

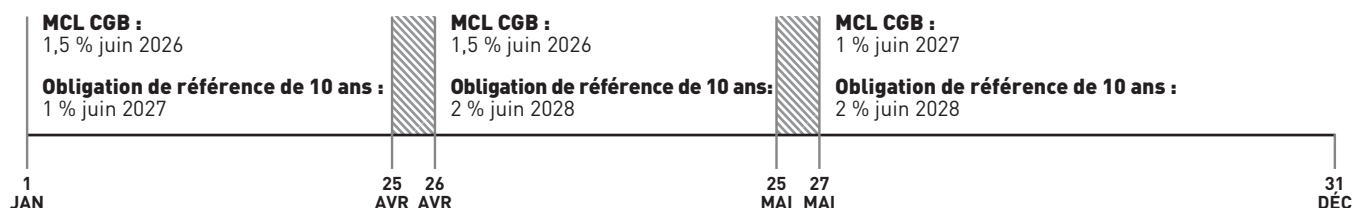
BOURSE DE MONTRÉAL

Aperçu : Changement annuel de l'obligation MCL pour le CGB en 2018

Sommaire

Selon nous, l'obligation qui sera la moins chère à livrer (l'obligation MCL) pour le contrat à terme sur obligations du gouvernement du Canada de dix ans (CGB^{MD}) de septembre 2018 (CGBU18), soit l'obligation à 1 % arrivant à échéance en juin 2027, créera probablement d'excellentes occasions pour les investisseurs actifs et futés qui sauront exploiter les nouvelles obligations chères / bon marché qui auront cours sur le marché à la suite du changement de l'obligation de référence du gouvernement du Canada de 10 ans en avril et, peu de temps après, du report des échéances de juin 2018 (CGBM18) à septembre 2018 (CGBU18) sur le CGB. La durée modifiée record des contrats à terme, exprimée en valeur monétaire d'un changement de taux de 0,01 % (VM01), devrait garantir une période de report dynamique remplie d'occasions de créer de la valeur relative pour les investisseurs, alors qu'ils chercheront à rajuster la couverture de leurs positions et leurs portefeuilles d'obligations.

Événements 2018 pour les obligations de 10 ans



* Les dates pour le report des échéances de 10 ans et le changement des obligations MCL sont estimées.

Report des échéances de juin à septembre sur le CGB

Tous les ans à la fin mai, le report des échéances de juin à septembre sur le CGB, alors que le contrat de septembre devient le contrat actif, suscite l'intérêt des investisseurs et crée des occasions à saisir, puisqu'il s'agit du seul report d'échéances trimestrielles sur le CGB qui entraîne un changement de l'obligation MCL¹.

Vers le 25 mai de cette année, l'obligation à 1 % arrivant à échéance en juin 2027 deviendra l'obligation MCL pour le contrat actif et l'obligation à 1,5 % arrivant à échéance en juin 2026 commencera lentement à perdre l'intérêt des investisseurs et finira par être reléguée au troisième, puis au quatrième plan, ce qui réduira sa prime de liquidité durant plusieurs années à venir.

Le report des échéances de juin à septembre multiplie les opérations, puisque les investisseurs rajustent la couverture de leurs diverses positions couvertes par le CGB en fonction de la nouvelle obligation MCL, et ce, avant que l'obligation de 2026 commence à perdre lentement la liquidité que lui conférait le CGB. Parmi les positions qui devraient faire l'objet de rajustements, mentionnons les positions couvertes par le CGB, les opérations de substitution où l'on achète le CGB à la place de l'obligation MCL afin de générer un levier peu coûteux dans un portefeuille d'obligations sur le marché au comptant, ainsi que diverses positions fondées sur la valeur relative

1. À moins que les taux d'intérêt ne grimpent en flèche, il est peu probable que l'obligation MCL change à la mi-contrat

des titres de créance, des obligations provinciales² et des obligations de 10 ans peu liquides qui sont couvertes par des contrats à terme³ ou par l'obligation MCL. En outre, les anciennes obligations de 10 ans pourraient occasionner une valeur à risque supplémentaire (VaR) ou nécessiter une surveillance accrue du risque de liquidité si elles font partie de paniers d'actifs dont la liquidité est moins attrayante.

