

Le point sur les reports entre contrats M21 et U21

Sommaire de la période de report trimestrielle

Le premier jour d'avis de livraison étant le 28 mai, le report M21-U21 se glissera entre le 24 mai – la fête de la Reine (au Québec, la Journée nationale des patriotes) – et le 28 mai – jour où la Bourse fermera (probablement) plus tôt en raison de la longue fin de semaine du Memorial Day aux États-Unis. Les jours où la liquidité sera favorable au report des contrats CGZ, CGF et CGB seront probablement les 25 et 26 mai. Les clients patients peuvent s'attendre à ce que la manœuvre se poursuive jusqu'au 27 mai.

Pour le contrat CGZ (contrat à terme sur obligations du gouvernement du Canada de deux ans), le changement de contrat actif de M21 à U21 entraînera à son tour un changement d'obligation la moins chère à livrer (MCL). Cela dit, les éléments centraux de ce report seront inévitablement le contrat CGB (contrat à terme sur obligations du gouvernement du Canada de dix ans) et la prolongation importante de l'échéance, attribuable au changement annuel de l'obligation MCL. En règle générale, cette prolongation constitue un événement de marché important, ce qui confère un caractère singulier à cette période de report du contrat CGB¹. Cela dit, aucun changement ne sera apporté au panier de livrables du contrat CGF (contrat à terme sur obligations du gouvernement du Canada de cinq ans) ce trimestre.

La Banque du Canada détient un volume important d'obligations à livrer dans le cadre des trois contrats, pour lequel elle s'est engagée à effectuer des opérations de pension. De plus, pour favoriser encore plus le financement ordonné des obligations, elle a haussé le montant quotidien maximal qu'un participant individuel pouvait offrir dans le cadre d'opérations de cession en pension de titres.

Positions spéculatives

Comme le démontre la figure 1, les prix des contrats à terme sur obligations du gouvernement du Canada de cinq et de dix ans (CGF et CGB) ont évolué de façon semblable pendant la première moitié du trimestre. Pendant le reste de la période, ils ont pris des directions différentes. Ainsi, le contrat CGF s'est ressaisi, essentiellement sans l'apport du contrat CGB. Les deux contrats ont pâti des grands renversements de tendance enregistrés au cours du deuxième trimestre à raison de plus de 1,50 \$ à la fin mars, dans le cas du contrat CGF, et de plus de 20 points de base au début mai.

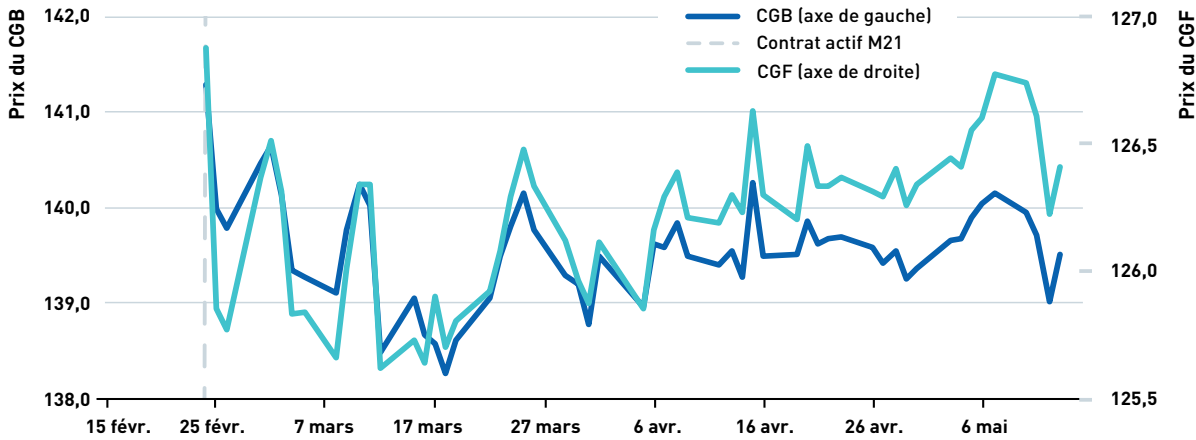
Compte tenu de l'agitation observée au cours du trimestre, il existe peu de signes voulant que les spéculateurs adeptes du suivi des tendances courent beaucoup de risques dans le cadre du contrat CGB. Les modèles de tendance créés par Macro Hive² en collaboration avec la MX montrent que pris isolément, les modèles de négociation du contrat CGF et du contrat CGB ce trimestre ont donné des signaux d'achat et de vente en alternance. Lorsque les modèles rétrospectifs sur un mois et trois mois ne concordaient pas, ils donnaient des signaux mixtes.

¹ Veuillez consulter l'article intitulé « Report sur CGB de juin à septembre : un report pas comme les autres », publié par la Bourse de Montréal (MX) en avril 2021.

² Pour de plus amples renseignements, visitez le site <https://app.tmx.com/macrohive-fr/>.

