

CGF Contrats à terme sur obligations du gouvernement du Canada de cinq ans

Occasion de vendre la base pour le CGFZ6

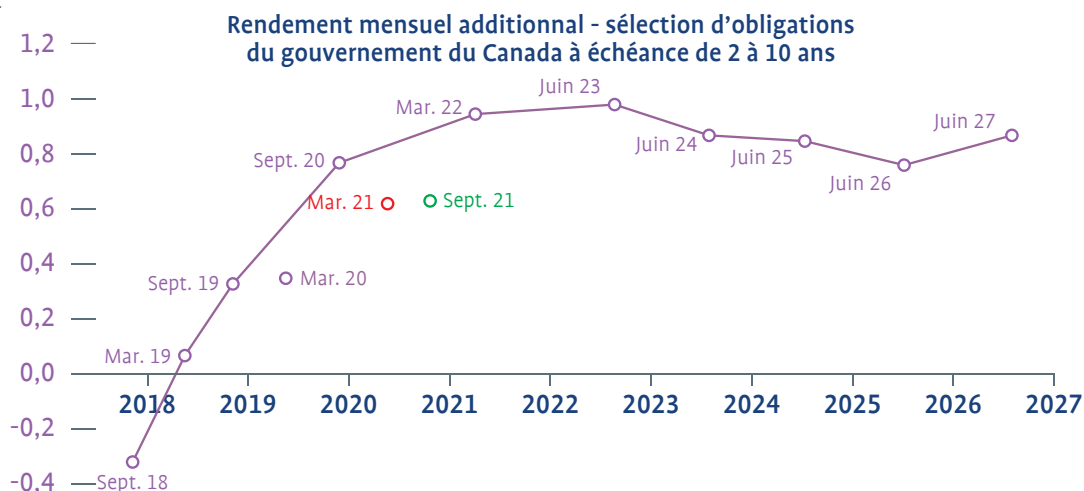
Les détenteurs¹ d'obligations du Canada à échéance de cinq ans dont le cours est élevé, en particulier les obligations les moins chères à livrer du contrat CGFZ6, devraient envisager de les vendre pour rehausser le rendement qu'ils peuvent obtenir.

Depuis le déclin rapide des rendements obligataires canadiens en 2013 et 2014, certaines obligations du Canada ont été soumises à d'intenses pressions sur le marché des pensions de titres (*repo market*); cela a entraîné la négociation de ces titres à un cours élevé relativement à la courbe des rendements.

Identification des obligations à cours élevé

Une manière simple d'identifier les obligations dont le cours est élevé sur l'horizon des échéances de cinq ans consiste à calculer le rendement additionnel par mois pour les obligations émises récemment (c'est-à-dire comportant un coupon assez faible). La figure 1 montre une ligne plutôt lisse entre les récentes émissions d'obligations de 5 ans, dont la série d'échéances tombe en septembre et en mars, ainsi que d'obligations de 10 ans, dont la série d'échéances tombe en juin. Cette analyse permet de faire ressortir deux obligations qui se négocient à un cours « élevé ». Le point vert situé en dessous de la ligne grise pointillée correspond à l'obligation du gouvernement du Canada de référence de cinq ans actuelle (septembre 2021) et le point rouge correspond à l'obligation la moins chère à livrer du contrat CGF de décembre 2016 (mars 2021). Ces deux obligations offrent un rendement mensuel additionnel inférieur à celui auquel l'investisseur serait en droit de s'attendre étant donné les rendements des obligations aux échéances similaires. Ne pas détenir ces deux titres offre ainsi une occasion d'augmenter le rendement du portefeuille.

Figure 1



1. Cette opération n'est pas indiquée pour les investisseurs qui doivent emprunter l'obligation à livrer aux termes de la vente initiale et financer l'opération sur le marché des pensions de titres.

