

## BOURSE DE MONTRÉAL

# Report sur CGB de juin à septembre : un report pas comme les autres

Le report de positions sur le contrat à terme sur obligations du gouvernement du Canada de dix ans (CGB) qui aura lieu à la fin mai, soit entre le contrat de juin et celui de septembre, sera différent de tout autre report de positions sur contrat à terme sur obligation du Canada entraînant une livraison physique à l'échéance, de sorte qu'il exige une adaptation de la stratégie de négociation des gestionnaires de portefeuille. Ceux-ci doivent prêter une attention particulière au report de juin à septembre, bien plus que lors de tout autre report de positions sur un autre contrat sur titres à revenu fixe du Canada.

### Changements de contrat et paniers de livrables

Les contrats à terme ont des échéances trimestrielles et, avant la période de livraison, les investisseurs devraient reporter leurs positions qu'ils souhaitent maintenir à l'aide de nouveau contrat. Chaque nouveau contrat apporte un changement dans le panier sous-jacent d'obligations livrables (c'est-à-dire le panier de livrables) : certains nouveaux contrats n'entraînent pas de changement dans la composition du panier de livrables, mais des modifications mineures quant aux facteurs de concordance; d'autres introduisent de nouvelles obligations livrables dans le panier ou éliminent d'anciennes obligations en fonction des normes de livraison publiées (caractéristiques des contrats) qui régissent la composition du panier.

### Changement annuel de l'obligation MCL

Jusqu'à tout récemment<sup>1</sup>, la Banque du Canada ne procédait qu'à une seule adjudication d'obligations de dix ans par année. Cela limitait le nombre d'obligations susceptibles de composer le panier de livrables du CGB à deux ou trois obligations, celles-ci ayant des échéances à un an d'intervalle. Étant donné que les taux obligataires sont si faibles par rapport au coupon notionnel de 6 % du contrat à terme, l'obligation ayant la plus courte échéance est presque assurément l'obligation la moins chère à livrer (MCL) et le contrat CGB est aligné sur cette obligation ayant la plus courte échéance du panier en ce qui a trait à la variation du prix, à la date d'échéance et à la sensibilité aux taux d'intérêt.

Cependant, le terme à courir de l'obligation ayant la plus courte échéance finit par être de moins de huit ans<sup>2</sup>, de sorte que cette obligation est retirée du panier d'obligations livrables. C'est alors l'obligation ayant l'échéance suivante qui devient presque assurément l'obligation MCL et le nouveau contrat est aligné sur la nouvelle obligation. Historiquement, cela se produit à la fin mai, juste avant que la période de livraison de juin débute et que le contrat CGB de septembre devienne le contrat actif.

Ci-après figure un extrait de la dernière circulaire de la Bourse de Montréal affichant la composition du panier de livrables pour les quatre prochaines échéances du contrat CGB<sup>3</sup>. L'obligation de juin 2029 à 2,25 % ne figure plus dans le panier après juin 2021. C'est alors l'obligation de juin 2030 à 1,25 % qui devient l'obligation MCL.

1 Les dépenses liées à la COVID-19 ont entraîné une deuxième échéance dans le calendrier des adjudications d'obligations de dix ans, mais celle-ci ne sera pas pertinente pour le contrat CGB avant la fin mai lorsque le contrat de septembre 2022 deviendra le contrat actif. Il n'est pas clair pour le moment si l'adjudication d'une obligation additionnelle chaque année se poursuivra une fois que la pandémie se sera calmée.

2 Selon les normes de livraison définies dans les caractéristiques du contrat CGB, le terme à courir minimal d'une obligation admissible à la composition du panier de livrables est de huit ans (fourchette de huit ans à dix ans et demi).

3 La liste des émissions des obligations du gouvernement du Canada livrables est publiée chaque mois avec leurs facteurs de concordance sur le [site Web de la Bourse de Montréal](#).