FIGURE 1

Prix du CGF et du CGB, contrats M21



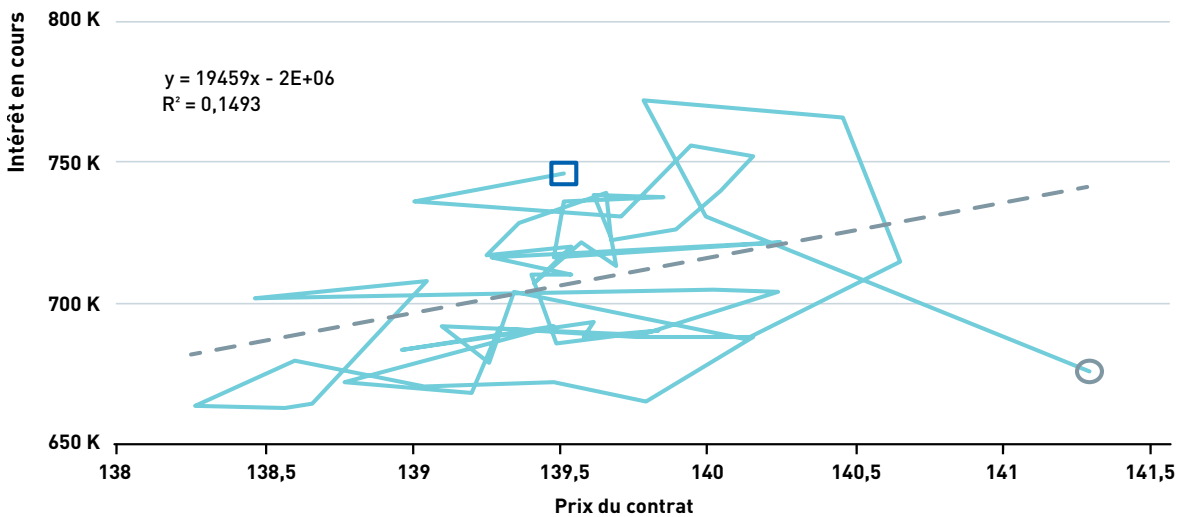
Source : Bourse de Montréal

Comme chaque trimestre, nous avons calculé le facteur de détermination (R^2) pour la régression de l'intérêt en cours par rapport au prix, et ce, pendant la vie de chaque contrat. Malheureusement, l'analyse n'a donné aucun résultat concluant ce trimestre, peu importe le contrat. En effet, l'intérêt en cours des contrats CGZ, CGF et CGB de juin n'a connu aucune augmentation ou diminution importante à la suite de fluctuations de prix. Par conséquent, il est impossible de tirer de conclusion sur le rôle des portefeuilles algorithmiques ou de s'avancer sur leur positionnement pour le moment. Nous croyons toutefois que ces modèles présentent peu de risque en raison du renversement récent qu'ont connu les tendances de prix, autant pour le contrat CGF que pour le contrat CGB. De plus, nous doutons encore que le contrat CGZ, qui est plus récent, soit visé par de nombreux modèles algorithmiques.

C'est dans le contrat CGB (dix ans) que nous avons observé la plus forte corrélation, mais en raison d'un R^2 d'à peine 0,15 (voir la figure 2), le prix joue un rôle négligeable pour expliquer ce scénario. Du côté des contrats CGZ (deux ans) et CGF (cinq ans), les chiffres sont encore plus bas, d'où leur omission dans les figures de ce mois-ci.

FIGURE 2

Prix du CGBM21 par rapport à l'intérêt en cours



Source : Bourse de Montréal

Substitution de l'obligation la moins chère à livrer

Depuis plusieurs trimestres, nous soutenons que pour ces contrats entraînant une livraison physique, la probabilité de substitution de l'obligation MCL est pratiquement nulle. Malgré les ventes massives observées récemment, ce principe tient encore la route. Les substitutions (ou le potentiel de celles-ci) sont plus susceptibles de se produire lorsque la courbe est abrupte et que les rendements se rapprochent du coupon nominal du contrat à terme, compte tenu des facteurs de concordance des obligations, mais à 6 %, nous sommes encore loin de ce scénario. Comme c'est généralement le cas, les contrats demeurent des substituts quasi parfaits des obligations ayant l'échéance la plus courte au sein du panier. Dans le cas des contrats CGZ et CGF, le potentiel est si faible que cette fois-ci, nous n'avons pas préparé de tableau sur les scénarios de rendement et d'accentuation de la courbe pouvant entraîner une substitution de l'obligation MCL.

