

**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

**LGB** Contrats à terme sur obligations du gouvernement du Canada de trente ans

**BOURSE DE MONTRÉAL**

# Le point sur les reports entre contrats

M23 et U23

Mai 2023



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

# Sommaire

## DE LA PÉRIODE DE REPORT TRIMESTRIELLE

Le premier jour d'avis est le 30 mai pour les contrats de juin 2023 CGZ<sup>MC</sup> (2 ans), CGF<sup>MC</sup> (5 ans) et CGB<sup>MC</sup> (10 ans), alors que la livraison du LGB<sup>MC</sup> (30 ans) tombe le 21 juin, soit le dernier jour de négociation pour tous les contrats susmentionnés. Normalement, le report débuterait le 25 mai et se terminerait par une petite liquidation de positions trois jours plus tard. Toutefois, en raison de la fin de semaine et du Memorial Day aux États-Unis, il pourrait commencer un jour plus tôt, soit le 24 mai, et connaître un report de liquidité qui prendra fin en grande partie le 26. La Banque du Canada et la Réserve fédérale feront chacune une annonce relativement aux taux d'intérêt au cours de la période de livraison de juin.

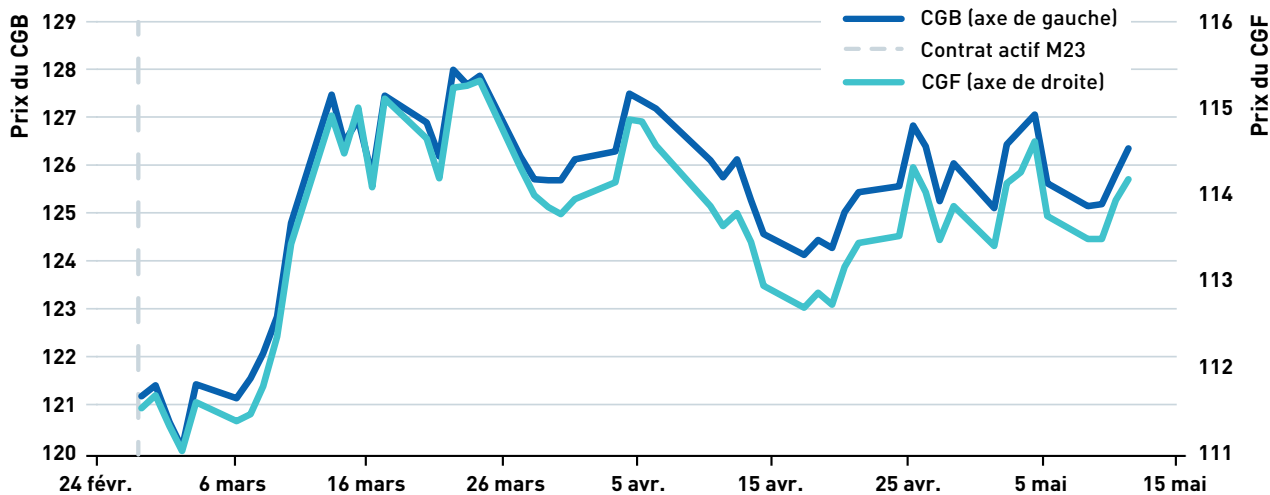
Sauf en cas d'assouplissement de politique monétaire, tous les contrats entraînant une livraison physique de titres à revenu fixe donneront lieu à un portage négatif au moment de la livraison en juin. Pour l'éviter, les détenteurs de positions vendeur voudront sûrement opter pour une livraison anticipée, sauf si l'option d'atout a de la valeur. Compte tenu de ce qui précède, la période de livraison sera semblable aux précédentes, qui étaient caractérisées par des portages négatifs pour les positions vendeur sur contrats à terme, des livraisons anticipées et des prix fondés sur la juste valeur des contrats au début de la période de livraison, non à la fin.

Les portefeuilles spéculatifs fondés sur des modèles détiennent probablement des positions acheteur sur CGF et CGB ce trimestre. Nous sommes d'avis que les positions acheteur sur CGB devraient être reportées le plus rapidement possible, et ce, pour différentes raisons. Les gestionnaires qui s'intéressent aux adjudications d'obligations du gouvernement du Canada pourraient se pencher sur le recours aux contrats LGBU23 et aux contrats LGB (30 ans) suivants, puisque ce sont leurs obligations les moins chères à livrer (MCL) qui seront mises aux enchères. Même après que le report entraîne l'arrivée d'une nouvelle obligation MCL pour le CGB, les options d'atout du contrat resteront intéressantes et fait étonnant, il y a de fortes chances que les investisseurs particulièrement agiles et avertis se soient prévalus de l'option d'atout du CGBM23 sans frais au début du mois de mai. Malgré le changement d'obligation MCL pour le LGB et la prolongation de l'échéance de 4 ans, le prix de report du contrat pourrait se révéler plus stable que les participants au marché l'attendaient, puisque l'augmentation de la valeur monétaire d'un point de base (VM01) est presque nulle.

# Positions spéculatives

Il est possible que les stratégies reposant sur une tendance n'aient pas permis une répartition complète des risques dans les contrats de juin, étant donné que les marchés ont évolué à l'intérieur d'une fourchette après la première moitié du mois de mars. La figure 1 démontre que sur la courbe de taux, les contrats CGF (5 ans) et CGB (10 ans) ont connu une forte reprise de 85 points de base au cours des premières semaines de mars, mais que depuis, les marchés évoluent en dents de scie, sans démontrer de tendance concrète. Pour certaines stratégies plus agiles, l'exception serait la période de liquidation survenue au début d'avril – rapidement suivie d'un autre point d'inflexion pour les prix au cours duquel les modèles ont probablement diminué leurs risques. Ainsi, nous nous attendons à une modération des positions spéculatives en préparation pour le report de juin.