**FIGURE 1****Contrats à terme sur obligations du gouvernement du Canada de dix ans – CGB**

OBLIGATIONS DU GOUVERNEMENT DU CANADA		MONTANT EN COURS	JUIN 2021	SEPTEMBRE 2021	DÉCEMBRE 2021	MARS 2022
COUPON	ÉCHÉANCE	(CAN \$ MILLION)				
2,25 %	1 <sup>er</sup> juin 2029	12 300	0,7645			
1,25 %	1 <sup>er</sup> juin 2030	44 200	0,6734	0,6803	0,6873	0,6944
0,5 %	1 <sup>er</sup> décembre 2030	40 000	0,6061	0,6139	0,6218	0,6298
TOTAL DU MONTANT EN COURS DES OBLIGATIONS POUVANT FAIRE L'OBJET D'UNE LIVRAISON (millions \$ CAN)			96 500	84 200	84 200	84 200

Facteurs de conversion calculés sur la base d'un rendement de 6 %

Source : Bourse de Montréal, publié le 5 avril 2021.

## Report annuel de l'échéance et augmentation de la VM01

Il convient de noter que, à la différence de ce qui se produit pour d'autres contrats et sur la plupart des autres marchés à terme, la probable nouvelle obligation MCL impliquera un report de l'échéance d'une année complète, puisqu'il n'existe aucune obligation d'échéance intermédiaire, sauf (parfois) dans le cas des obligations de 30 ans, lesquelles ne sont pas admises dans le panier de livrables associé au contrat CGB<sup>4</sup>. Par conséquent, les changements entre les caractéristiques des contrats de juin et de septembre sont considérables.

Ensemble, le report d'une année de l'échéance de l'obligation MCL et le changement du taux de coupon entraînent inévitablement une augmentation importante de la valeur monétaire d'un point de base (VM01), ou de la sensibilité aux taux d'intérêt, lorsque l'on compare le contrat de septembre à celui de juin. Par exemple, selon les taux observés au début d'avril, la VM01 du contrat de septembre sera de 12,4 cents, tandis que celle du contrat de juin n'est que de 10,4 cents, soit une différence de près de 2 cents. À titre comparatif, l'écart de VM01 entre les contrats CGB de mars et de juin en février 2021 était inférieur à un dixième de cent.

## Effet de la VM01 sur la juste valeur du report

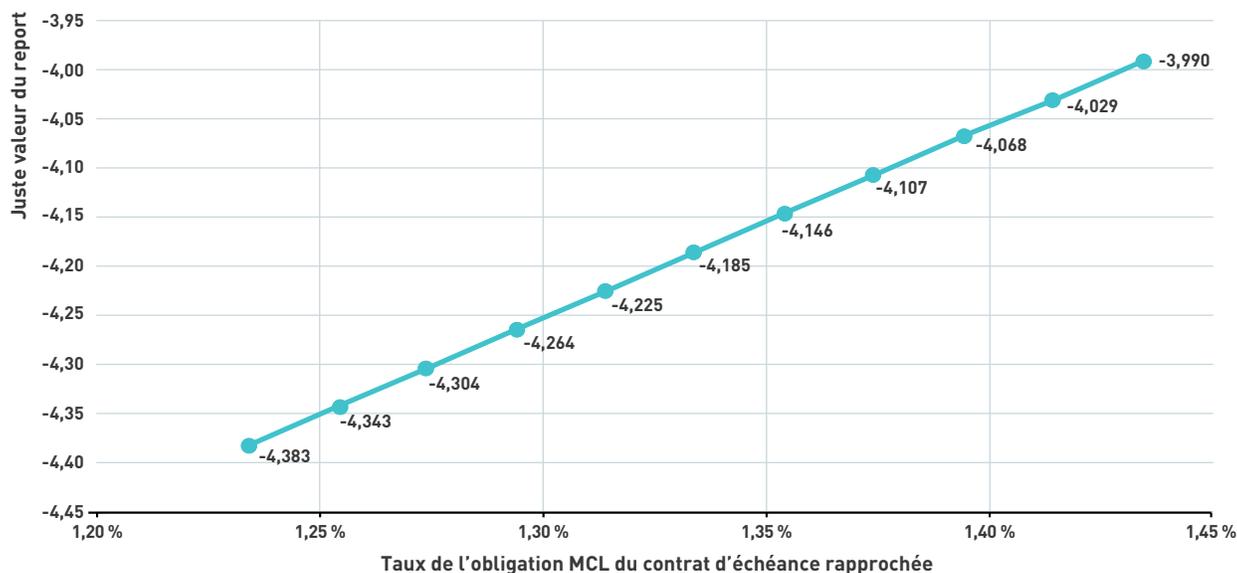
L'écart de VM01 susmentionné entre les contrats de juin et de septembre est important pour deux raisons.