La substitution annuelle de l'obligation MCL du contrat CGB aura lieu ce trimestre. Par conséquent, nous avons inclus à la figure 3 les scénarios qui feraient de l'obligation échéant en décembre 2030 l'obligation MCL du contrat CGBU21, et ce, même si les probabilités n'existent pas. Nous voulions démontrer que malgré la vente massive d'obligations de dix ans et la création d'un nouveau panier de livrables³, il n'existe aucun scénario plausible qui entraînerait la substitution de l'obligation la moins chère à livrer des contrats CGBU21. Pour atteindre le seuil de substitution du contrat, il faudrait deux événements peu plausibles : une vente massive de 120 points de base et une accentuation de 30 points de base sur la courbe de rendement (entre juin 2030 et décembre 2030). Bref, il est peu probable que ces scénarios se concrétisent, et le prix des options intégrées détenues sous forme de positions vendeur sur le contrat CGB devrait s'approcher de zéro, comme c'est également le cas pour celles portant sur les contrats CGZ et CGF.

FIGURE 3

Rendement – Juin 2030

COURBE	1,09 %	1,19 %	1,29 %	1,39 %	1,49 %	1,69 %	1,89 %	2,09 %	2,29 %	2,49 %	2,69 %	2,89 %	3,09 %	3,29 %	3,49 %	3,69 %
-2,0	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030
-0,2	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030
1,6	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030
3,4	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030
5,2	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030
7,0	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030
11,6	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030
16,2	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030
20,8	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030	Déc. 2030
25,4	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030	Déc. 2030	Déc. 2030	Déc. 2030
30,0	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030	Jun 2030	Déc. 2030	Déc. 2030	Déc. 2030	Déc. 2030	Déc. 2030

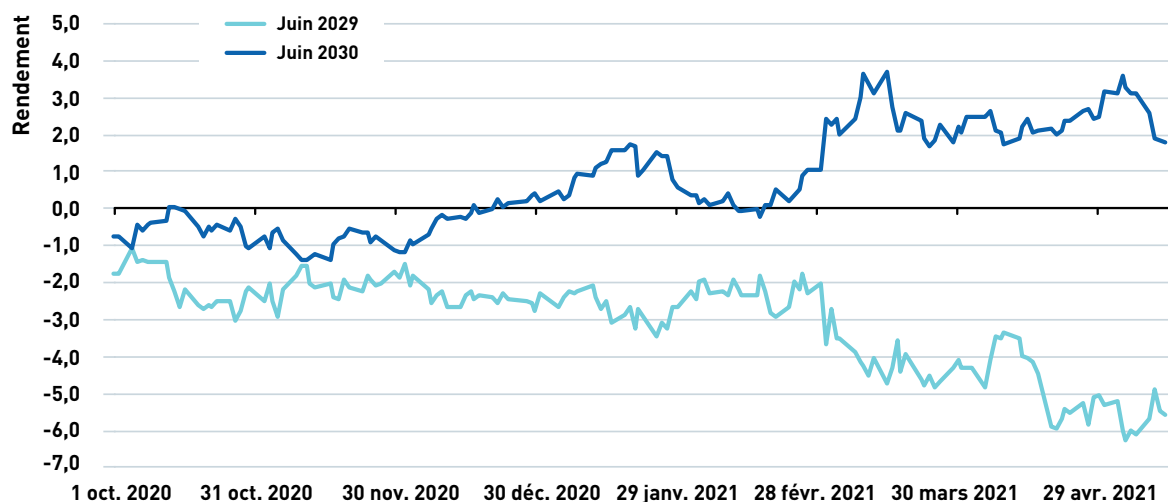
Valeur relative des obligations MCL

Pour le moment, les obligations de deux ans évoluent dans une fourchette serrée parce que la Banque du Canada s'est engagée à maintenir la faiblesse de ses taux cibles pendant longtemps et qu'aucun changement ne sera apporté au panier de livrables du contrat CGF ce mois-ci. Par conséquent, le présent article se penchera principalement sur la valeur relative des obligations les moins chères à livrer des contrats CGBM21 et CGBU21.

³ Lorsque les rendements sont inférieurs à 6 % et compte tenu des calculs mathématiques derrière le panier de livrables, l'obligation MCL est généralement de faible duration. Ce facteur, jumelé à la faiblesse extrême du coupon de décembre 2030, réduit encore plus la probabilité de substitution.

La figure 4 trace l'écart de swap en papillon⁴ par rapport aux plus proches voisines de l'obligation MCL du contrat CGB de juin, échéant en juin 2029, et l'obligation MCL du contrat CGB de septembre, échéant en juin 2030. Comme le démontre clairement le graphique, l'obligation échéant en juin 2029 s'est appréciée de façon soutenue par rapport à ses voisines, tout particulièrement après que le CGBM21 soit devenu le contrat actif, à la fin février. Parallèlement, l'obligation échéant en juin 2030 s'est dépréciée de façon soutenue au cours des six derniers mois (même mesure et même période). Le même phénomène touche les deux obligations de façon inverse, probablement à cause du changement d'obligation de référence de dix ans survenu à la fin janvier. Malgré tout, l'obligation échéant en juin 2030 devient la nouvelle obligation la moins chère à livrer du contrat CGB, et l'obligation sous-jacente est relativement bon marché par rapport à ses obligations voisines.