**FIGURE 1**  
**Prix du CGF et du CGB – M23**

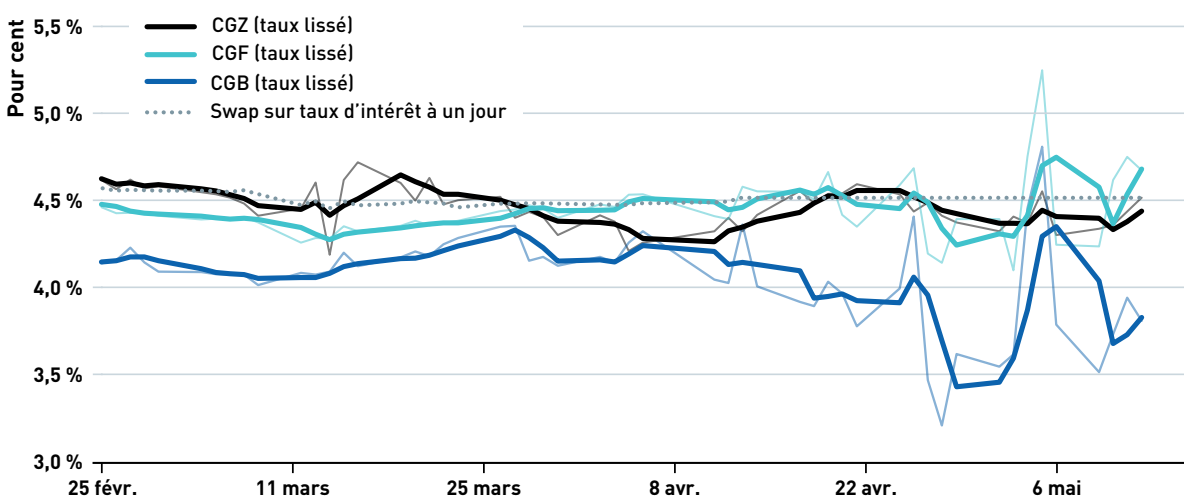


Source : Bourse de Montréal

Contrairement à nos habitudes, nous avons omis l'analyse de la corrélation entre les prix et l'intérêt en cours pour ce trimestre. En effet, elle était pratiquement inexistante, sauf au début de la période, d'autant plus que les positions en question ont probablement été liquidées en raison de l'évolution récente des prix.

Cela dit, nous avons conclu qu'il existe certaines positions spéculatives sur CGF et CGB, puisque la valeur relative de ces contrats était très volatile récemment. La figure 2 illustre le taux de pension implicite, qui sert à mesurer la valeur relative entre l'obligation MCL et le contrat à terme, pour les contrats CGZ (2 ans), CGF (5 ans) et CGB (10 ans). Pour le CGF et le CGB, la ligne monte en flèche, ce qui signifie que les contrats sont devenus plus chers<sup>1</sup> que l'obligation MCL au début de mai, après quoi ils sont redescendus à des niveaux plus proches de la normale, du moins pour le CGB.

**FIGURE 2**  
**Taux de pension implicite : CGZ, CGF, CGB**

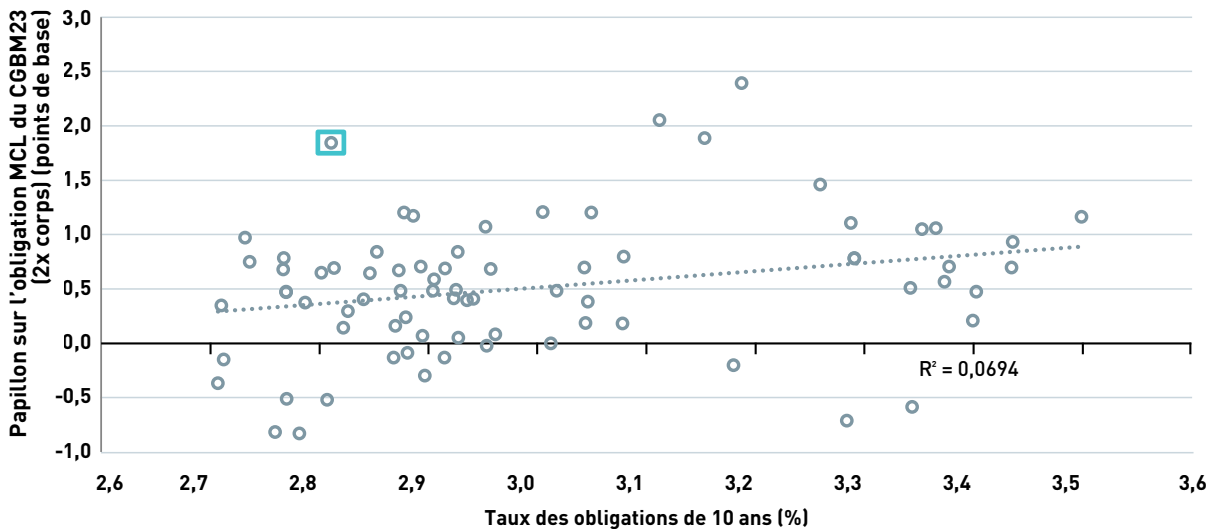


Source : Base de données sur les titres à revenu fixe Sapphire de BMO Marchés des capitaux<sup>1</sup>, Bourse de Montréal

<sup>1</sup> Un taux de pension implicite élevé signifie que la base brute est faible et que le prix de l'obligation est inférieur à celui du contrat.

Parallèlement, l'obligation MCL du contrat CGBM23 est devenue extrêmement bon marché par rapport aux taux d'intérêt, comme le démontre la figure 3. En règle générale, les deux moyens les plus efficaces de se procurer des obligations de 10 ans au Canada consistent à acheter soit le contrat actif CGB, soit l'obligation de référence de 10 ans au comptant. Un achat important de CGB<sup>2</sup> entraîne souvent une augmentation de prix par rapport aux obligations au comptant, comme en témoigne l'évolution du taux de pension implicite, à la figure 2. En revanche, l'achat de l'obligation de référence de 10 ans, qui a un an de plus que l'obligation MCL du CGBM23, entraînerait une dépréciation du papillon sur obligation MCL (figure 3), puisque l'achat de l'obligation de référence enrichit la deuxième aile du papillon. Ainsi, la figure démontre que le papillon sur obligation MCL est très proche du prix le plus bas par rapport au taux de 10 ans ce trimestre. Par conséquent, les spéculateurs, mais aussi les investisseurs patients à long terme, ont probablement pris des positions acheteur sur contrats (ou obligations), mais probablement seulement sur CGF (5 ans) et CGB (10 ans).

