1 ou 5 cents selon le cas, on arrive à 0,096 point de base pour le CGB et à 0,13 point de base pour le LGB en raison de sa VM01 supérieure (nous reviendrons sur ce point ci-après). Ce qu'il faut retenir, c'est que par rapport au CGB, le LGB sera un peu plus cher à négocier à l'unité minimale de fluctuation des prix. En effet, les investisseurs auront l'impression de négocier le CGB avec un écart acheteur-vendeur minimal de 1,4 cent.

Taux de coupon implicite de 6 % et effets sur les opérations ultérieures

À l'instar du CGB, le LGB est assorti d'un taux de coupon implicite de 6 % à l'établissement des caractéristiques de livraison. Or, dans le cas du LGB, certains investisseurs pourraient être pris de court par les effets du calcul.

Facteurs de concordance extrêmement faibles

Tout d'abord, le fait de calculer les facteurs de concordance avec un taux de coupon implicite de 6 %, alors que les taux actuels gravitent autour de 3 %, a une conséquence importante : les facteurs de concordance des obligations à livrer seront très faibles au départ. En fait, l'obligation MCL du contrat LGBH23 aura un facteur de concordance d'à peine 0,4551. C'est nettement inférieur à la « normalité » pour le CGB, qui au cours des dernières années a oscillé entre 0,65 et 0,70.

VM01 très élevée

Compte tenu de la faiblesse prononcée des facteurs de concordance des obligations à livrer dans le cadre du LGB, la VM01 sera extrêmement élevée. En partant de l'hypothèse prudente selon laquelle l'obligation MCL actuelle est très susceptible de rester la MCL, la VM01 du contrat correspondra à la VM01 de l'obligation MCL divisée par le facteur de concordance. Dans le cas du contrat actuel LGBZ22, la VM01 est d'environ 37 cents; c'est plus du double de celle de l'obligation du Canada ayant l'échéance la plus longue (30 ans), presque le quadruple de celle du CGB, plus de 60 % de plus que celle de l'obligation du Canada à très long terme échéant en 2064 et 40 % de plus que celle du contrat Ultra sur bons du Trésor américain de 30 ans actuellement négocié à la CME⁹.

Prix de contrats très élevés

Comme le facteur de concordance de l'obligation MCL est associé à la valeur du contrat et de l'obligation à livrer à l'échéance, la valeur habituelle de la base du contrat à terme entraînera un prix élevé. Compte tenu des taux d'intérêt actuels, le LGBZ22 se négocie à plus de 180 \$. Voilà qui est tout à fait inhabituel, car aucune obligation dans le segment à long terme de la courbe de taux ne se négocie actuellement à 100 \$. Par conséquent, évitez à tout prix les erreurs de saisie et veillez à ce que votre logiciel sache les détecter!

Faible risque de substitution

Les adeptes du CGB le savent bien : le calcul de l'obligation MCL favorise les titres assortis de coupons élevés et d'échéances courtes lorsque les taux sont inférieurs à 6 %. Nous sommes presque certains que le risque de substitution des premiers contrats LGB sera faible, voire nul, puisque l'obligation échéant en 2051 est assortie d'un coupon de 2 %, plus élevé que celui de l'obligation échéant en 2053, qui est de 1,75 %. La figure 3 présente les combinaisons taux-courbe nécessaires pour entraîner une substitution de l'obligation MCL, qui passerait de l'obligation échéant en 2051 à celle échéant en 2053.

FIGURE 3

Taux – Déc. 2051

COURBE	2,58 %	2,68 %	2,78 %	2,88 %	2,98 %	3,23 %	3,48 %	3,73 %	3,98 %	4,23 %	4,48 %	4,73 %	4,98 %	5,23 %	5,48 %	5,73 %
-5,0	Déc. 2051	Déc. 2051	Déc. 2051	Déc. 2051	Déc. 2051	Déc. 2051										
-4,1	Déc. 2051	Déc. 2051	Déc. 2051	Déc. 2051	Déc. 2051	Déc. 2051										
-4,0	Déc. 2051	Déc. 2051	Déc. 2051	Déc. 2051	Déc. 2051	Déc. 2051										
-3,8	Déc. 2051	Déc. 2051	Déc. 2051	Déc. 2051	Déc. 2051	Déc. 2051										
-3,6	Déc. 2051	Déc. 2051	Déc. 2051	Déc. 2051	Déc. 2051	Déc. 2051										
-0,7	Déc. 2051															
2,4	Déc. 2051	Déc. 2051	Déc. 2051	Déc. 2051	Déc. 2051	Déc. 2051	Déc. 2053									
5,6	Déc. 2051	Déc. 2051	Déc. 2051	Déc. 2051	Déc. 2051	Déc. 2051	Déc. 2053	Déc. 2053	Déc. 2053	Déc. 2053						
8,7	Déc. 2051	Déc. 2051	Déc. 2051	Déc. 2051	Déc. 2051	Déc. 2051	Déc. 2053									
11,9	Déc. 2051	Déc. 2051	Déc. 2051	Déc. 2051	Déc. 2051	Déc. 2051	Déc. 2051	Déc. 2051	Déc. 2053							
15,0	Déc. 2051	Déc. 2051	Déc. 2051	Déc. 2051	Déc. 2051	Déc. 2051	Déc. 2053									