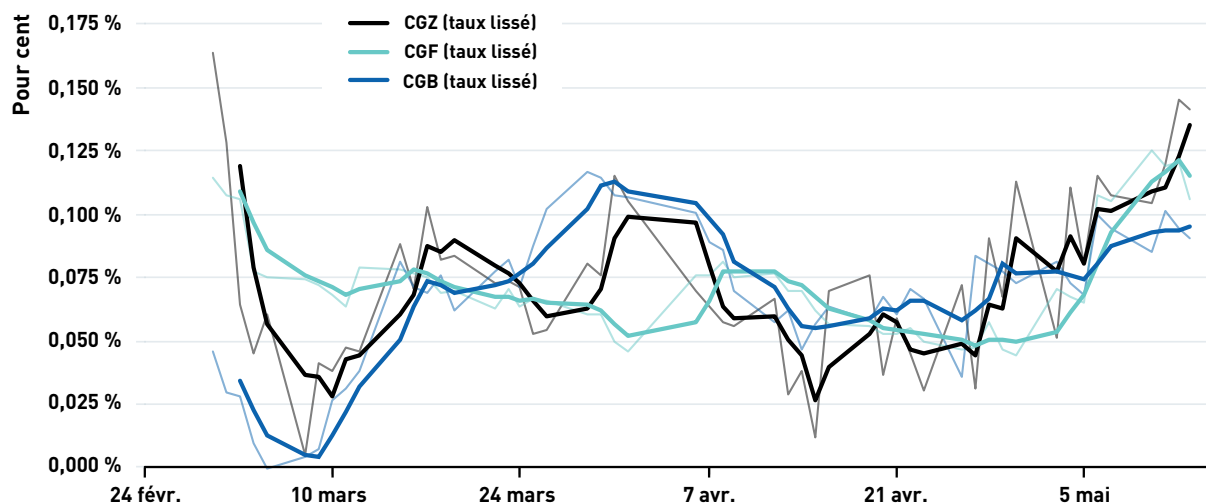
FIGURE 4
Écarts de swap en papillon – Juin 2030 et Juin 2029



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

Il n'y a pas que l'obligation MCL du contrat CGBU21 qui soit moins chère que les obligations voisines. En fait, les contrats sont meilleur marché que les obligations depuis plusieurs mois, mais le vent commence à tourner. Il reste à savoir si le phénomène des contrats à terme bon marché persistera avec l'arrivée des contrats U21. La figure 5 montre le taux quotidien de pension implicite⁵ pour chacun des trois contrats de titres à revenu fixe entraînant une livraison physique au Canada. Il démontre que la plupart du temps, les contrats se négocient à un taux de pension implicite nettement inférieur à 0,20 % ou 0,25 %, soit le taux sur le marché des swaps indexés à un jour au cours de la même période. Un faible taux de pension implicite est l'équivalent d'une base brute élevée. Il signifie que le contrat à terme est relativement bon marché par rapport à l'obligation la moins chère à livrer.

FIGURE 5
Taux de pension implicite : CGZ, CGF et CGB



Sources : Base de données sur les titres à revenu fixe Sapphire de BMO Marchés des capitaux¹, Bourse de Montréal

⁴ L'écart de swap en papillon constitue une mesure commune de la valeur relative et s'obtient par le calcul de l'écart des swaps sur les obligations les plus similaires venant à échéance avant et après l'obligation MCL. On multiplie ensuite l'écart de l'obligation MCL par deux, puis on soustrait l'écart des obligations comparables les plus rapprochées pour construire le papillon. Une valeur réduite indique que l'obligation MCL (le corps du papillon) s'est appréciée par rapport aux obligations voisines les plus proches (les ailes du papillon).

⁵ Le taux est lissé grâce à une moyenne mobile sur trois jours. C'est ce qui permet d'éliminer les aberrations du fait que le taux de pension implicite est calculé à partir des prix des obligations et des contrats à terme venant de sources différentes.

Les prix des contrats et de l'obligation MCL étant relativement bas, les gestionnaires axés sur la valeur relative et même les gestionnaires de portefeuilles d'espèces devraient avoir accès à des occasions d'acheter des contrats à terme pour compléter (ou remplacer) des obligations voisines dispendieuses, par exemple l'obligation de référence de dix ans.

Données essentielles et attentes

Les données essentielles susceptibles d'intéresser un gestionnaire de portefeuille qui détient une position dans les contrats M21 et qui planifie cette semaine sa stratégie de report sont présentées aux figures 6, 7 et 8. Pour préparer ces figures, nous avons utilisé les cours de clôture du 13 mai et réduit le nombre d'obligations MCL d'un montant équivalent aux positions détenues par la Banque du Canada, quoique les craintes de limitation de l'offre d'obligations MCL étaient apparemment infondées. Aucun des contrats U21 ne présentait d'intérêt en cours à la date de saisie des données, de sorte que les prix indiqués pour les contrats du mois de septembre, au même titre que toute analyse reposant sur le prix, ne sont pas basés sur les prix observés sur le marché à ce moment.