D'abord, l'écart de VM01 cause une disparité entre l'offre et la demande du contrat de juin, d'une part, et l'offre et la demande du contrat de septembre, d'autre part, puisque la sensibilité aux taux d'intérêt de celui-ci est 1,2 fois celle du contrat de juin. Ainsi, les investisseurs demandent moins de contrats de septembre que de contrats de juin (tant pour les positions acheteur que vendeur), ce qui peut causer des écarts temporaires par rapport à la juste valeur du contrat de juin, du contrat de septembre ou des deux contrats, selon quels investisseurs doivent ou veulent reporter leurs positions à différents moments. On peut s'attendre à ce que le prix des écarts calendaires (ou le prix du report) soit plus volatil que lors d'autres périodes de report trimestriel du CGB.

Ensuite, l'écart de VM01 complique les choses pour les investisseurs qui négocient le report, puisque ceux-ci doivent acheter et vendre l'écart calendaire sur la base des prix et non des taux. La figure 1 montre la juste valeur estimée du report de positions sur le CGB de juin à septembre quelques jours avant le premier jour d'avis de livraison si les deux contrats se négocient à un taux de pension implicite de 0,15 % et que la pente de la courbe des taux ne change pas. Une variation de 10 points de base à la hausse ou à la baisse des taux à 10 ans en un jour serait synonyme d'une journée volatile, mais cela demeure néanmoins possible. Ainsi, nous avons établi le taux à 10 ans en vigueur comme point médian de l'axe des x dans la figure 2, puis nous avons affiché 10 points de base de rendement à la hausse et à la baisse<sup>5</sup>. La juste valeur du report (écart calendaire juin-septembre ou M21-U21) établie selon les hypothèses susmentionnées est représentée par l'axe des y et elle peut varier de 20 cents au cours d'une journée si les taux à 10 ans varient de plus de 10 points de base à la hausse ou à la baisse. Il est à noter que, par définition, ce changement de la juste valeur du report fait abstraction des changements dans la pente de la courbe des taux et de tout changement de la valeur relative de l'un ou l'autre des contrats par rapport aux obligations; la pente de la courbe des taux demeure constante, tout comme le taux de pension implicite de chaque contrat.

<sup>4</sup> À moins que l'ancienne obligation ait été rouverte au cours des 12 mois précédant le premier jour d'avis de livraison, ce qui est extrêmement rare, mais tout de même possible.