Théorie sur la liquidité

En règle générale, on s'attend à ce qu'une obligation désignée comme la moins chère à livrer soit associée à une prime de liquidité (c.-à-d. un prix accru et un taux réduit), étant donné que le titre est davantage négocié dans les deux sens en raison de son utilisation pour la couverture des positions sur contrats à terme. De plus, le CGB sert de substitut de l'obligation MCL lorsque le risque associé au changement de cette obligation est faible, si bien que la liquidité du contrat à terme devrait, par suite de l'arbitrage sur la valeur relative, accroître la liquidité de l'obligation MCL.

Au Canada, une obligation qui est retirée du panier de titres livrables devient peu liquide durant plusieurs années à venir, puisqu'elle n'offre véritablement ni une exposition appropriée au risque sur cinq ans ni sur celui de dix ans. Certains investisseurs qui investissent dans la partie à long terme de la courbe de rendement obligataire vont même s'en départir.

Changement de l'obligation de référence de 10 ans

L'obligation canadienne qui deviendra l'obligation MCL en mai, l'obligation à 1 % de juin 2027, est à l'heure actuelle l'obligation de référence de 10 ans qui est la plus liquide à la marque des dix ans sur la courbe des taux obligataires, ce qui vient compliquer les choses au Canada. En règle générale, l'obligation de référence de 10 ans passera à une obligation ayant une échéance plus longue d'une année, et ce, avant le report des échéances du CGB en mai, et rien n'indique que les choses se dérouleront différemment en 2018. On peut prévoir que l'obligation à 2 % de juin 2028 deviendra la nouvelle obligation de référence de 10 ans après la prochaine adjudication d'obligations du gouvernement du Canada de 10 ans le 25 avril, ce qui portera le montant du notionnel en cours des obligations de 2028 à 12 milliards de dollars, une valeur suffisante pour une obligation de référence de 10 ans.

Le fait que cet événement ait lieu seulement un mois avant⁴ le report des échéances du CGB pourrait créer des occasions à court terme sur le marché, alors que les investisseurs passeront des obligations de 2027 à celles de 2028 comme obligation de référence de 10 ans pour couvrir leurs positions sur obligations et sur la courbe de rendement ainsi que les positions swaps détenues par les courtiers.

Question de la VM01 en 2018

Un autre facteur qui pourrait brouiller les cartes en 2018 est la VM01 élevée par contrat qui est associée au CGBU18, alors que le taux de coupon de l'obligation livrable atteint un plancher historique de 1 % seulement. Cela n'est cependant pas prêt de se reproduire, puisque les obligations de 10 ans avec des taux de coupon extrêmement bas qui ont été émises durant la période de faibles taux d'intérêt resteront chose du passé au moins pour quelques années, sauf si nous sommes témoins d'un vif regain d'intérêt à l'égard des obligations au cours des prochains mois⁵.

Afin d'illustrer ce propos, nous présentons à la figure 1 la VM01 par contrat et l'intérêt en cours du CGB au cours des six dernières années. Le CGBU18 aura une VM01 d'environ 11,8, ce qui est supérieur à celle de tout autre contrat. La figure 1 montre également l'augmentation constante de l'intérêt en cours du CGB qui a mené à sa réussite sur le plan de la liquidité des dernières années.