Le contrat CGBM21 procurera un portage positif durant la période de livraison du mois de juin, et pour cause : le coupon de l'obligation échéant en juin 2029, qui est de 2,25 %, est nettement supérieur au taux à un jour. En revanche, les obligations MCL du contrat CGZ et du contrat CGF sont assorties de coupons de 0,25 %, et leur portage durant la période de livraison est essentiellement neutre. Si l'un de ces contrats devenait meilleur marché que son obligation MCL, le portage pourrait devenir négatif et provoquer une livraison anticipée pendant le trimestre. Dans un contexte de portage négatif extrêmement faible (abstraction faite d'événements très improbables), nous croyons que les positions restantes après le report seront pratiquement les mêmes, que la livraison ait lieu par anticipation ou au dernier jour. Pour les trois contrats, nous avons calculé le taux de pension implicite et la base nette en fonction du dernier jour de livraison.

CGBM21 vers CGBU21

Comme c'est souvent le cas à la fin mai, le report du contrat CGB (dix ans) retiendra beaucoup d'attention, puisque l'obligation MCL du contrat est remplacée une fois par année. Malheureusement, nous ne pouvons pas nous prononcer sur les positions spéculatives ce trimestre, même si par le passé, le contrat CGB était tout indiqué pour les algorithmes de suivi des tendances. Nous croyons que dans le meilleur des cas, le nombre de positions sera faible, mais que leur orientation dépendra des paramètres du modèle, auxquels nous n'avons pas accès en tant qu'observateurs externes.

Pendant toute sa vie, le M21 a été le contrat actif, et son prix a été inférieur à celui de l'obligation MCL. Même si le taux de pension implicite a légèrement augmenté récemment, le contrat demeure bon marché par rapport aux obligations, compte tenu d'un taux de pension implicite d'environ 0,11 %. Nous croyons que cette tendance persistera et qu'elle touchera également le contrat U21.

FIGURE 6

Données essentielles sur le CGB

13 MAI 2021	ÉCHÉANCE RAPPROCHÉE (JUIN 2021)	ÉCHÉANCE ÉLOIGNÉE (SEPT. 2021)	VARIATION
Cours de clôture	139,510	143,410	-3,900
Obligation la moins chère à livrer (MCL)	Canada 2,250 %, juin 2029	Canada 1,250 %, juin 2030	Oui
Années après livraison (dernière livraison)	7,9	8,7	0,7
Facteur de concordance de l'obligation MCL	0,7645	0,6803	
Prix net de l'obligation MCL	106,9180	97,9551	
Rendement de l'obligation MCL	1,340 %	1,493 %	0,153 %
Base brute (cents)	26,3	39,3	
Base nette (dernier jour de livraison, cents)	2,4	1,9	-0,5
Taux de pension implicite (dernier jour de livraison)	0,09 %	0,20 %	0,11 %
VM01/100 de l'obligation MCL	7,9	8,3	0,4
Intérêt en cours	745 878	0	
Obligations MCL en circulation (millions)	5 231	29 281	24 050
Notionnel équivalent de l'obligation	74 588	74 588	
Multiple par rapport aux obligations en circulation	14,3x	2,5x	-11,7x

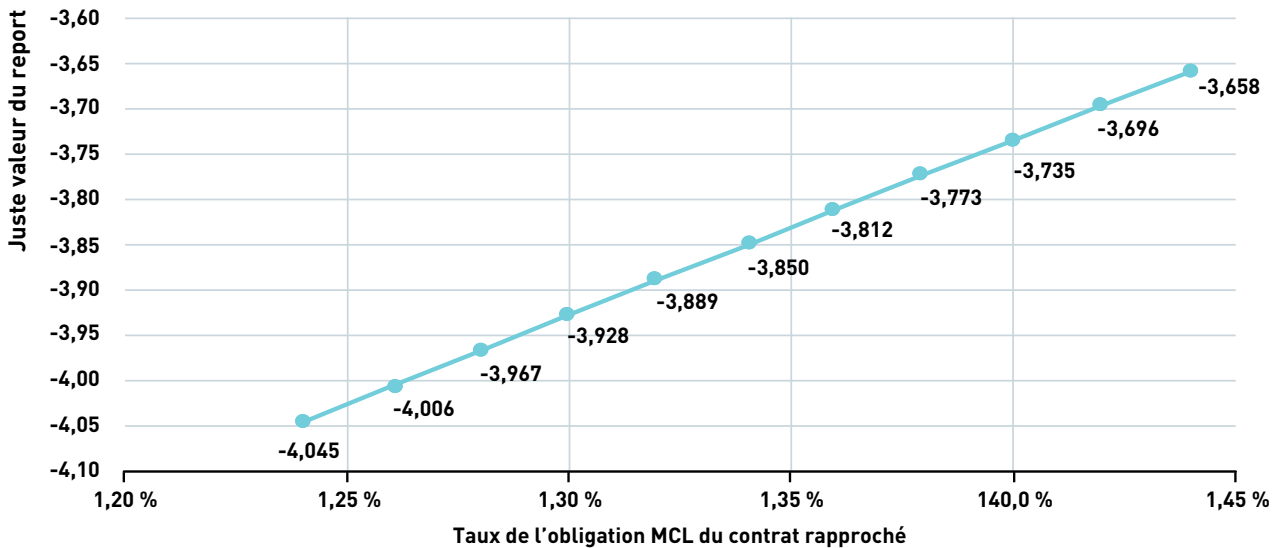
Sources : Base de données sur les titres à revenu fixe Sapphire de BMO Marchés des capitaux¹, Bourse de Montréal