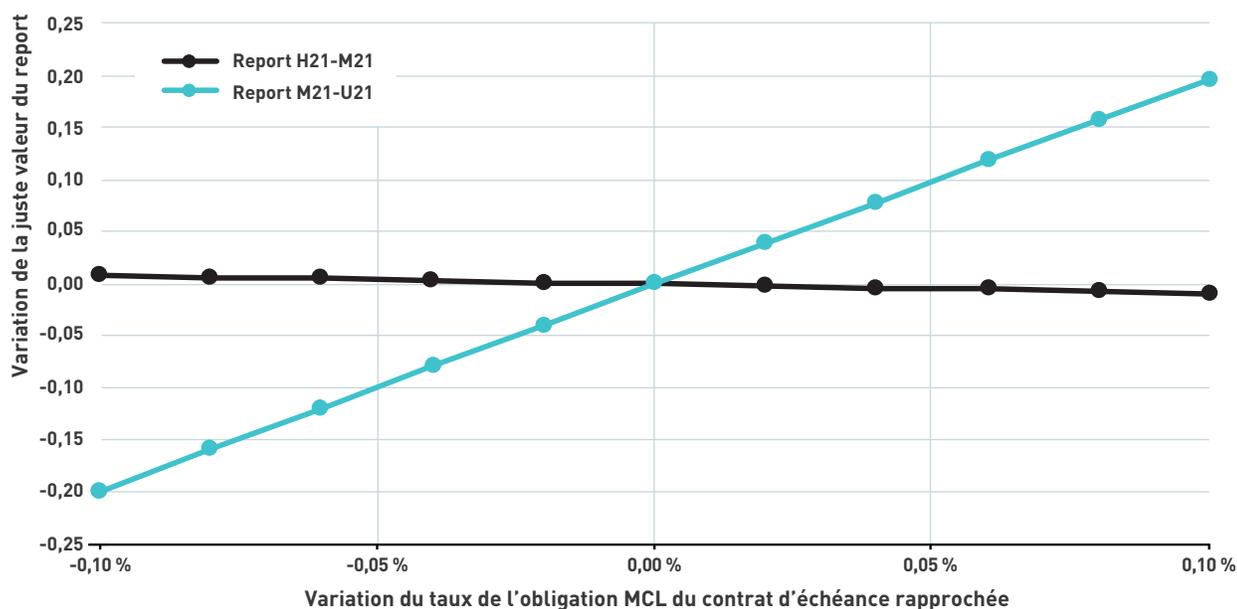
<sup>5</sup> Les deux contrats ont également un écart de convexité, de sorte que la courbe n'est pas droite, en fait, mais plutôt concave à l'origine. La courbure n'est ni apparente ni pertinente dans le cas de petites variations de taux d'intérêt.

**FIGURE 2****Juste valeur du report CGBM21-CGBU21 selon le taux, 25 mai 2021**

Source : Bourse de Montréal, calculs de l'auteur

**Inhabituel comparativement à d'autres périodes de report**

Pour mettre la figure 1 en perspective, nous avons tracé la courbe du report de positions sur le CGB de mars à juin, ainsi que celle du report de juin à septembre, tel qu'il est illustré à la figure 2. Souvenez-vous que le report de mars à juin comportait un écart de VM01 presque nul<sup>6</sup>, puisque les deux contrats impliquaient la même obligation MCL. La juste valeur du report de mars à juin était très stable pour une variation quotidienne d'amplitude normale des taux d'intérêt, contrairement à celle du report de juin à septembre.

**FIGURE 3****Juste valeur du report selon la variation du taux, H21-M21 et M21-U21**

Source : Bourse de Montréal, calculs de l'auteur

Le grand écart de VM01 observé entre les contrats CGB de juin et de septembre est unique en ce qui concerne les contrats au Canada en ce moment.

<sup>6</sup> Presque, mais pas tout à fait nul, puisque les facteurs de concordance ont changé.

Le contrat à terme sur obligations du gouvernement du Canada de 5 ans (CGF) est susceptible de connaître un changement d'obligation MCL deux fois par année, mais le report d'échéance de 6 mois et les échéances réduites que comprend son panier de livrables font en sorte que l'écart de VM01 entre les deux contrats représente moins du tiers (à peine 0,7 cent entre les contrats de mars et de juin) de l'écart entre les contrats CGB de juin et de septembre. Par ailleurs, les taux d'intérêt à 10 ans sont normalement plus volatils que les taux à 5 ans.