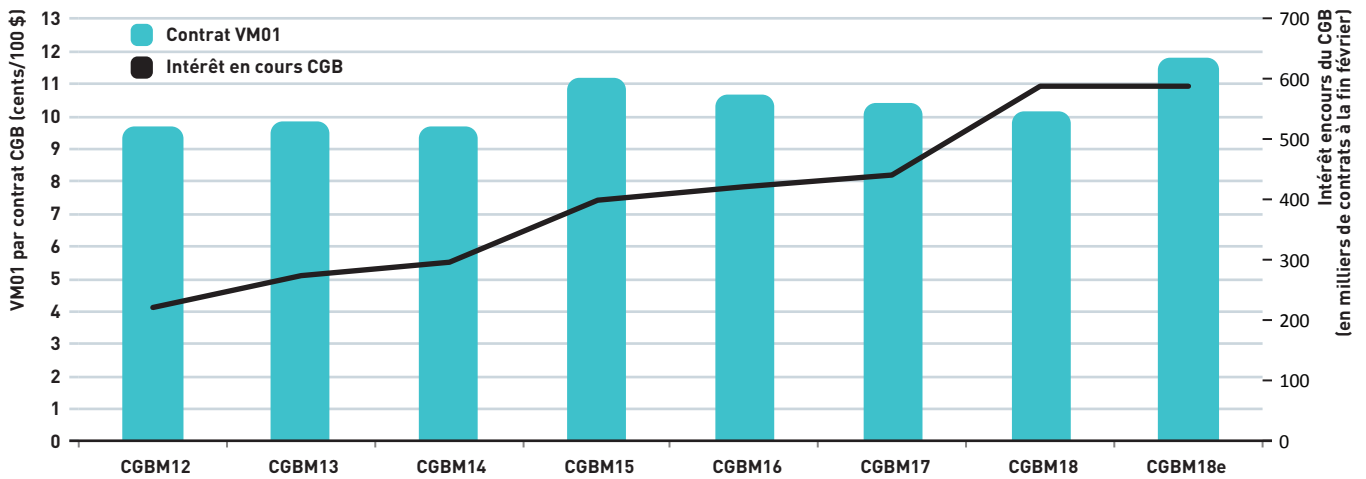
2. Le sujet est traité plus à fond dans le texte Effet de levier au moyen du CGB et superposition de titres de créance publié par la Bourse de Montréal en février 2018.

3. Même les positions non couvertes génèrent des opérations sur l'obligation MCL, puisque la contrepartie couvrira souvent une position liquidative sur le CGB au moyen d'une opération sur obligation.

4. C'est en quelque sorte ce qui a eu lieu en 2017 lorsque l'obligation MCL a changé environ un mois avant le report des échéances du CGB de juin à septembre.

5. Les obligations arrivant à échéance en 2028 ont un taux de coupon de 2 %, et une nouvelle obligation de 10 ans émise aujourd'hui aurait un taux de coupon de 2,25 %, deux valeurs nettement supérieures au taux de coupon de 1 % des obligations de 2027, ce qui signifie que la durée de l'obligation MCL pour le CGB chutera l'an prochain après le contrat de juin 2019 (CGBM19).

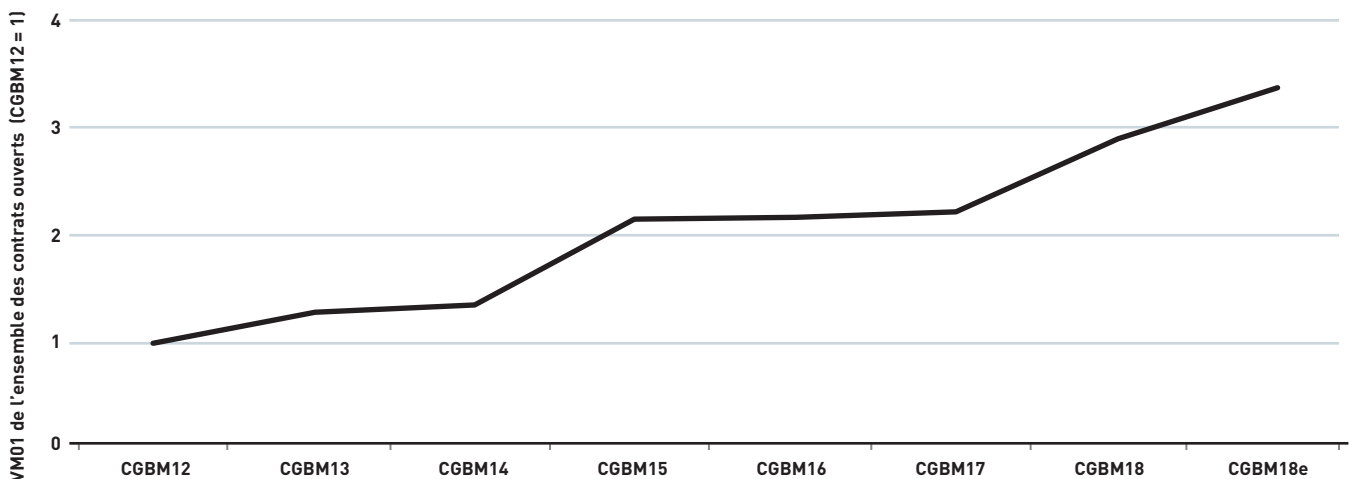
FIGURE 1
VM01 et intérêt en cours du contrat depuis juin 2012