À notre avis, le report du contrat CGB pour ce trimestre sera volatil pour trois raisons⁶ :

1. La date de report se glissera entre deux congés au Canada et aux États-Unis, ce qui pourrait inciter davantage de participants à en profiter rapidement.
2. Compte tenu de la différence de 19 % entre la VM01 du contrat M21 (10,3 cents par point de base) et le contrat U21 (12,3 cents par point de base), les reports de type un pour un seront peu prévalents. Il pourrait y avoir une offre (ou une demande) excédentaire de contrats U21 par rapport aux contrats M21 chaque fois qu'un acheteur (ou un vendeur) motivé de contrat M21 souhaite profiter de la liquidité d'un report tout en maintenant une exposition à la VM01.
3. La juste valeur du report sera instable en raison de l'écart important entre les VM01. En effet, peu de participants passeront des ordres à cours limité, et la liquidité pourrait être peu élevée. Par conséquent, ce report sera plus volatil que celui des autres trimestres. L'instabilité de cette juste valeur est manifeste dans la figure 7, qui illustre l'évolution de la juste valeur lors du report du 25 mai en fonction de la pente actuelle de la courbe de rendement et d'un taux de pension implicite de 0,10 % pour les deux contrats. La moindre variation de rendement peut faire fluctuer la juste valeur du report de 5 ou 10 cents.

FIGURE 7

Juste valeur du report CGBM21-CGBU21 selon le taux, 25 mai 2021



CGZM21 vers CGZU21

Lancé récemment et assorti de nouvelles modalités, le contrat de deux ans présente actuellement un intérêt en cours de 37 000 contrats. Par conséquent, nous avons peu de raisons de croire que la période de report ne sera pas ordonnée. Le contrat en est un dont le portage est pratiquement neutre durant la période de livraison, de sorte que les détenteurs de positions vendeur pourraient (ou non) livrer hâtivement si des contrats demeurent ouverts après la date du premier jour d'avis. Pour le prochain contrat, la valeur MCL passera de l'obligation échéant en février 2023 à celle échéant en mai 2023, ce qui représente une prolongation d'échéance relativement négligeable. Comme c'est le cas pour les contrats CGF et CGB, le prix actuel du contrat CGZ est légèrement inférieur à celui des obligations selon un taux de pension implicite de 0,14 %.

Malgré le changement d'obligation MCL dans le panier de livrables et la prolongation de l'échéance, la dynamique de prix du contrat CGZ est beaucoup moins importante que celle du contrat CGB. Du côté des taux de deux ans, la juste valeur du report fluctue en fractions de cents par point de base. Les variations de rendement des obligations de deux ans sont peu importantes dernièrement, et nous ne croyons pas que l'écart aura une incidence sur le report du contrat CGZ. Compte tenu de cette stabilité attendue et au moment d'écrire ces lignes, nous nous attendons à ce que la juste valeur du report oscille autour de 13,2 cents.

⁶ Pour en savoir plus, veuillez consulter l'article intitulé « Report sur CGB de juin à septembre : un report pas comme les autres », publié par la Bourse de Montréal (MX) en avril 2021.

FIGURE 8
Données essentielles sur le CGZ

13 MAI 2021	ÉCHÉANCE RAPPROCHÉE (JUN 2021)	ÉCHÉANCE ÉLOIGNÉE (SEPT. 2021)	VARIATION
Cours de clôture	109,815	109,685	0,130
Obligation la moins chère à livrer (MCL)	Canada 0,250 %, févr. 2023	Canada 0,250 %, mai 2023	Oui
Années après livraison (dernière livraison)	1,6	1,6	0,0
Facteur de concordance de l'obligation MCL	0,9101	0,9101	
Prix net de l'obligation MCL	99,9566	99,8530	
Rendement de l'obligation MCL	0,275 %	0,325 %	0,050 %
Base brute (cents)	1,4	2,9	
Base nette (dernier jour de livraison, cents)	1,4	2,9	1,5
Taux de pension implicite (dernier jour de livraison)	0,14 %	0,17 %	0,03 %
VM01/100 de l'obligation MCL	1,7	2,0	0,2
Intérêt en cours	37 533	0	
Obligations MCL en circulation (millions)	14 879	19 385	4 506
Notionnel équivalent de l'obligation	3 753	3 753	
Multiple par rapport aux obligations en circulation	0,3x	0,2x	-0,1x

Sources : Base de données sur les titres à revenu fixe Sapphire de BMO Marchés des capitaux¹, Bourse de Montréal

CGFM21 vers CGFU21

Le passage du contrat M21 au contrat U21 n'entraînera aucun changement au panier de livrables du contrat CGF (cinq ans) – à l'exception, bien entendu, des facteurs de concordance.

