

**CGZ** Contrats à terme sur obligations du gouvernement du Canada de deux ans

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

**CGB** Contrats à terme sur obligations du gouvernement du Canada de dix ans

**BOURSE DE MONTRÉAL**

# Le point sur les reports entre contrats

U21 et Z21

Août 2021



VOIR LE FUTUR.  
RÉALISER L'AVENIR.<sup>MD</sup>

# Sommaire

## DE LA PÉRIODE DE REPORT TRIMESTRIELLE

Comme le premier jour d'avis tombe le 30 août, les jours où la liquidité sera favorable au report U21-Z21 des contrats CGZ, CGF et CGB seront les 25 et 26 août. Les clients patients pourront s'attendre à ce que la manœuvre se poursuive jusqu'au vendredi 27 août, et les possibilités ne manqueront pas.

Les algorithmes de négociation ont probablement pris des positions acheteur sur le contrat CGBU21, voire sur le contrat CGFU21, mais dans une moindre mesure. Voilà qui pourrait exercer des pressions baissières sur le prix du U21 par rapport au Z21 vers le début de la période de report. Le contrat CGBU21 a rompu avec le paradigme des « contrats à terme peu dispendieux », qui prévalait depuis quelque temps. Désormais, il se négocie à un prix comparable ou légèrement supérieur à celui de son obligation la moins chère à livrer (MCL). Les gestionnaires axés sur la valeur relative pourraient profiter de ce changement de combinaison, qui comprend une augmentation du prix de l'obligation MCL par rapport aux obligations voisines, pour acheter le contrat CGB.

La faiblesse du coupon de l'obligation MCL du CGBU21 (par rapport au M21) multipliera les occasions de lever l'option d'atout chez les vendeurs de contrats à terme qui seront enclins à le faire.

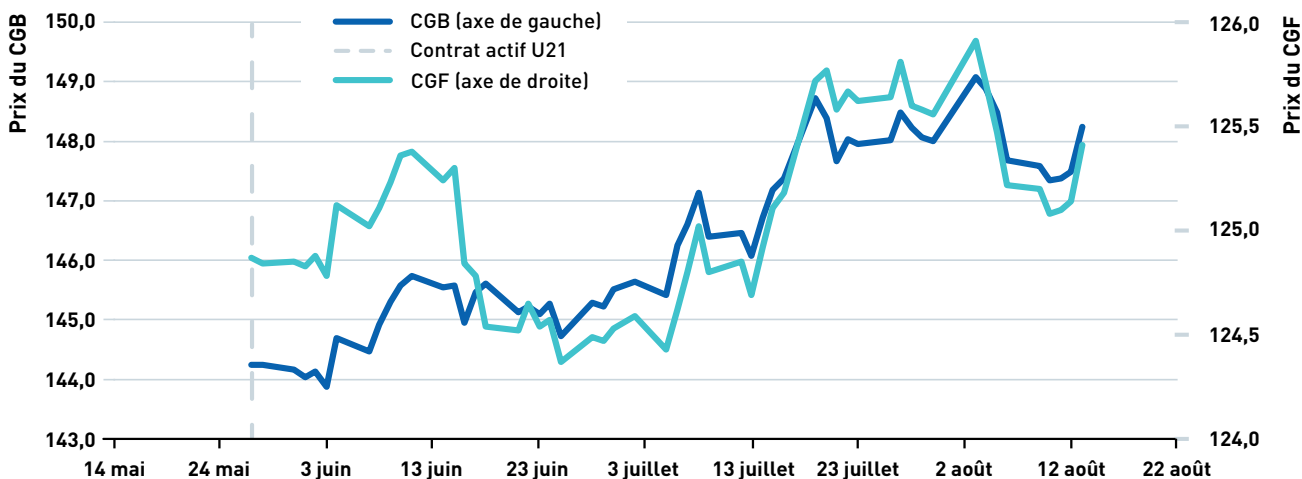
Remarque : Le dernier jour de livraison pour les contrats à terme de titres à revenu fixe entraînant une livraison physique U21 a été déplacé<sup>1</sup> au 29 septembre. Ce changement fait suite à la création de la Journée nationale de la vérité et de la réconciliation, un jour férié au Canada. De même, les derniers jours de négociation (date d'expiration) et d'avis ont été harmonisés aux dates pour les contrats standardisés.

<sup>1</sup> Pour en savoir plus, consultez les circulaires [131-21](#) et [132-21](#).

# Positions spéculatives

Bien que semblables, les cours des contrats à terme sur obligations du gouvernement du Canada (GdC) de 5 et de 10 ans (respectivement le CGF et le CGB) se sont écartés davantage qu'au cours des derniers trimestres (Figure 1). Ainsi, le CGF a connu plus de volatilité et de corrections importantes que le CGB, dont le prix a graduellement augmenté pendant la vie du contrat. Au début d'août, les deux instruments ont subi des corrections importantes d'environ 15 points de base, ce qui aurait poussé des modèles reposant sur une tendance à éliminer partiellement des positions risquées, établies face à la progression de la tendance.