**FIGURE 3**  
**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>

## Substitution d'obligation MCL (moins chère à livrer)

Même si les taux sont plus élevés que ceux observés pendant la pandémie, ils demeurent inférieurs à ceux du trimestre dernier. Ce n'est donc une surprise pour personne que le risque de substitution de ces contrats soit extrêmement faible ce trimestre.

La figure 4 démontre la combinaison rendement/courbe nécessaire pour entraîner le remplacement de l'obligation de décembre 2031 par celle de juin 2032 à titre de MCL pour le contrat CGBU23. Une liquidation de cette ampleur est si improbable qu'elle n'est pas digne de mention, puisqu'elle s'accompagnerait sans doute d'un aplatissement, voire d'une inversion de la courbe. Un programme de relance d'urgence déclenché par une crise économique pourrait accentuer la pente de la courbe, mais pas au point d'entraîner une différence de 12 points de base entre les taux des deux obligations, une condition nécessaire pour entraîner la substitution. Si les taux devenaient encore plus faibles, la courbe devrait s'accroître encore plus pour entraîner une substitution.

<sup>2</sup> Par souci de clarté, précisons que le scénario ne porte pas sur un seul client ou une seule transaction, mais bien sur l'achat d'obligations par de nombreux investisseurs au cours d'une période donnée.

FIGURE 4

Rendement - Mars 2028

COURBE	2,34 %	2,49 %	2,64 %	2,79 %	<b>2,94 %</b>	3,09 %	3,24 %	3,39 %	3,54 %	3,69 %	3,84 %	3,99 %	4,14 %	4,29 %	4,44 %	4,59 %
0,0	Mars 2028	Mars 2028	Mars 2028	Mars 2028	<b>Mars 2028</b>	Mars 2028	Mars 2028	Mars 2028	Mars 2028	Mars 2028	Mars 2028	Mars 2028	Mars 2028	Mars 2028	Mars 2028	Mars 2028
-0,5	Mars 2028	Mars 2028	Mars 2028	Mars 2028	<b>Mars 2028</b>	Mars 2028	Mars 2028	Mars 2028	Mars 2028	Mars 2028	Mars 2028	Mars 2028	Mars 2028	Mars 2028	Mars 2028	Mars 2028
-1,0	Mars 2028	Mars 2028	Mars 2028	Mars 2028	<b>Mars 2028</b>	Mars 2028	Mars 2028	Mars 2028	Mars 2028	Mars 2028	Mars 2028	Mars 2028	Mars 2028	Mars 2028	Mars 2028	Mars 2028
-1,4	Mars 2028	Mars 2028	Mars 2028	Mars 2028	<b>Mars 2028</b>	Mars 2028	Mars 2028	Mars 2028	Mars 2028	Mars 2028	Mars 2028	Mars 2028	Mars 2028	Mars 2028	Mars 2028	Mars 2028
-1,9	Mars 2028	Mars 2028	Mars 2028	Mars 2028	<b>Mars 2028</b>	Mars 2028	Mars 2028	Mars 2028	Mars 2028	Mars 2028	Mars 2028	Mars 2028	Mars 2028	Mars 2028	Mars 2028	Mars 2028
<b>-2,4</b>	<b>Mars 2028</b>	<b>Mars 2028</b>	<b>Mars 2028</b>	<b>Mars 2028</b>	<b>Mars 2028</b>	<b>Mars 2028</b>	<b>Mars 2028</b>	<b>Mars 2028</b>	<b>Mars 2028</b>	<b>Mars 2028</b>	<b>Mars 2028</b>	<b>Mars 2028</b>	<b>Mars 2028</b>	<b>Mars 2028</b>	<b>Mars 2028</b>	<b>Mars 2028</b>
2,1	Mars 2028	Mars 2028	Mars 2028	Mars 2028	<b>Mars 2028</b>	Mars 2028	Mars 2028	Mars 2028	Mars 2028	Mars 2028	Mars 2028	Mars 2028	Mars 2028	Mars 2028	Mars 2028	Mars 2028
6,6	Mars 2028	Mars 2028	Mars 2028	Mars 2028	<b>Mars 2028</b>	Mars 2028	Mars 2028	Mars 2028	Mars 2028	Mars 2028	Mars 2028	Mars 2028	Mars 2028	Mars 2028	Mars 2028	Mars 2028
11,0	Mars 2028	Mars 2028	Mars 2028	Mars 2028	<b>Mars 2028</b>	Mars 2028	Mars 2028	Mars 2028	Mars 2028	Mars 2028	Mars 2028	Mars 2028	Mars 2028	Mars 2028	Mars 2028	Mars 2028
15,5	Mars 2028	Mars 2028	Mars 2028	Mars 2028	<b>Mars 2028</b>	Mars 2028	Mars 2028	Mars 2028	Mars 2028	Mars 2028	Mars 2028	Mars 2028	Mars 2028	Sept. 2028	Sept. 2028	Sept. 2028
20,0	Mars 2028	Mars 2028	Mars 2028	Mars 2028	<b>Mars 2028</b>	Mars 2028	Mars 2028	Mars 2028	Mars 2028	Mars 2028	Sept. 2028	Sept. 2028	Sept. 2028	Sept. 2028	Sept. 2028	Sept. 2028

Fait inhabituel, l'obligation MCL du LGBU23 (contrat de 30 ans échéant en septembre) ne sera pas l'obligation assortie de la durée la plus courte jusqu'à l'échéance. Cela dit, les chances d'une substitution d'obligation MCL en cours de contrat sont très minces. À la place, c'est l'obligation échéant en décembre 2055 qui sera la nouvelle MCL pour les prochains contrats LGB. Elle doit ce statut à son coupon et à son facteur de concordance, qui sont plus élevés. Comme le démontre la figure 5, le potentiel de substitution de l'échéance en 2055 par celle en 2053 est négligeable.