Le taux de pension implicite de seulement 0,11 % au moment d'écrire ces lignes signifie que le prix du contrat CGFM21 est relativement plus bas que celui des obligations de près de 1 cent. Dans le contexte actuel, il s'agit d'une situation normale. Un rapprochement entre le prix du contrat CGFU21 et sa juste valeur au moment où la liquidité commencerait à se renforcer rendrait possible pour les détenteurs de positions vendeur dans le contrat M21 d'opter pour un report hâtif plutôt que tardif afin de tirer profit de la faiblesse relative du prix du contrat antérieur.

L'intérêt en cours du contrat demeure gérable pour l'ensemble des participants. Ainsi, du point de vue des contrepartistes comme des spéculateurs, ce report devrait tout simplement s'inscrire dans la foulée des positions précédentes. Nous nous attendons à un report tout aussi paisible qu'équilibré, sans raison valable pour que la volatilité s'imisce dans l'établissement des prix relatifs des deux contrats.

FIGURE 9
Données essentielles sur le CGF

13 MAI 2021	ÉCHÉANCE RAPPROCHÉE (JUN 2021)	ÉCHÉANCE ÉLOIGNÉE (SEPT. 2021)	VARIATION
Cours de clôture	126,410	124,640	1,770
Obligation la moins chère à livrer (MCL)	Canada 0,250 %, mars 2026	Canada 0,250 %, mars 2023	Non
Années après livraison (dernière livraison)	4,7	4,4	-0,3
Facteur de concordance de l'obligation MCL	0,7654	0,7761	
Prix net de l'obligation MCL	96,7720	96,7720	
Rendement de l'obligation MCL	0,941 %	0,941 %	0,000 %
Base brute (cents)	1,8	3,9	
Base nette (dernier jour de livraison, cents)	1,7	3,6	1,9
Taux de pension implicite (dernier jour de livraison)	0,11 %	0,15 %	0,04 %
VM01/100 de l'obligation MCL	4,6	4,6	0,0
Intérêt en cours	91 179	0	
Obligations MCL en circulation (millions)	18 538	18 538	0
Notionnel de l'obligation MCL de l'intérêt en cours du contrat d'échéance rapprochée	9 118	9 118	
Multiple de l'obligation MCL de l'intérêt en cours du contrat d'échéance rapprochée	0,5x	0,5x	0,0x

Sources : Base de données sur les titres à revenu fixe Sapphire de BMO Marchés des capitaux¹, Bourse de Montréal

Potentiel d'atout

Le contrat CGB présentera un portage positif au cours de la période de livraison de ce trimestre. Pour que l'option d'atout génère un profit au début de la période de livraison, il faudrait que le rendement de l'obligation MCL diminue de 6 points de base après l'établissement du prix de règlement. Même si le seuil de changement de prix reculait de quelques points de base d'ici la fin de la période de négociation du contrat, nous croyons que peu d'investisseurs tenteront de lever leur option d'atout sur le contrat CGB ce trimestre. En effet, sur le plan de l'atout, le contrat H21 présentait des caractéristiques presque identiques au contrat M21, et pourtant, le nombre de contrats livrés était inférieur à 200⁷.

Les contrats CGZ et CGF ont un portage pratiquement neutre, mais présentent un intérêt en cours peu élevé, et dans le cas du contrat CGZ, le facteur de concordance est élevé. Ces éléments réduisent le potentiel de profit et la probabilité de levée d'un atout⁸ dans le contrat CGZ. En effet, les investisseurs pourraient trouver des options plus intéressantes ailleurs.

Comme c'était le cas pendant le dernier trimestre, les chances de levée d'une option d'atout semblent meilleures du côté du CGFM21, et ce, bien que nous ayons rarement été témoins de la levée d'options d'atout dans ce contrat. Comme le portage du contrat est pratiquement neutre, le seuil auquel une augmentation de prix de l'obligation MCL permettrait de lever une option d'atout est essentiellement de zéro, et ce, pendant toute la période de livraison. Par exemple, un investisseur pourrait détenir une position acheteur de 1 000 contrats pendant la période de livraison à un coût pratiquement nul (c'est-à-dire sans érosion de la valeur de l'option d'atout). Si l'obligation remontait de 2 points de base au dernier moment (d'environ 9 cents dans le cas d'un contrat de 5 ans), l'investisseur pourrait vendre l'excédent de livraison à profit, puis livrer le reste de ses obligations prévues au contrat tout en réalisant un profit d'environ 28 000 \$. Cela dit, même s'il n'y avait aucune possibilité de lever une option d'atout, la période de report du contrat M21 vers le contrat U21 serait échue depuis longtemps, et l'investisseur devrait avoir la volonté et la possibilité de livrer les obligations.