**FIGURE 1**  
**Prix du CGF et du CGB, contrats U21**

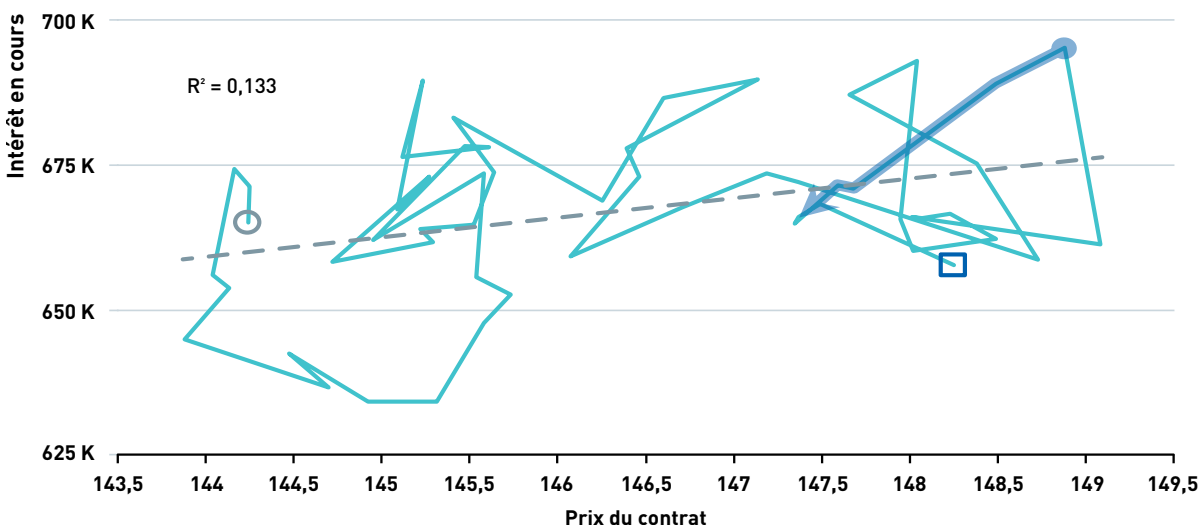


Source : Bourse de Montréal

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. Dans le cas du CGZ, l'analyse n'a révélé aucune information utile ce trimestre. Cela dit, nous avons remarqué que l'intérêt en cours du contrat a continué d'augmenter et qu'il vient de dépasser le cap des 50 000.

Pour ce qui est du CGB, l'analyse confirme que les positions ont été dénouées pendant la liquidation du début d'août, un événement qui a brisé la tendance des prix à la hausse. Cela dit, le nombre de positions liquidées entre le 4 et le 11 août s'élève à seulement 30 000. Vous trouverez à la Figure 2 l'intérêt en cours et le prix du contrat CGBU21 pendant la période où le CGBU21 était le contrat actif. Force est de constater que pendant la vie du contrat, la tendance générale n'était pas à la hausse de l'intérêt en cours. En effet, le  $R^2$  pour la régression entre le prix et l'intérêt en cours pendant la vie du contrat n'est que de 0,13, ce qui correspond à une tendance légèrement haussière de l'intérêt en cours dans un contexte d'augmentation de prix.