FIGURE 5

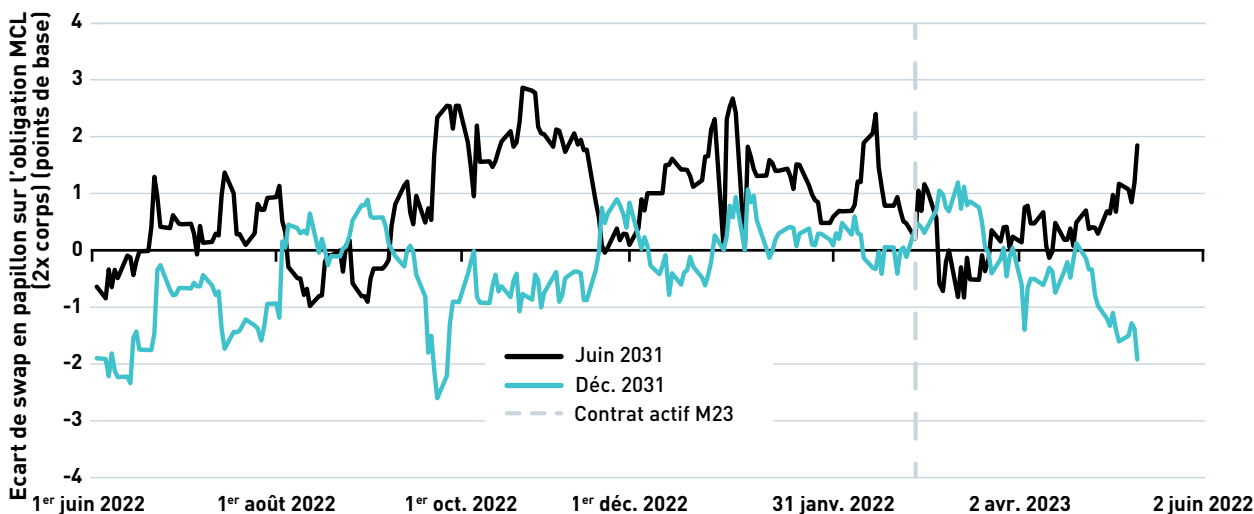
Rendement - Déc. 2055

COURBE	2,62 %	2,72 %	2,82 %	2,92 %	<b>3,02 %</b>	3,17 %	3,32 %	3,47 %	3,62 %	3,77 %	3,92 %	4,07 %	4,22 %	4,37 %	4,52 %	4,67 %
-8,0	Déc. 2055	Déc. 2055	Déc. 2055	Déc. 2055	<b>Déc. 2055</b>	Déc. 2055	Déc. 2055	Déc. 2055	Déc. 2055	Déc. 2055	Déc. 2055	Déc. 2055	Déc. 2055	Déc. 2055	Déc. 2055	Déc. 2055
-7,1	Déc. 2055	Déc. 2055	Déc. 2055	Déc. 2055	<b>Déc. 2055</b>	Déc. 2055	Déc. 2055	Déc. 2055	Déc. 2055	Déc. 2055	Déc. 2055	Déc. 2055	Déc. 2055	Déc. 2055	Déc. 2055	Déc. 2055
-6,3	Déc. 2055	Déc. 2055	Déc. 2055	Déc. 2055	<b>Déc. 2055</b>	Déc. 2055	Déc. 2055	Déc. 2055	Déc. 2055	Déc. 2055	Déc. 2055	Déc. 2055	Déc. 2055	Déc. 2055	Déc. 2055	Déc. 2055
-5,4	Déc. 2055	Déc. 2055	Déc. 2055	Déc. 2055	<b>Déc. 2055</b>	Déc. 2055	Déc. 2055	Déc. 2055	Déc. 2055	Déc. 2055	Déc. 2055	Déc. 2055	Déc. 2055	Déc. 2055	Déc. 2055	Déc. 2055
-4,6	Déc. 2055	Déc. 2055	Déc. 2055	Déc. 2055	<b>Déc. 2055</b>	Déc. 2055	Déc. 2055	Déc. 2055	Déc. 2055	Déc. 2055	Déc. 2055	Déc. 2055	Déc. 2055	Déc. 2055	Déc. 2055	Déc. 2055
<b>-3,7</b>	<b>Déc. 2055</b>	<b>Déc. 2055</b>	<b>Déc. 2055</b>	<b>Déc. 2055</b>	<b>Déc. 2055</b>	<b>Déc. 2055</b>	<b>Déc. 2055</b>	<b>Déc. 2055</b>	<b>Déc. 2055</b>	<b>Déc. 2055</b>	<b>Déc. 2055</b>	<b>Déc. 2055</b>	<b>Déc. 2055</b>	<b>Déc. 2055</b>	<b>Déc. 2055</b>	<b>Déc. 2055</b>
-1,0	Déc. 2055	Déc. 2055	Déc. 2055	Déc. 2055	<b>Déc. 2055</b>	Déc. 2055	Déc. 2055	Déc. 2055	Déc. 2055	Déc. 2055	Déc. 2055	Déc. 2055	Déc. 2055	Déc. 2055	Déc. 2055	Déc. 2055
1,8	Déc. 2055	Déc. 2055	Déc. 2055	Déc. 2055	<b>Déc. 2055</b>	Déc. 2055	Déc. 2055	Déc. 2055	Déc. 2055	Déc. 2055	Déc. 2055	Déc. 2055	Déc. 2055	Déc. 2055	Déc. 2055	Déc. 2055
4,5	Déc. 2055	Déc. 2055	Déc. 2055	Déc. 2055	<b>Déc. 2055</b>	Déc. 2055	Déc. 2055	Déc. 2055	Déc. 2055	Déc. 2055	Déc. 2055	Déc. 2055	Déc. 2055	Déc. 2055	Déc. 2055	Déc. 2055
7,3	Déc. 2055	Déc. 2055	Déc. 2055	Déc. 2055	<b>Déc. 2055</b>	Déc. 2055	Déc. 2055	Déc. 2055	Déc. 2055	Déc. 2055	Déc. 2055	Déc. 2055	Déc. 2055	Déc. 2055	Déc. 2055	Déc. 2055
10,0	Déc. 2055	Déc. 2055	Déc. 2055	Déc. 2055	<b>Déc. 2055</b>	Déc. 2055	Déc. 2055	Déc. 2055	Déc. 2055	Déc. 2055	Déc. 2055	Déc. 2055	Déc. 2055	Déc. 2055	Déc. 2055	Déc. 2053

# Valeur relative des obligations MCL

Comme c'est souvent le cas, une nouvelle obligation MCL pour le CGB (10 ans) ajoute un peu de piquant à la valeur relative du contrat. La figure 6 présente l'écart de swap en papillon, qui mesure la valeur relative d'émissions d'obligations données, sur l'obligation MCL du CGBM23 et du CGBU23. L'obligation échéant en juin 2031, qui est la MCL du contrat de juin, a récemment perdu de la valeur (ce qui signifie qu'elle a monté en flèche dans la figure) par rapport aux obligations voisines. Parallèlement, l'obligation échéant en décembre 2031, qui est la MCL du contrat de septembre, a évolué en direction inverse. Certains pourraient s'attendre à ce que l'obligation échéant en juin 2031 ne fasse plus partie du panier de livrables et qu'en tant qu'obligation émise antérieurement, elle plonge dans l'incertitude pendant plusieurs années.