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

En jumelant la valeur élevée de la VM01 attribuable au plus petit taux de coupon historique jusqu'à maintenant et la valeur élevée prévue de l'intérêt en cours du CGBU18, nous pouvons calculer la hausse relative de la VM01 de tous les contrats CGB venant à échéance en juin depuis 2012, ce que nous pouvons voir à la figure 2. Comme le montre cette figure, la VM01 totale des CGBU18 est supérieure d'environ 3,25 fois à la VM01 totale des CGBM12 d'il y a six ans. Une telle hausse ne peut que laisser présager une période de report très active ainsi que des distorsions du marché des obligations du gouvernement du Canada arrivant à échéance en 2026, 2027 et même 2028.

FIGURE 2
VM01 de l'intérêt en cours du CGB relativement au CGBM12



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

Données empiriques

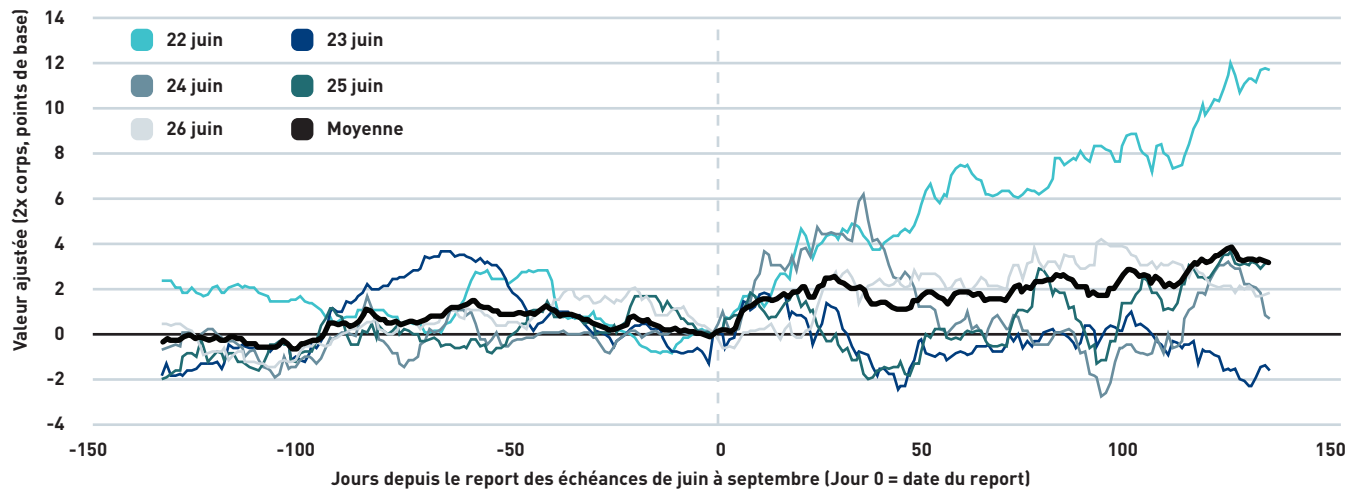
Nous pouvons mesurer les fluctuations des cours relatifs de l'obligation MCL à venir lors du report des échéances de juin à septembre en créant des écarts papillon voisins⁶ pour chacune des obligations MCL des derniers contrats et en réindexant les dates de sorte que le jour zéro corresponde au début de chaque période de report. Des données réindexées ont été générées pour créer le graphique des écarts papillon présentés à la figure 3 ainsi que pour créer celui des écarts papillon de swaps présentés à la figure 4. Dans ces graphiques, le jour zéro correspond au début de la période de report des échéances du CGB de juin à septembre de chaque année. Une valeur faible dans les écarts papillon indique que l'obligation MCL à venir est plus chère que les obligations de 10 ans voisines.