**FIGURE 2**  
**Prix du CGBU21 par rapport à l'intérêt en cours**

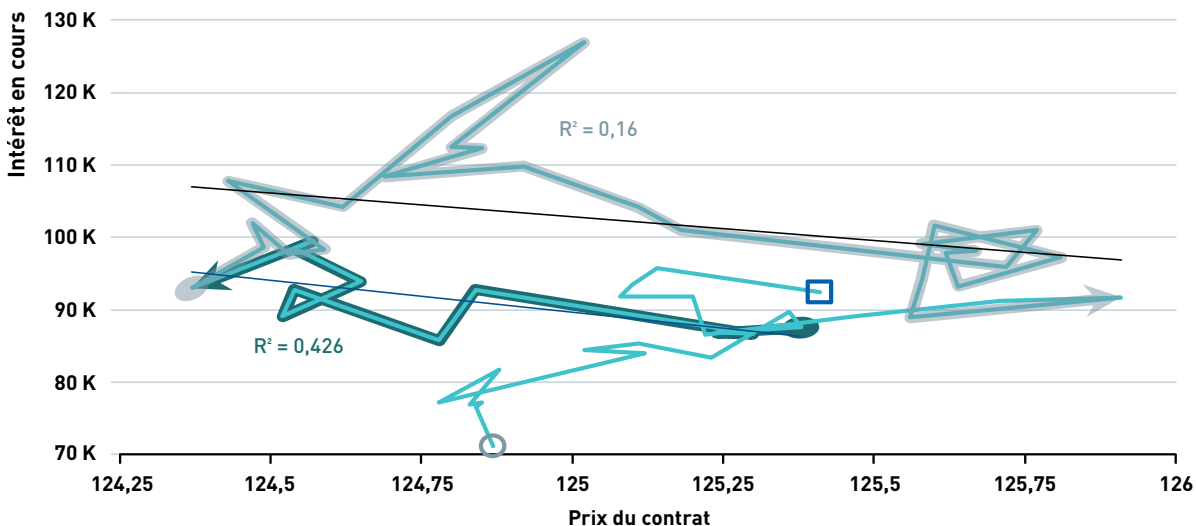


Source : Bourse de Montréal

La corrélation la plus forte s'est manifestée dans le CGF (contrat de 5 ans), mais nous n'avons eu d'autre choix que de diviser le trimestre en périodes de hausses et de baisses de prix. Au terme de cette analyse, le prix devient une variable raisonnablement révélatrice, comme en témoigne le  $R^2$  de 0,16 pendant la reprise soutenue et de 0,426 pendant la liquidation (Figure 3). Par ailleurs, nous croyons que cette nouvelle corrélation entre l'intérêt en cours et les prix augure bien pour la liquidité du contrat CGF. Elle indiquerait que certains adeptes des modèles de tendance auraient ajouté le contrat à leur liste d'instruments potentiels à utiliser sur le marché canadien des taux d'intérêt. En effet, l'intérêt en cours pour ce contrat a brièvement dépassé le cap des 120 000 au cours du trimestre, ce qui devrait confirmer que le produit continue à gagner en liquidité et à attirer de nouveaux clients.

**FIGURE 3**

### Prix du CGFU21 par rapport à l'intérêt en cours



Source : Bourse de Montréal

## Substitution de l'obligation la moins chère à livrer

Lorsque les taux d'intérêt sont faibles et relativement stationnaires, les possibilités de substitution de l'obligation la moins chère à livrer (MCL) deviennent pratiquement nulles. Par conséquent, parmi les contrats à terme de titres à revenu fixe entraînant une livraison physique, nous observons toujours peu de cas où il existe un potentiel de substitution. Les substitutions 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. Dans le contexte actuel, les contrats demeurent des substituts quasi parfaits des obligations ayant l'échéance la plus courte au sein du panier.

En fait, le potentiel de substitution est si faible que pour économiser de l'espace, 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. À la place, nous présentons un résumé des scénarios les plus proches d'une substitution de l'obligation MCL.

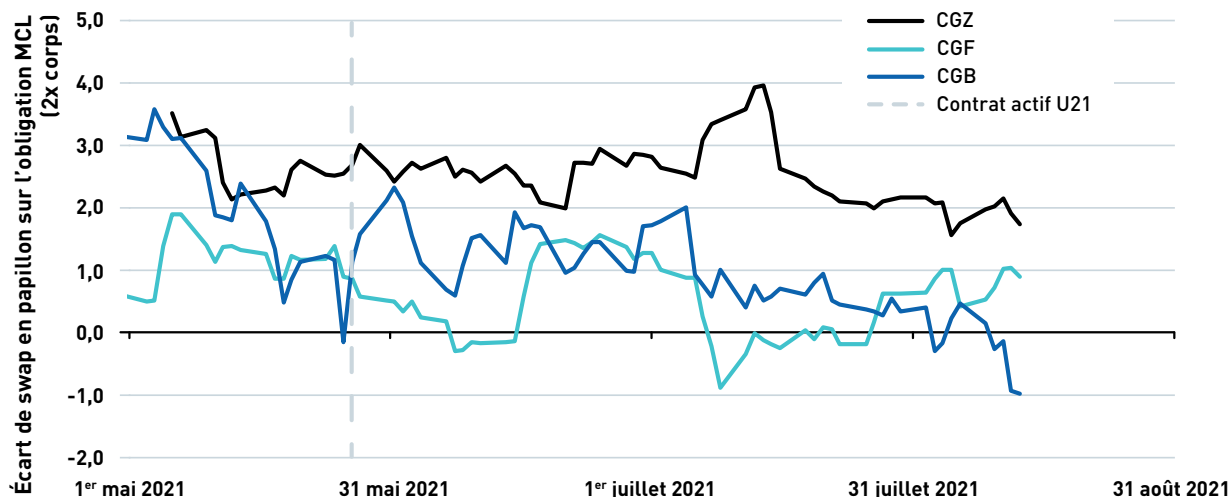
- CGZ : +175 points de base pour le taux de 2 ans avec une accentuation de +42 points de base pour les obligations du GdC échéant entre août et novembre 2023. Le premier scénario est très peu probable, et le deuxième est pratiquement impossible.
- CGF : +165 points de base pour le taux de 5 ans avec une accentuation de +30 points de base pour les obligations du GdC échéant entre septembre 2026 et mars 2027. Individuellement, les deux scénarios sont très peu probables, et la combinaison des deux est pratiquement impossible. À l'heure actuelle, il n'existe qu'une seule obligation dans le panier de livrables. Par conséquent, nous avons calculé le potentiel de substitution pour le CGFZ21 à l'aide d'une obligation hypothétique de 1 % échéant en mars 2027 (possiblement la prochaine à être vendue par adjudication).
- CGB : +160 points de base pour le taux de 10 ans avec une accentuation de +24 points de base pour les obligations du GdC échéant entre juin et décembre 2030. Bien qu'il soit plus plausible que les scénarios pour les contrats CGZ ou CGF, celui du contrat CGB demeure « pratiquement impossible ».