**FIGURE 6**  
**Écarts de swap en papillon – Juin 2031 et déc. 2031**

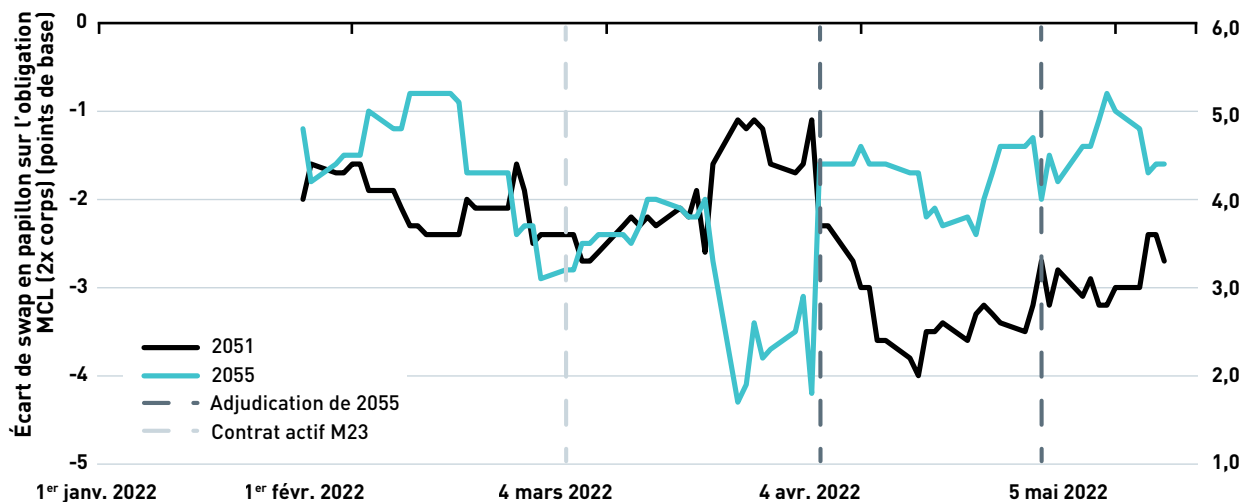


Source : Base de données sur les titres à revenu fixe Sapphire de BMO Marchés des capitaux<sup>1</sup>

La valeur relative du LGB est elle aussi digne d'intérêt et à mesure qu'elle grandit, elle pourrait ouvrir des possibilités intéressantes aux investisseurs actifs. La figure 7 affiche l'évolution de la valeur relative pour le contrat LGB (30 ans), qui est assez semblable sauf pour le rendement à l'échéance en forme de papillon plutôt que d'écart de swap en papillon – en raison de l'absence de données fiables sur les swaps à long terme au Canada. Il convient de noter que dans ce cas-ci, l'obligation MCL pour le contrat de septembre est l'*obligation adjudgée* plutôt que l'obligation de référence. C'est pourquoi la figure met en évidence deux adjudications récentes, puisque le cours de l'obligation a légèrement diminué dans les jours précédant ces dates. Il arrive souvent que le cours d'une obligation adjudgée diminue juste avant l'événement, dans un contexte où les banques s'apprêtent à digérer l'offre d'obligations. Ainsi, pour maintenir l'arbitrage entre l'obligation MCL et le contrat à terme, ce dernier finit par voir son prix diminuer. Voilà qui pourrait être prometteur pour les gestionnaires qui ne se sont pas vus attribuer d'obligations à long terme ou qui, pour d'autres raisons, n'ont pas pu profiter de ce type d'évolution de prix par le passé. Sur le segment à long terme de la courbe, certains pourraient effectuer des opérations actives à court terme qui, autrefois, étaient difficiles à exécuter. C'est le cas, par exemple, d'une position vendeur sur LGB dans les jours précédant l'adjudication, suivie de l'opération inverse au même moment que l'émission de la nouvelle obligation.

FIGURE 7

## Rendement du papillon – 2051 et 2055



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

Le taux de pension implicite des contrats est illustré à la figure 2. Certains prévoient qu'en raison de la valeur de l'option d'atout, les contrats CGF et CGB de juin se négocieraient à une valeur implicite plus faible (en ce sens que le contrat à terme semblerait légèrement moins cher que les obligations) que les produits exclusivement sur taux d'intérêt à court terme, ce que montre justement la figure. En revanche, les contrats CGZ (2 ans), dont l'option ne vaut presque rien, reproduisent de beaucoup plus près le marché des swaps sur taux d'intérêt à un jour. Au moment d'écrire ces lignes, le CGB se négociait à environ 4 cents de moins que les obligations équivalentes en faisant abstraction de l'option d'atout intégrée, mais à environ 3 cents de plus que les obligations si l'on tenait compte de cette option. Quant aux contrats CGF (5 ans), ils se négocient à environ 2 cents de plus que les obligations, en tenant compte de l'option d'atout.

## Données essentielles et attentes

Les figures 8, 9, 10 et 13 montrent quelques mesures clés d'importance pour les gestionnaires qui possèdent des positions sur les contrats du mois de juin 2023. Pour préparer ces figures, nous avons utilisé les cours de clôture du 11 mai et réduit le nombre d'obligations MCL en circulation d'un montant équivalent aux positions détenues par la Banque du Canada, s'il y a lieu<sup>3</sup>. Les contrats de septembre n'avaient pas été négociés à la date de saisie des données, de sorte que les prix indiqués pour les contrats U23, au même titre que toute analyse reposant sur le prix de ces contrats, ne sont pas basés sur les prix observés sur le marché à ce moment.