Pour que l'obligation échéant en 2053 devienne l'obligation MCL, il faudrait que les taux augmentent d'au moins 100 points de base (ce qui est très improbable) et que le segment à long terme de la courbe s'accroisse d'au moins 12 points de base (ce qui est encore plus improbable, puisque l'écart entre l'obligation de référence de 30 ans et l'obligation adjudgée dépasse rarement quelques points de base et qu'en règle générale, il évolue dans la direction opposée des taux). Comme les taux à long terme au Canada et aux États-Unis n'ont pas frôlé les 5 % depuis une quinzaine d'années (voir la figure 4), nous sommes presque certains qu'il n'y aura pas de substitution de l'obligation MCL pour les contrats LGB. Pour l'instant, on peut raisonnablement écarter ce risque de substitution, risque qui n'a généralement aucune incidence sur le prix, sauf si les taux d'intérêt augmentent de plusieurs centaines de points de base.

⁹ Aux fins de comparaison et par souci de représentativité, précisons que la VM01 du contrat Ultra sur bons du Trésor américain de 30 ans a été mesurée en dollars américains, sans conversion en dollars canadiens.

FIGURE 4**Taux des oblig. à échéance constante – Canada et É.-U. 30 ans**

Source : Base de données sur les titres à revenu fixe Sapphire de BMO Marchés des capitaux¹, H.15 de la Réserve fédérale américaine

Absence d'option relative au moment

Les contrats à terme entraînant une livraison physique renferment certaines options intégrées, dont celle relative au moment. Or, par suite de la modification récente de ses caractéristiques de livraison, le contrat LGB n'a plus d'option relative au moment. Par conséquent, le détenteur d'une position vendeur ne peut ni décider de livrer les obligations au début du mois pour éviter les inconvénients d'un portage négatif à la fin de la période de livraison, ni attendre jusqu'à la fin du mois pour profiter d'un portage positif. Ces détenteurs peuvent spéculer sur les hausses de prix de l'obligation MCL non pas après que le prix de règlement du LGB a été établi, mais plutôt avant l'heure limite de 17 h 30 pour émettre un avis de livraison, et ce, en levant l'option d'atout¹⁰. Par ailleurs, le contrat LGB n'est pas assorti d'une option liée à la fin du mois, qui n'est de toute façon que rarement abordée et qui n'a pratiquement aucune valeur.

Les autres contrats entraînant une livraison physique comportent chacune des options intégrées ci-dessus étant donné que le détenteur d'une position vendeur a le choix du moment où il va livrer les obligations et ainsi s'acquitter de ses obligations contractuelles. Compte tenu des modifications apportées aux caractéristiques de livraison, l'avis de livraison doit être remis le dernier jour de négociation du mois de livraison, et la livraison doit avoir lieu dans les deux jours ouvrables suivants. Contrairement à ce qui se produit avec les contrats de 10 ans (CGB), de 5 ans (CGF^{MC}) et de 2 ans (CGZ^{MC}), le détenteur d'une position vendeur n'a accès à aucune option intégrée liée au moment de la livraison, mais dispose toujours d'un choix en matière de qualité¹¹ (le choix de livrer une autre obligation admissible).

Résumé

Le contrat LGB de 30 ans a pratiquement les mêmes caractéristiques que le contrat CGB de 10 ans. Cependant, les investisseurs qui envisagent de négocier le LGB devraient se familiariser avec les différences potentielles, qui pourraient avoir des conséquences importantes selon leurs directives de placement et leur style de négociation. Plusieurs options intégrées peu populaires ont été retirées du contrat LGB, mais les caractéristiques intéressantes propres à ce contrat à terme canadien de longue durée ont été conservées.

¹⁰ Vous trouverez des explications complètes sur la levée d'une option d'atout dans l'article intitulé « Étude de cas sur le CGB : l'exercice de l'option d'atout », publié par la Bourse de Montréal en juillet 2019.

¹¹ Également appelée option de substitution.



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. 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., 2022. 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. 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 article 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 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, 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.