# Valeur relative des obligations MCL

Les variations de la valeur relative des obligations les moins chères à livrer des contrats CGFU21 et CGBU21 semblent prometteuses.

La Figure 4 trace l'écart de swap en papillon<sup>2</sup> par rapport aux plus proches voisins des obligations MCL du CGZU21, du CGFU21 et du CGBU21. Comme le démontre clairement le graphique, les swaps en papillon du CGF et du CGB ont récemment évolué dans des directions opposées. Plus précisément, l'obligation MCL du CGBU21 s'est appréciée par rapport à ses proches voisines, alors que celle du CGFU21 s'est dépréciée. Cette situation pourrait s'expliquer par le fait que l'obligation échéant en mars 2026, qui est actuellement la MCL du CGFU21, perdra son statut d'obligation de référence de 5 ans sous peu, en plus de perdre son statut d'obligation MCL lorsqu'elle sera exclue du panier de livrables du CGF. Parallèlement, l'obligation échéant en juin 2030, qui est la MCL du contrat CGB jusqu'en juin 2022, s'est continuellement appréciée au cours du trimestre. Par rapport à ses voisines, son prix a atteint un sommet depuis le début de 2021.

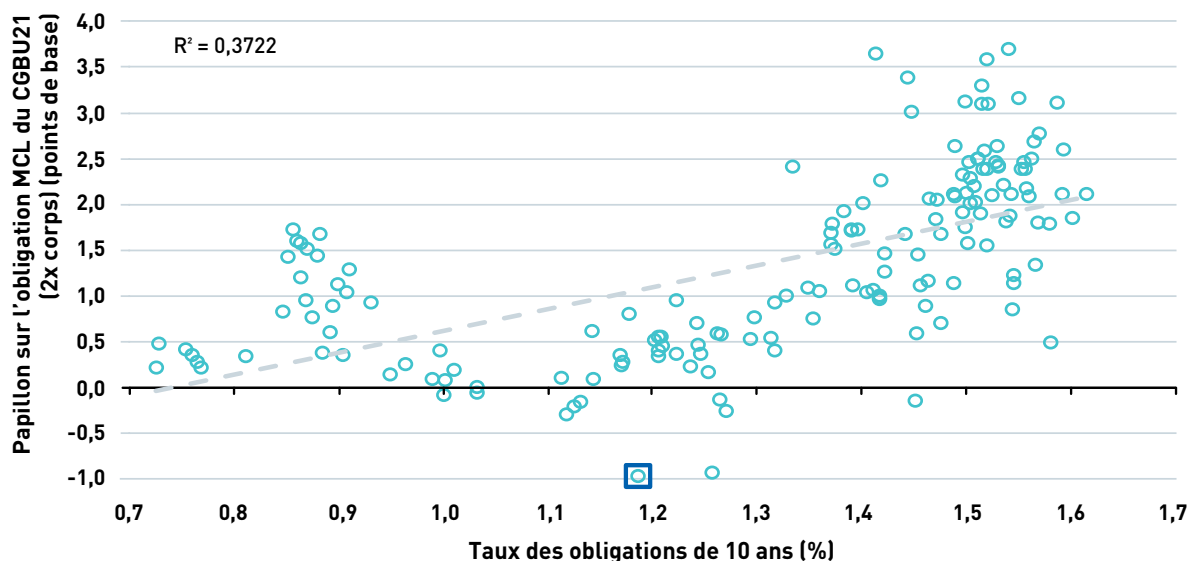
**FIGURE 4**  
**Écarts de swap en papillon sur l'obligation MCL du U21**



Source : Base de données sur les titres à revenu fixe Sapphire de BMO Marchés des capitaux<sup>i</sup>

En règle générale, l'appréciation de l'obligation MCL du contrat CGBU21 découle de l'évolution des taux à 10 ans au Canada, comme c'est toujours le cas en 2021. (Le même phénomène s'applique au Z21, dont l'obligation MCL n'a pas changé ce trimestre.) La Figure 5 est révélatrice : elle démontre la vigueur relative des taux ( $R^2$  de 0,37) pour les écarts de swap en papillon sur l'obligation MCL et du prix actuel de l'obligation échéant en juin 2030, soit la MCL des contrats CGBU21 et Z21, par rapport aux obligations voisines (le papillon se situe très bas dans le graphique, loin de la ligne tendancielle).