### CGBM23 vers CGBU23

Au cours du report de ce trimestre, c'est le contrat CGB qui retiendra le plus l'attention en raison du changement d'obligation MCL et des fortes fluctuations de valeur relative observées dernièrement. Nous croyons qu'au cours du trimestre, les adeptes de stratégies algorithmiques et d'autres gestionnaires spéculatifs détiendront des positions acheteur sur le contrat, comme nous l'avons mentionné plus tôt.

Lorsqu'on tient compte de la valeur de l'option d'atout, qui est de 7 cents, le contrat CGBM23 se négocie à environ 3 cents de plus que sa juste valeur, mais jusqu'à tout récemment, la différence était plus élevée. De plus, la livraison est presque garantie pour des milliers de contrats, dans un contexte où les détenteurs de positions vendeur voudront profiter de l'option d'atout.

<sup>3</sup> La Banque prête ses actifs, et les obligations peuvent tout de même être livrées. Après le trimestre en cours et le remplacement des obligations MCL des contrats CGB et CGB par des émissions plus récentes, la Banque ne détiendra plus d'obligation MCL.

Nous croyons qu'à mesure que la période de report approche, la demande de liquidité du CGBM23 sera excédentaire du côté vendeur, puisque les détenteurs de positions acheteur sur CGB voudront dénouer rapidement pour 1) éviter la période de livraison, 2) éviter la question de l'option d'atout dans le cadre de la livraison et 3) vendre la position à un montant supérieur à la juste valeur. À moins que le prix du contrat diminue avant le début du report, une seule raison justifierait d'attendre le report : le fait que l'obligation MCL du CGBM23 est extrêmement bon marché par rapport aux obligations voisines, alors que l'obligation MCL du U23 s'est appréciée. Autrement dit, en achetant le CGBU23 et en vendant le CGBM23, on obtiendrait une position peu intéressante dans l'obligation sous-jacente. Les détenteurs de positions vendeur voudront sans doute attendre que le prix devienne intéressant ce qui, à notre avis, représente une sage décision. Les détenteurs de positions acheteur et vendeur devraient garder un œil sur leurs ordres permanents ce trimestre, puisque l'augmentation de la VM01 déstabilisera la juste valeur du prix de report, compte tenu des variations intrajournalières des taux d'intérêt.

## FIGURE 8 Données essentielles sur le CGB

11 MAI 2023	ÉCHÉANCE RAPPROCHÉE (JUN 2023)	ÉCHÉANCE ÉLOIGNÉE (SEPT. 2023)	VARIATION
Cours de clôture	126,390	127,740	-1,350
Obligation la moins chère à livrer (MCL)	Canada 1,500 % déc. 2031	Canada 1,500 % déc. 2031	Non
Années après livraison (dernière livraison)	7,9	8,2	0,3
Facteur de concordance de l'obligation MCL	0,7174	0,7105	
Prix net de l'obligation MCL	90,5824	90,0927	
Rendement de l'obligation MCL	2,816 %	2,812 %	-0,004 %
Base brute (cents)	-9,0	-66,7	
Date probable de livraison	01-Jui-23	01-Sep-23	
Base nette (cents)	3,2	10,5	7,4
Taux de pension implicite (jusqu'à la date probable de livraison)	3,81 %	4,15 %	0,34 %
VM01/100 de l'obligation MCL	6,8	7,1	0,4
Intérêt en cours	465 022	0	
Obligations MCL en circulation (millions)	31 144	32 000	856
Notionnel de l'obligation MCL de l'intérêt en cours du contrat d'échéance rapprochée	46 502	46 502	
Multiple de l'obligation MCL de l'intérêt en cours du contrat d'échéance rapprochée	1,5 x	1,5 x	0 0 x

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

## CGZM23 vers CGZU23

Le contrat CGZM23 se négocie exactement à sa juste valeur, avec un taux de pension implicite en fonction du premier jour de livraison de 4,51 %, alors que les swaps sur taux d'intérêt à un jour sont à 4,51 % jusqu'à cette date. Comme d'habitude, l'option d'atout n'est pas un facteur.

Comme au dernier trimestre, l'intérêt en cours restant sur les contrats CGZM23 sera livré par anticipation, car les taux d'intérêt à un jour dépassent de 75 points de base le coupon de l'obligation MCL, et personne ne devrait faire quoi que ce soit par rapport aux options intégrées. L'obligation MCL sera remplacée ce trimestre, comme c'est souvent le cas pour le CGZ (2 ans); ainsi, l'obligation de mai 2025 remplacera l'obligation de février 2025. L'augmentation de la VM01 de presque 14 % est légèrement supérieure à la normale pour le contrat et par conséquent, la juste valeur du report devrait évoluer en fonction des taux d'intérêt. Même si les taux de 2 ans évoluent dans une fourchette serrée dernièrement, compte tenu de l'absence d'interventions de la Banque du Canada, les gestionnaires doivent éviter de laisser des ordres permanents. En effet, au cours d'une journée volatile, la différence de prix dans le cadre du report pourrait avoisiner les 5 cents.

Nous croyons que les stratégies fondées sur des algorithmes utilisent peu le CGZ, et lorsqu'elles le font, les gestionnaires ne disposent d'aucune information sur leur position ce trimestre. Comme le contrat M23 se négocie à sa juste valeur, c'est son prix par rapport au U23 qui, au début du report, aura le plus de poids sur l'évolution des cours.