6. La série de données que nous avons utilisées pour créer les écarts papillon se base sur un calcul qui double le taux [ou l'écart de swap] de l'obligation MCL et qui soustrait le taux des obligations de 10 ans dont l'échéance tombe un an avant ou un an après. Une telle analyse des écarts papillon vise à compenser le niveau général des taux d'intérêts (ou des écarts de swaps) et de la pente de la courbe.

Nous pouvons voir dans les deux figures que chacune des obligations MCL a eu tendance à devenir plus chère que ses voisines d'un point de base environ durant les 30 à 50 jours ouvrables précédant le début de la période annuelle de changement de l'obligation MCL pour le CGB. Bien que tout cela soit intéressant, et certainement suffisamment important pour justifier une stratégie de négociation modeste, le comportement de l'obligation une fois que les demandes de liquidité associées à la période de report ont été satisfaites est en fait bien plus important.

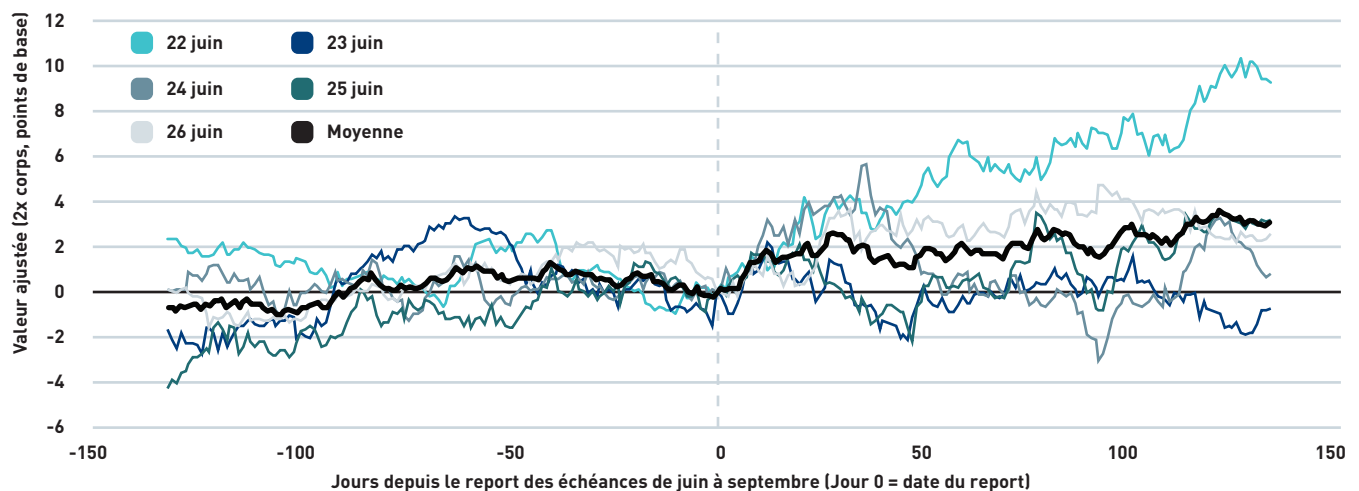
Chacune des cinq dernières périodes de report des échéances de juin à septembre a été un catalyseur qui a contribué à faire baisser le cours de la nouvelle obligation MCL par rapport à celui de l'ancienne obligation MCL et de l'obligation de référence de 10 ans⁷. Ce constat va à l'encontre des attentes décrites ci-dessus alors que nous émettions l'hypothèse que l'obligation MCL devrait garder sa prime de liquidité (c.-à-d. demeurer chère par rapport à ses voisines) pendant la période où elle était l'obligation MCL du contrat actif. Nous constatons plutôt qu'à la fin de la période de report la nouvelle obligation MCL a perdu deux points de base par rapport à ses proches voisines en 35 jours ouvrables environ.