**FIGURE 5**  
**Taux des obligations de 10 ans par rapport au papillon sur l'obligation MCL**

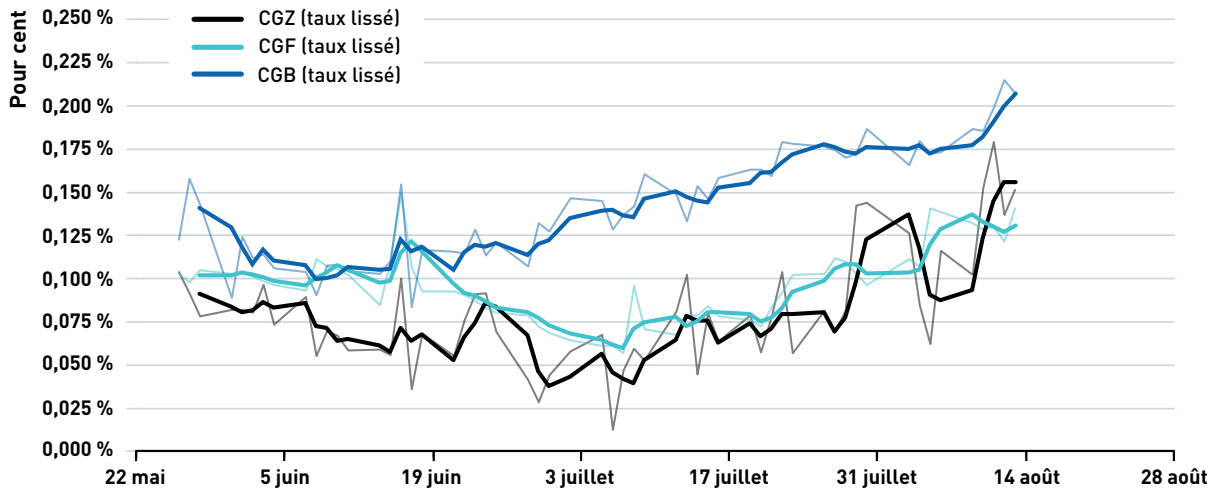


Source : Base de données sur les titres à revenu fixe Sapphire de BMO Marchés des capitaux<sup>i</sup>

<sup>2</sup> 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).

Un autre élément intéressant au sujet du CGBU21 est que pour la majeure partie de la période où il était le contrat actif, il se négociait à un prix inférieur à celui de l'obligation MCL, tout comme les autres contrats à terme au cours des derniers mois. Ainsi, ses taux de pension implicite oscillaient entre 10 et 15 points de base, à l'instar des trois contrats à terme sur obligations entraînant une livraison physique au Canada. Le CGBU21 a récemment rompu avec ce paradigme et aujourd'hui, il se négocie à un prix comparable aux taux d'intérêt à court terme qui sont implicites sur le marché des swaps sur taux d'intérêt à un jour. La Figure 6 fait état de l'appréciation des contrats, qui est manifeste dans le cas du CGB et, dans une moindre mesure, du CGZ et du CGF.

**FIGURE 6**  
**Taux de pension implicite : CGZ, CGF et CGB**



Source : Base de données sur les titres à revenu fixe Sapphire de BMO Marchés des capitaux<sup>1</sup>, Bourse de Montréal

Compte tenu de l'augmentation du prix des contrats par rapport au mois précédent et du cours relativement élevé de l'obligation MCL, les gestionnaires axés sur la valeur (et même les gestionnaires de portefeuilles au comptant) devraient être en mesure d'utiliser le CGB pour couvrir leurs positions sur obligations contre les effets de la durée – que ce soit pour des opérations reposant sur l'accentuation (5-10 ans) ou l'aplanissement (10-30 ans) de la courbe au moyen d'une obligation de 10 ans ou pour l'achat d'obligations vendues par adjudication.

## Données essentielles et attentes

La Figure 7, la Figure 8 et la Figure 9 présentent les données essentielles susceptibles d'intéresser le gestionnaire de portefeuille qui détient une position sur le contrat U21 et qui élabore sa stratégie de report cette semaine. Nous avons utilisé les cours de clôture du 13 août et réduit le nombre d'obligations MCL d'un montant équivalant aux positions détenues par la Banque du Canada. Cela dit, les risques d'une limitation moyenne de l'offre d'obligations MCL, comme celle qui a touché le contrat CGBM21 récemment, sont encore moins probables qu'avant grâce à une forte augmentation de l'offre d'obligations MCL. À la date de saisie des données, seul un petit nombre de contrats CGBZ21 avaient été négociés, et l'intérêt en cours du CGZ et du CGF était nul, 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 fondés sur les prix observés sur le marché à ce moment.

### CGBU21 vers CGBZ21

Comparativement au report précédent, qui a eu lieu à la fin mai, le report U21-Z21 du contrat CGB (10 ans) sera moins volatil et présentera moins d'occasions. Même si l'obligation la moins chère à livrer ne devrait pas changer d'un contrat à l'autre, la VM01 du Z21 devrait correspondre à 99 % de celle du U21. Quant au prix du report, il devrait rester stable à moins que les taux d'intérêt deviennent particulièrement volatils pendant la période de report. À l'heure actuelle, le prix du CGBU21 est très proche de celui de son obligation MCL selon un taux de pension implicite de 0,21 %, ce qui sort de l'ordinaire puisque les cours des contrats à terme ont longtemps été inférieurs à ceux des obligations.