**FIGURE 9****Données essentielles sur le CGZ**

11 MAI 2023	ÉCHÉANCE RAPPROCHÉE (JUN 2023)	ÉCHÉANCE ÉLOIGNÉE (SEPT. 2023)	VARIATION
Cours de clôture	103,640	104,110	-0,470
Obligation la moins chère à livrer (MCL)	Canada 3,750 % févr. 2025	Canada 3,750 % févr. 2025	Non
Années après livraison (dernière livraison)	1,6	1,6	0,0
Facteur de concordance de l'obligation MCL	0,9648	0,9648	
Prix net de l'obligation MCL	99,9478	100,1600	
Rendement de l'obligation MCL	3,779 %	3,665 %	-0,114 %
Base brute (cents)	-4,4	-28,5	
Date probable de livraison	01-Jui-23	01-Sep-23	
Base nette (cents)	-0,1	-5,1	-5,1
Taux de pension implicite (jusqu'à la date probable de livraison)	4,51 %	4,67 %	0,16 %
VM01/100 de l'obligation MCL	1,7	1,9	0,2
Intérêt en cours	78 299	0	
Obligations MCL en circulation (millions)	15 000	15 250	250
Notionnel de l'obligation MCL de l'intérêt en cours du contrat d'échéance rapprochée	7 830	7 830	
Multiple de l'obligation MCL de l'intérêt en cours du contrat d'échéance rapprochée	0,5 x	0,5 x	0,0 x

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

**CGFM22 vers CGFU23**

Du côté du CGF (5 ans), il n'y a pas de changement à l'obligation MCL dans le cadre du report vers le CGFU23. Sauf si la Banque du Canada décide contre toute attente de baisser plusieurs fois son taux cible, les prix des deux contrats tiendront compte d'une livraison anticipée sur une base négative par rapport à l'obligation MCL.

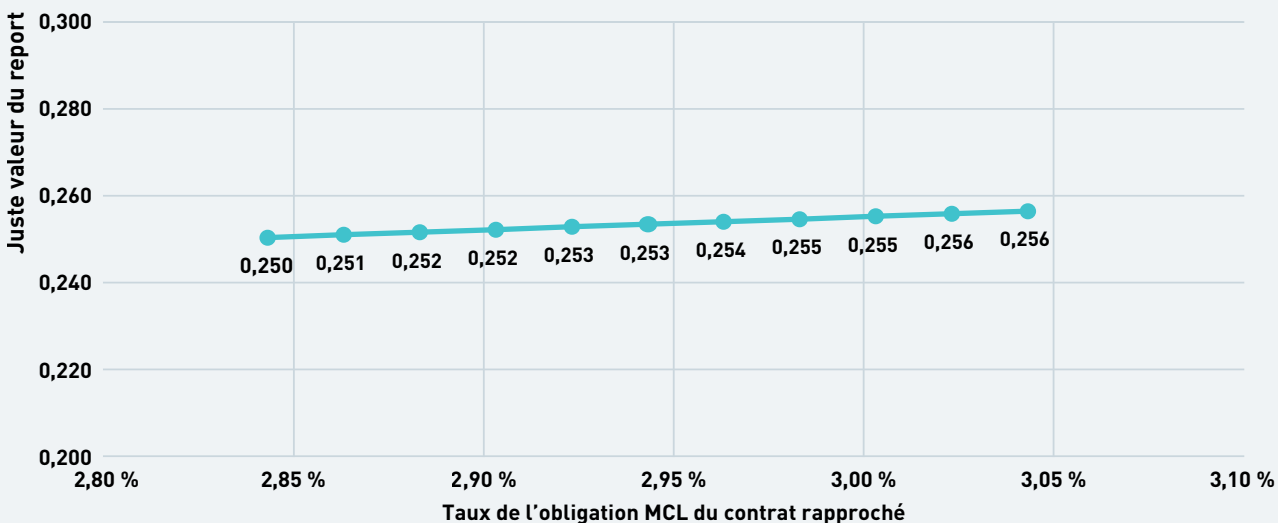
Une fois ajusté pour tenir compte de l'option d'atout, qui a peu de valeur, le CGFM23 se négocie à environ 2 cents de plus que les obligations. De plus, comme il a été mentionné plus tôt, les spéculateurs (y compris les stratégies spéculatives fondées sur des algorithmes) ont commencé à prendre des positions acheteur sur le contrat dernièrement. Comme les contrats se négocient à un prix supérieur à celui des obligations, ils doivent faire l'objet d'une vente anticipée, ce qui risque de poser problème. En effet, comme la période de négociation est écourtée par la fin de semaine du Memorial Day, nous croyons que les gestionnaires tenteront d'entamer le report avec anticipation, ce qui exercera une pression baissière sur les prix des contrats de juin par rapport à ceux de septembre. Les détenteurs de positions acheteur voudront sans doute effectuer le report encore plus tôt, question de prendre une longueur d'avance, alors que les détenteurs de positions vendeur tactiques qui pourront le faire attendront que les portefeuilles insensibles aux prix fassent baisser les prix pour juin avant de faire un achat de fermeture ou d'exercer un report.

**FIGURE 10****Données essentielles sur le CGF**

11 MAI 2023	ÉCHÉANCE RAPPROCHÉE (JUN 2023)	ÉCHÉANCE ÉLOIGNÉE (SEPT. 2023)	VARIATION
Cours de clôture	114,190	113,910	0,280
Obligation la moins chère à livrer (MCL)	Canada 3,500 % mars 2028	Canada 3,500 % mars 2028	Non
Années après livraison (dernière livraison)	4,7	4,4	-0,2
Facteur de concordance de l'obligation MCL	0,8979	0,9027	
Prix net de l'obligation MCL	102,4700	102,4700	
Rendement de l'obligation MCL	2,943 %	2,943 %	0,000 %
Base brute (cents)	-6,1	-35,7	
Date probable de livraison	01-Jui-23	01-Sep-23	
Base nette (cents)	-0,8	-1,5	-0,7
Taux de pension implicite (jusqu'à la date probable de livraison)	4,67 %	4,50 %	-0,16 %
VM01/100 de l'obligation MCL	4,5	4,5	0,0
Intérêt en cours	103 673	0	
Obligations MCL en circulation (millions)	15 000	15 000	0
Notionnel de l'obligation MCL de l'intérêt en cours du contrat d'échéance rapprochée	10 367	10 367	
Multiple de l'obligation MCL de l'intérêt en cours du contrat d'échéance rapprochée	0,7 x	0,7 x	0,0 x

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

Abstraction faite des pressions potentielles sur la liquidité, qui creuseraient l'écart entre le prix de report et la juste valeur, l'absence d'augmentation de VM01 rend la juste valeur extrêmement stable ce trimestre. Comme le démontre la figure 11, même une variation intrajournalière de 10 points de base dans les taux de 5 ans ne suffit pas pour faire changer la juste valeur dans le cadre du report du CGF ce trimestre. Voilà qui permet sans doute aux gestionnaires de négocier le volume de leur choix et de laisser les ordres permanents en place.