Selon les rapports de livraison de la Corporation canadienne de compensation de produits dérivés (CDCC)⁹ sur les trois contrats, le nombre de livraisons à l'échéance de mars était extrêmement faible. Par conséquent, on peut comprendre que les contrats à terme présentent peu d'options et peu d'occasions liées à la valeur relative.

Regard vers l'avenir et occasions à saisir

- Ce report marquera la fin d'une époque pour le contrat CGB. En effet, le report du contrat M22 vers le contrat U22, au cours duquel l'obligation échéant en juin 2030 sortira du panier de livrables, aura lieu 6 mois plus tard plutôt que 12. Par conséquent, la prolongation de l'échéance est en voie de devenir un événement semestriel et moins espacé – tant et aussi longtemps que deux nouvelles obligations de 10 ans seront émises chaque année.
- L'intérêt récent accordé à l'utilisation des contrats CGF et CGB pour concrétiser des transactions fondées sur la courbe de rendement s'est maintenu ce trimestre. Parallèlement, la Bourse de Montréal a observé presque 90 000 transactions unitaires fondées sur l'atténuation ou l'aplatissement de la courbe et reposant sur la combinaison 2CGFM21-1CGBM21. Déjà, le volume observé dans la stratégie M21 est supérieur au total pour les contrats H21, et pour cause : les contrats à terme demeurent un moyen populaire pour exécuter rapidement et à peu de frais des transactions fondées sur la courbe de rendement 5-10 ans au Canada.
- Compte tenu des coupons à 0,25 % pour les obligations MCL des contrats CGZU21 et CGFU21, il est encore possible que les contrats connaissent une « base négative » et fassent l'objet de livraisons anticipées. Nous avons justement écrit un article sur ce concept récemment ([« Prévoir et comprendre la base négative des contrats à terme »](#), avril 2021). Il pourrait être utile à certains clients, mais déroutant pour d'autres.
- Les occasions liées à la valeur relative demeurent abondantes, les obligations acquises lors d'adjudications dans le cadre d'opérations de couverture sur les contrats CGB et CGF étant presque toujours intéressantes. De plus, le recours à des contrats à terme plutôt que des obligations de référence est un choix intéressant, notamment dans le cas du CGB : comme il a été mentionné plus tôt, son obligation MCL est bon marché.
- Lorsque la Banque du Canada a commencé à accumuler des positions importantes en obligations, nous craignons que cette situation provoque une pénurie d'obligations à livrer, qui aurait rendu les reports de contrat plus volatils. D'une part, nos craintes se sont révélées non fondées pour différentes raisons. D'autre part, la banque centrale vient d'élargir le volume auquel chaque participant était admissible dans le cadre du programme – une décision qui découle de l'impression de pénurie d'obligations sur le marché des pensions (sans lien avec les contrats à terme, à notre avis). Voilà qui devrait éliminer le risque qu'une pénurie d'obligations MCL perturbe les marchés des contrats à terme.

⁷ En théorie, il est possible que certains investisseurs aient voulu lever une très petite option d'atout.

⁸ Le potentiel de profit avec les options d'atout intégrées est plus élevé lorsque les facteurs de concordance s'éloignent de 1. Dans le cas du contrat CGZH21, le facteur de concordance de l'obligation MCL est de 0,9101, soit une valeur nettement supérieure à celle des obligations MCL du contrat CGF ou du contrat CGB, ce qui réduit le potentiel de profit, et ce, même si un scénario propice à la levée de l'option venait à se présenter.

⁹ Ces rapports sont accessibles sur le site Web de la CDCC, à la page « [Rapports de livraison](#) ».



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

T +1 514 871-3501
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, 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 sous licence.

Les renseignements qui figurent dans le présent document sont fournis à titre d'information seulement. Le présent article n'est pas endossé par le Groupe TMX ou ses sociétés affiliées. Les points de vue, les opinions et les conseils contenus dans le présent document sont uniquement ceux des auteurs. Le présent document n'est pas endossé par le Groupe TMX ou ses sociétés affiliées. Ni Groupe TMX Limitée ni ses sociétés affiliées ne garantissent l'exhaustivité des renseignements qui figurent dans le présent document 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 document. CGB, CGF, CGZ, CTD, Bourse de Montréal et MX sont des marques déposées 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.

© Bourse de Montréal Inc., 2021. Tous droits réservés. Il est interdit de reproduire, de distribuer, de vendre ou de modifier le présent document sans le consentement préalable écrit de Bourse de Montréal Inc.