Comme il a été mentionné plus tôt dans la section sur les positions spéculatives, nous croyons que les portefeuilles axés sur les modèles de tendance, qui doivent éviter la période de livraison, comporteront des positions acheteur sur des actifs moyennement risqués ce trimestre. Observée au début de la période de report, la pression sur les prix proviendra sans doute des investisseurs qui voudront soit vendre leurs positions acheteur sur U21 pour acheter le Z21 afin de maintenir leur placement, soit utiliser la liquidité du report pour dénouer leur position existante par la vente pure et simple du U21. Comme les probabilités de livraison anticipée sont minces en raison d'un portage très positif au cours de la période de livraison, ces clients seront peu pressés de négocier leur contrat, contrairement à ce qui s'est produit pendant le report du CGF ce trimestre (voir la section consacrée à cette période ci-dessous).

FIGURE 7

## Données essentielles sur le CGB

13 AOÛT 2021	ÉCHÉANCE RAPPROCHÉE (SEPT. 2021)	ÉCHÉANCE ÉLOIGNÉE (DÉC. 2021)	VARIATION
Cours de clôture	148,250	146,380	1,870
Obligation la moins chère à livrer (MCL)	Canada 1,250 %, juin 2030	Canada 1,250 %, juin 2030	Non
Années après livraison (dernière livraison)	8,7	8,4	-0,3
Facteur de concordance de l'obligation MCL	0,6803	0,6873	
Prix net de l'obligation MCL	100,9770	100,9770	
Rendement de l'obligation MCL	1,133 %	1,133 %	0,000 %
Base brute (cents)	12,3	37,0	
Base nette (dernier jour de livraison, cents)	0,5	-0,1	-0,7
Taux de pension implicite (dernier jour de livraison)	0,21 %	0,25 %	0,04 %
VM01/100 de l'obligation MCL	8,4	8,4	0,0
Intérêt en cours	657 710	36	
Obligations MCL en circulation (millions)	27 285	27 285	0
Notionnel de l'obligation MCL de l'intérêt en cours du contrat d'échéance rapprochée	65 771	65 771	
Multiple de l'obligation MCL de l'intérêt en cours du contrat d'échéance rapprochée	2,4x	2,4x	0,0x

Source : Base de données sur les titres à revenu fixe Sapphire de BMO Marchés des capitaux<sup>1</sup>, Bourse de Montréal

## CGZU21 vers CGZZ21

Rapidement, l'intérêt en cours du contrat de 2 ans a dépassé le cap des 50 000 au cours du trimestre. Néanmoins, il représente à peine 30 % du nombre d'obligations MCL en circulation, ce qui veut dire que les possibilités d'expansion sont importantes. Pour le prochain contrat, la valeur MCL passera de l'obligation du GdC échéant en mai 2023 à celle échéant en août 2023. Voilà qui représente une prolongation d'échéance relativement négligeable, comme c'est souvent le cas pour le CGZ. Émise il y a longtemps (trois ans), l'obligation à 2 % échéant en septembre 2023 est admissible au panier de livraison du CGZU21. Par contre, elle n'a pratiquement aucune chance d'être la valeur MCL et ne sera pas admissible à la livraison dans le CGZZ21. En effet, la Banque du Canada ne l'a pas rouverte, alors que le contrat l'exige pour les obligations de 3 ans.

Depuis environ un an, la variation des taux chez les obligations de 2 ans est modeste, mais recommence à gagner en volatilité. À l'heure actuelle, le prix du contrat CGZU21 est légèrement inférieur à celui des obligations selon un taux de pension implicite jusqu'à la livraison de 0,12 %, ce qui représente une différence d'environ un cent. À notre avis, la prolongation de l'échéance ne jouera pas un rôle important dans le report du CGZ, dont le prix sera assez stable, puisqu'il devrait évoluer dans une fourchette de 2 cents. Compte tenu de cette stabilité attendue, nous croyons que le prix du report oscille autour de sa juste valeur (environ 20,3 cents en date du 25 août), sur la base du taux d'intérêt à 2 ans en vigueur au moment d'écrire ces lignes. Nos méthodes d'analyse habituelles ne nous permettent pas de faire de prévision sur la pression des prix dans le cadre du report du CGZ ce trimestre.

FIGURE 8

## Données essentielles sur le CGZ

13 AOÛT 2021	ÉCHÉANCE RAPPROCHÉE (SEPT. 2021)	ÉCHÉANCE ÉLOIGNÉE (DÉC. 2021)	VARIATION
Cours de clôture	109,615	109,425	0,190
Obligation la moins chère à livrer (MCL)	Canada 0,250 %, mai 2023	Canada 0,250 %, août 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	99,7760	99,6150	
Rendement de l'obligation MCL	0,382 %	0,448 %	0,066 %
Base brute (cents)	1,5	2,7	
Base nette (dernier jour de livraison, cents)	1,5	2,7	1,2
Taux de pension implicite (dernier jour de livraison)	0,12 %	0,18 %	0,06 %
VM01/100 de l'obligation MCL	1,7	1,9	0,2
Intérêt en cours	45 639	0	