Tirer profit de l'anomalie

Un détenteur qui n'a pas recours à l'emprunt et qui détient les obligations échéant en mars ou en septembre 2021 peut tirer profit de l'anomalie de prix de différentes manières. Premièrement, il peut remplacer les obligations les moins chères à livrer ainsi que les obligations de référence à échéance de cinq ans, qui sont relativement chères, par des obligations échéant en mars 2020 ou en septembre 2020, ce qui crée une position surpondérée aux extrémités de la courbe (souvent appelée barbell, pour haltère). Cette position devra être liquidée ultérieurement, à un coût indéterminé, et produira un profit ou une perte inconnus puisque la fluctuation du niveau relatif des cours des obligations se poursuivra.

Une autre manière de tirer profit du cours élevé de l'obligation la moins chère à livrer consiste à exécuter une vente de la base à terme, qui consiste en la vente de l'obligation échéant en mars 2021 (l'obligation la moins chère à livrer) et en l'achat simultané d'un montant égal de notionnel du contrat à terme. Le propriétaire du contrat à terme attend ensuite la livraison de l'obligation, probablement le 30 décembre, et réalise un profit de 52,10 \$ par contrat, comme indiqué dans le tableau 1. Il est possible de réaliser ce profit parce que le contrat à terme est « bon marché » par rapport à l'obligation sous-jacente, selon la mesure de son taux de pension implicite (implied repo rate) courant de 0 % jusqu'à la dernière date de livraison. Même si une telle opération n'est pas susceptible de « faire » l'année du négociateur, elle peut être répétée au fil des mois pour produire un gain de rendement soutenu.

Table 1

DATE	ACTION	AMOUNT	COMMENTS
17 octobre 2016	Vente de 100 000 \$ du notionnel de l'obligation la moins chère à livrer (CAN 0,75 % 1er mars 2016)	Produit de : 100 256,68 \$	100 000 \$ x (cours acheteur + intérêt couru) ³
17 oct.–30 déc. 2016	Placement du produit pour 71 jours à 0,5 % ⁴	Produit de : 97,51 \$	100 256,68 \$ x 71/365 * 0,5 %
30 décembre 2016	Produit total de la liquidation de la position sur obligation	100 354,19 \$	Vente de l'obligation + revenu de placement
30 décembre 2016	Prix facturé à la livraison : rachat de 100 000 \$ de notionnel de l'obligation la moins chère à livrer (CAN 0,75 % 1 ^{er} mars 2016)	Coût de : 100 302,10 \$	100 000 \$ x (prix du contrat à terme x facteur de concordance + intérêt couru) ³
30 décembre 2016	Profit par contrat	52,10 \$	5,1 points de base en 71 jours (≈27 points de base après annualisation)

Risques liés à l'opération

Compte tenu du très faible niveau des rendements actuels par rapport au rendement de 6 % utilisé pour calculer le facteur de concordance de chacune des obligations du panier livrable, il n'y a quasiment aucun risque⁵ que l'acheteur du contrat à terme reçoive une obligation différente au moment de la livraison en décembre.

2. Pour en savoir davantage sur les taux de pension implicites et sur leur mode calcul, voir : «Analyse du taux de pension implicite».
3. Le 17 octobre 2016, l'obligation la moins chère à livrer avait un cours acheteur de 100,156 \$, le contrat était offert à 124,20 \$ et son facteur de concordance était de 0,8056.
4. Une partie du produit devra être déposée à titre de marge initiale et de marge de maintien sur le contrat suivant la fluctuation des cours.
5. En fait, il faudrait une hausse de plus de 500 points de base du rendement de l'obligation de 5 ans pour provoquer son remplacement par une autre obligation livrable.

Les opinions exprimées dans cet article ne représentent pas nécessairement le point de vue de Bourse de Montréal Inc.

Le présent article est uniquement offert à titre d'information générale. Les renseignements contenus dans le présent article, y compris les données financières et économiques, les cours boursiers ainsi que les analyses et interprétations de ceux-ci, sont fournis à titre informatif seulement et ne doivent en aucun cas être interprétés dans quelque territoire que ce soit comme un conseil ou une recommandation concernant l'achat ou la vente de dérivés, de 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.

POUR PLUS D'INFORMATIONS

Robert Tasca

Directeur, Groupe des produits dérivés sur taux d'intérêt et de solutions clients
robert.tasca@tmx.com ou +1 514 871-3501

m-x.ca/futures