Le panier de livrables du contrat à terme sur obligations du gouvernement du Canada de 2 ans (CGZ) change encore plus souvent, mais l'écart de VM01 associée à un report d'échéance de 3 ou 4 mois à l'égard d'une obligation de 2 ans n'est normalement que d'un quart de cent<sup>7</sup>, soit moins d'un huitième de l'écart de VM01 observé dans le report de positions sur CGB de juin à septembre.

## Implications et stratégies de négociation

Le phénomène que nous venons de décrire au sujet du report de juin à septembre a d'importantes implications pour les gestionnaires de portefeuille.

Premièrement, la question d'établir un prix limite pour le report, que ce soit par voie électronique ou par l'intermédiaire d'un courtier, peut poser problème. L'investisseur peut juger son exposition au risque de taux d'intérêt trop élevé en achetant et vendant selon un ratio d'un pour un et il peut trouver que le marché négocie rapidement loin de son prix limite à mesure que les taux d'intérêt fluctuent, une chose qui ne se produit pas vraiment lors d'autres reports de positions sur le CGB.

Deuxièmement, les gestionnaires qui préfèrent être rémunérés pour fournir de la liquidité sur le marché et qui établissent généralement un prix limite pour le report, puis attendent que le marché atteigne leur prix peuvent trouver qu'ils sont des preneurs de liquidité plutôt que des fournisseurs de liquidité à mesure que les taux d'intérêt varient. En très peu de temps, leur limite de prix peut changer considérablement, par exemple, passant d'un prix acheteur en dessous de la juste valeur actuelle à un prix qui entraîne l'exécution d'une opération au prix vendeur d'un investisseur particulièrement vif qui a bien vu que la juste valeur avait changé en raison d'une variation des taux d'intérêt.

Troisièmement, il y a des moments où les variations de l'offre et de la demande des contrats de juin et de septembre entraînent un écart pouvant parfois atteindre quelques cents entre le prix du report et sa juste valeur en raison de l'écart de sensibilité aux taux d'intérêt. En théorie du moins, compte tenu de la disparité entre la VM01 des contrats de juin et de septembre, il est probable qu'il y ait un nombre accru d'opérations exécutées à un prix différent de la juste valeur.

Quatrièmement, étant donné les trois implications susmentionnées, les occasions devraient être nombreuses pour les gestionnaires vifs qui prennent part à la période du report de juin à septembre pendant la dernière semaine de mai. Inévitablement, certains gestionnaires peuvent ne pas être au fait de la dynamique inhabituelle qui caractérise le report à l'aide du contrat de septembre ou bien ils peuvent simplement ne pas avoir le temps de surveiller la juste valeur et leurs positions en temps réel en raison d'autres responsabilités. Les gestionnaires qui peuvent négocier activement le report trouveront presque toujours plus d'occasions profitables pendant un report de positions sur CGB de juin à septembre que lors de tout autre report trimestriel de positions sur contrat à terme.

<sup>7</sup> L'écart de VM01 dépend des taux d'intérêt en vigueur, de la pente de la courbe des taux, du terme à courir des obligations MCL relatives prévues, ainsi que de leurs taux de coupon respectifs.



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

T +1 514 871-3501

irderivatives@tmx.com

**m-x.ca/futures**

© 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. Le présent document est fourni à titre informatif seulement. Les opinions exprimées et les conseils fournis dans la présente publication reflètent uniquement ceux de son auteur. Le Groupe TMX et ses sociétés affiliées ne cautionnent pas la présente publication. Ni Groupe TMX Limitée ni ses sociétés affiliées ne garantissent l'exhaustivité des renseignements qui figurent dans la présente publication et ne sont responsables des erreurs ou des omissions que ceux-ci pourraient comporter ni de l'utilisation qui pourrait en être faite ou des décisions prises sur la base de ceux-ci. Cette publication ne vise pas à offrir des conseils d'ordre juridique, comptable, fiscal, financier ou autre, et l'on ne doit pas s'y fier de telles fins. 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 la présente publication. CGB, CGF, CGZ, 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 de commerce de TSX Inc. et elles sont utilisées sous licence.