Obligations MCL en circulation (millions)	13 545	14 710	1 164
Notionnel de l'obligation MCL de l'intérêt en cours du contrat d'échéance rapprochée	4 564	4 564	
Multiple de l'obligation MCL de l'intérêt en cours du contrat d'échéance rapprochée	0,3x	0,3x	0,0x

Source : Base de données sur les titres à revenu fixe Sapphire de BMO Marchés des capitaux<sup>1</sup>, Bourse de Montréal

## CGFU21 vers CGFZ21

La valeur MCL du contrat CGF passera de l'obligation échéant en mars 2026 à celle échéant en septembre 2026 – celle qui est vendue par adjudication et qui, pour l'instant, est la seule à être admissible à la livraison dans le CGFZ21. Comme d'habitude, d'ici le jour de la livraison, la Banque du Canada émettra une nouvelle obligation dans le cadre d'un processus d'adjudication, et nous sommes presque certains qu'elle pourra être incluse dans le panier d'ici décembre. Dans l'état actuel des choses, la nouvelle obligation serait assortie d'un coupon de 1 %, qui pourrait changer selon la fluctuation des taux d'intérêt au cours des prochaines semaines.

Compte tenu du taux de pension implicite de seulement 0,14 % qui était en vigueur au moment d'écrire ces lignes, le prix du CGFU21 demeure relativement inférieur à celui des obligations, mais l'écart est moins important qu'au moment où il est devenu le contrat actif. En raison de la faiblesse du coupon, qui est de 0,25 %, si le prix du CGFU21 était supérieur à sa juste valeur, la base brute deviendrait négative et pourrait entraîner des livraisons anticipées. La différence de prix entre le CGFZ21 (qui, au moment d'écrire ces lignes, n'avait aucun intérêt en cours) et son obligation MCL risque de changer par rapport aux indications récentes si la base brute était particulièrement élevée et que, par le fait même, le taux de pension implicite était faible. Nous croyons que le prix du contrat se rapprochera davantage de sa juste valeur que les indications récentes ne portent à croire.

Compte tenu de la menace d'une livraison anticipée et du fait qu'à notre avis, les stratégies algorithmiques évitant la livraison détiennent des positions acheteur, nous croyons que le report du CGF commencera de bonne heure, porté par les chercheurs de liquidité du côté acheteur du CGFU21. En raison des pressions sur les prix, les investisseurs voudront soit vendre le U21 pour acheter le Z21 afin de maintenir leur placement, soit dénouer leur position existante par la vente pure et simple du U21. Quant aux vendeurs du contrat CGFU21, ils gagneront à attendre que les pressions sur les prix fassent effet au cours de la période de report.

Même si l'intérêt en cours atteint des sommets depuis quelques trimestres, celui du contrat CGF 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. Malgré de nouveaux signes encourageants d'une activité spéculative découlant de modèles, nous croyons que la plupart des participants se servent du contrat en guise de substitut aux obligations ou à titre d'instrument de couverture à long terme.

### FIGURE 9

## Données essentielles sur le CGF

13 AOÛT 2021	ÉCHÉANCE RAPPROCHÉE (SEPT. 2021)	ÉCHÉANCE ÉLOIGNÉE (DÉC. 2021)	VARIATION
Cours de clôture	125,410	125,600	-0,190
Obligation la moins chère à livrer (MCL)	Canada 0,250 %, mars 2026	Canada 1,000 %, sept. 2026	Oui
Années après livraison (dernière livraison)	4,4	4,7	0,2
Facteur de concordance de l'obligation MCL	0,7761	0,7960	
Prix net de l'obligation MCL	97,3430	100,4487	
Rendement de l'obligation MCL	0,848 %	0,909 %	0,060 %
Base brute (cents)	1,2	47,1	
Base nette (dernier jour de livraison, cents)	1,2	19,3	18,1
Taux de pension implicite (dernier jour de livraison)	0,14 %	-0,27 %	-0,41 %
VM01/100 de l'obligation MCL	4,4	4,9	0,5
Intérêt en cours	92 393	0	
Obligations MCL en circulation (millions)	14 780	12 056	-2 724
Notionnel de l'obligation MCL de l'intérêt en cours du contrat d'échéance rapprochée	9 239	9 239	
Multiple de l'obligation MCL de l'intérêt en cours du contrat d'échéance rapprochée	0,6x	0,8x	0,1x

Source : Base de données sur les titres à revenu fixe Sapphire de BMO Marchés des capitaux<sup>1</sup>, Bourse de Montréal



## Potentiel d'atout

Contrairement à ce qui s'est produit pour les quatre CGB (10 ans) précédents, le portage observé durant la période de report du U21 ne sera pas aussi positif, et ce, en raison de la faiblesse du coupon de la nouvelle obligation MCL. Par conséquent, le potentiel de levée de l'option d'atout est plus important que pour les contrats CGB précédents. Le seuil de levée de l'option d'atout pour chacun des jours de la période de livraison est présenté ci-dessous. Au début de la période de livraison, le taux doit reculer d'au moins 2 points de base (et le prix doit augmenter d'au moins 0,239 \$) entre 15 h et 17 h 30 pour que l'option d'atout soit profitable. En revanche, au 10 septembre, le seuil tombe à seulement 1 point de base. Grâce à la nouvelle obligation MCL du contrat CGB, un investisseur a beaucoup plus de chances de tirer un profit grâce à son option d'atout.