FIGURE 3
Écarts papillons des rendements des obligations voisines d'échéances de 10 ans



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

FIGURE 4
Écarts papillons des swaps d'actifs voisins d'échéances de 10 ans



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

Cette réalité pourrait s'expliquer par le fait que les besoins de liquidité durant la période de report, tant chez les acheteurs que chez les vendeurs, sont tellement vastes et bien anticipés qu'une fois qu'ils sont satisfaits, la prime de liquidité habituelle de l'obligation MCL semble réduite. Elle pourrait aussi s'expliquer par le fait que les écarts papillon voisins sont exagérément touchés par le fait que la nouvelle obligation de référence de 10 ans devient plus chère, mais que cela ne s'est produit qu'une fois la période de report du CGB passée.

7. L'ancienne obligation MCL et l'obligation de référence de 10 ans représentent les ailes de l'écart papillon le plus près sur la figure 3.

Conclusion

Malgré les différences entre la théorie et les données empiriques, les gestionnaires de portefeuille avec effet de levier et sans effet de levier seront en mesure d'envisager des opérations avec une bonne probabilité de succès aux dates entourant la période de report.

Plus précisément, ils devraient conclure la période de report des échéances du CGB à la fin mai avec une pondération faible d'obligations canadiennes échéant en 2027 par rapport à celles qui arriveront à échéance en 2026 et en 2028. Si ce qui se produit en 2018 correspond à ce qui a eu lieu lors des années précédentes, l'obligation de 2027 aura perdu jusqu'à deux points de base de sa prime de liquidité un ou deux mois après la conclusion de la période de report. Compte tenu de l'intérêt en cours élevé du CGB et de sa VM01 encore plus élevée pour le total des contrats CGB en cours à l'heure actuelle, nous nous attendons à ce que la demande de liquidité en 2018 soit semblable à celle des années précédentes, voire encore plus importante.

Analyse des risques et des préoccupations

La tendance récente des volumes élevés et de la négociation directionnelle à influencer la valeur relative de l'obligation MCL (chère / bon marché) est l'un des risques importants auquel nous sommes exposés. Par exemple, lors de la publication à la mi-février d'une mise à jour sur le report des échéances de mars à juin, nous avons pu remarquer qu'une vente massive soutenue d'obligations a poussé à la baisse la valeur relative des obligations de 2026 relativement à leurs voisines. Avec une hausse de la volatilité des rendements des obligations de 10 ans depuis l'atteinte d'un plancher en novembre 2017, les investisseurs devront se montrer prudents face à la volatilité et aux rendements directionnels qui pourraient venir modifier le comportement attendu normalement associés au report des échéances du CGB.



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

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., avril 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^{MD} », « OBX^{MD} », « ONX^{MD} », « OIS-MX^{MC} », « CGZ^{MD} », « CGF^{MD} », « CGB^{MD} », « LGB^{MD} », « OGB^{MD} », « SXO^{MD} », « SXF^{MD} », « SXM^{MD} », « SCF^{MD} », « SXA^{MD} », « SXB^{MD} », « SXH^{MD} », « SXY^{MD} » et « USX^{MD} » sont des marques déposées de la Bourse.

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