FIGURE 10

### Seuil pour la levée de l'option d'atout du CGBU21

DATE	PORTAGE RESTANT (\$ PAR CONTRAT)	VARIATION MINIMALE DU PRIX DE L'OBLIGATION MCL POUR LEVER L'OPTION D'ATOUT
30-août-2021	112,38	0,239
31-août-2021	108,37	0,231
1-sept-2021	104,36	0,222
2-sept-2021	88,30	0,188
3-sept-2021	84,29	0,179
7-sept-2021	80,27	0,171
8-sept-2021	76,26	0,162
9-sept-2021	64,22	0,137
10-sept-2021	60,21	0,128
13-sept-2021	56,19	0,120
14-sept-2021	52,18	0,111
15-sept-2021	48,16	0,102
16-sept-2021	36,12	0,077
17-sept-2021	32,11	0,068

Les contrats CGZ et CGF ont un portage pratiquement neutre et dans le cas du CGZ, le facteur de concordance est élevé, ce qui réduit le potentiel de profit et la probabilité de levée de l'option d'atout<sup>3</sup> dans le contrat CGZ. En effet, les investisseurs pourraient sans doute 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 CGFU21 (5 ans), 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<sup>4</sup>, 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.

Selon les rapports de livraison de la CDCC<sup>5</sup> sur le CGZM21 et le CGFM21, quelques milliers de contrats ont été livrés pendant la période de livraison de juin – parfois par anticipation en raison d'un portage neutre –, mais à notre avis, aucune de ces livraisons ne découlait de la levée d'une option d'atout. En ce qui concerne le CGB, plus de 25 000 contrats ont été pris pendant la période de livraison, un nombre impressionnant sur lequel nous nous sommes penchés peu de temps après la fin de la période. Pour en savoir plus sur la période de livraison des contrats CGB de juin, consultez l'article intitulé « Fin de la pénurie de livraisons », publié par la MX en juillet<sup>6</sup>.

3 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 CGZU21, le facteur de concordance de l'obligation MCL est de 0,9101, soit une valeur nettement supérieure à celle des obligations MCL du CGF ou du CGB. Voilà qui réduit le potentiel de profit, et ce, même si un scénario propice à la levée de l'option venait à se présenter.

4 Plus élevés, les coupons de l'obligation MCL du CGFZ21 et des contrats subséquents pourraient éliminer les possibilités d'atout par la suite.

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

6 [https://www.m-x.ca/f\\_publications\\_fr/futures\\_flash\\_article3\\_fr.pdf](https://www.m-x.ca/f_publications_fr/futures_flash_article3_fr.pdf)

# REGARD VERS L'AVENIR ET occasions à saisir

- Par rapport aux contrats récents, le CGB se négocie plus cher que les obligations, et le prix de son obligation MCL est plus élevé que celui de ses voisines, ce qui augure bien pour les gestionnaires de portefeuille axés sur la valeur relative.
- Il existe encore des occasions liées à la valeur relative, 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 CGF : comme il a été mentionné plus tôt, il est meilleur marché que son obligation MCL.
- 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. Depuis le début du trimestre, la Bourse de Montréal a déjà observé presque 90 000 transactions unitaires fondées sur l'atténuation ou l'aplatissement de la courbe et reposant sur la combinaison 2CGFU21-1CGBU21. En ce qui concerne le U21, le volume de négociation est inférieur de presque 10 000 contrats à celui du M21, mais il risque de dépasser le record précédent, qui était de presque 100 000 à l'échéance du U21.
- Le coupon de l'obligation échéant en septembre 2023, qui est de 2 %, est (relativement) élevé. Alors qu'il était admissible à la livraison dans le CGZU21, il ne sera pas pas admissible à la livraison dans le CGZZ21, sauf si la Banque du Canada décide de le rouvrir (ce qui est peu probable). Nos analyses précédentes révélaient que lorsque les taux sont bas, il est difficile pour une obligation de 3 ans de devenir la MCL du contrat CGZ.
- Au début de 2020, 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. Ces craintes se sont révélées infondées au départ, mais le degré d'activité du contrat CGBM21 a fini par nous donner raison. Toutefois, compte tenu de l'émission importante de nouvelles obligations MCL pour l'ensemble des contrats, dont le CGB, nous croyons qu'une pénurie d'obligations MCL est suffisamment rare pour nous éviter de revivre l'expérience du contrat CGBM21.



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](mailto:irderivatives@tmx.com)

[m-x.ca/futures](https://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.

© 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. 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, Bourse de Montréal et MX sont des marques déposées de Bourse de Montréal Inc. CDCC est une marque de commerce de la Corporation canadienne de compensation de produits dérivés et est utilisée sous licence. 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.