**FIGURE 11****Juste valeur du report CGFM23-CGFU23 selon le taux, 25 mai 2023**

## LGBM23 vers LGBU23

Comme le contrat LGB (30 ans) n'a aucune « période de livraison » ni de premier ou dernier jour d'avis, les investisseurs ne vivent pas avec le spectre d'une livraison anticipée, qui les inciterait à reporter le nouveau contrat avant la fin de mai. Mais en pratique, les investisseurs ont tendance à dénouer les contrats LGB à peu près au même moment que les CGB; ainsi, à quelques exceptions près, tous les contrats de mars ont été dénoués avant la fin de février.

Malgré le changement d'obligation MCL, nous croyons que le report du LGB ce trimestre ne sera pas plus volatil que la normale (c'est-à-dire un report trimestriel sans changement d'obligation MCL), puisque la VM01 ne change pratiquement pas. En effet, en raison d'un facteur de concordance nettement supérieur pour l'obligation échéant en 2055, la VM01 du contrat de septembre est d'à peine 0,8 % supérieure à celle du contrat de juin. Même si le prix du report à la juste valeur (figure 12) semble volatil, une différence du prix de report de 7 cents, compte tenu d'une variation de taux de 10 points de base, aurait peu de poids sur ce contrat, puisque sa VM01 est particulièrement élevée. En fait, la VM01 du LGBM23 est 3,5 fois supérieure à celle du CGBM23, alors que la variation de prix potentielle du report est presque la même. Cependant, cette situation pourrait avoir des répercussions sur le marché des obligations à long terme, puisque le LGBU23 a besoin de 15 % moins d'obligations à long terme que le LGBM23, dans une structure fondée sur des obligations MCL.

FIGURE 12

### Juste valeur du report LGBM23-LGBU23 selon le taux, 25 mai 2023

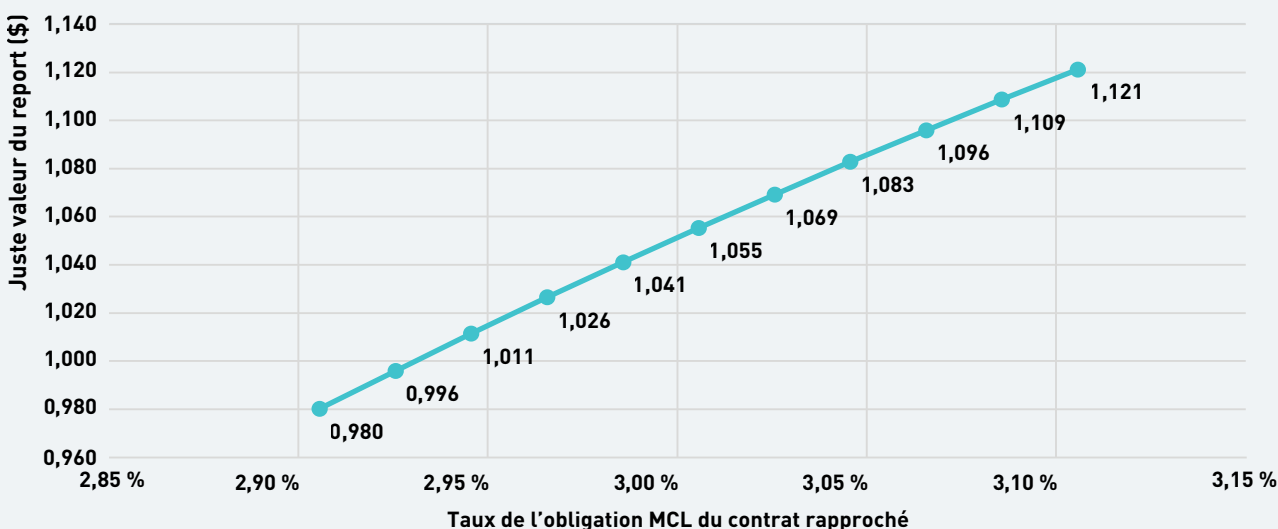


FIGURE 13

## Données essentielles sur le LGB

11 MAI 2023	ÉCHÉANCE RAPPROCHÉE (JUN 2023)	ÉCHÉANCE ÉLOIGNÉE (SEPT. 2023)	VARIATION
Cours de clôture	177,350	176,150	1,200
Obligation la moins chère à livrer (MCL)	Canada 2,000 % déc. 2051	Canada 2,750 % déc. 2055	Oui
Années après livraison (dernier jour de négociation)	28,4	32,2	3,8
Facteur de concordance de l'obligation MCL	0,4570	0,5388	
Prix net de l'obligation MCL	80,8171	94,3759	
Rendement de l'obligation MCL	3,006 %	3,023 %	0,017 %
Base brute (cents)	-23,2	-53,4	
Date de livraison	21-Jui-23	20-Sep-23	
Base nette (cents)	-6,2	1,1	7,3
Taux de pension implicite (jusqu'à la date probable de livraison)	5,31 %	4,54 %	-0,78 %
VM01/100 de l'obligation MCL	16,7	19,9	3,1
Intérêt en cours	731	0	
Obligations MCL en circulation (millions)	33,810	4,250	-29,560
Notionnel de l'obligation MCL de l'intérêt en cours du contrat d'échéance rapprochée	73	0	
Multiple de l'obligation MCL de l'intérêt en cours du contrat d'échéance rapprochée	0,0 x	0,0 x	0,0 x

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

## Valeur de l'option d'atout

Le contrat LGB n'a pas d'option d'atout intégrée. L'option d'atout intégrée au contrat CGZ (2 ans), dont les facteurs de concordance sont toujours très élevés et atteignent plus ou moins 0,95 à 0,97, a une valeur négligeable de moins de 0,2 cent par contrat ce trimestre.

Peu de gestionnaires sont portés à exploiter la valeur de l'option d'atout du CGFM23 (5 ans), qui est trop faible par rapport aux facteurs de concordance relativement élevés. Selon nos calculs, cette valeur serait d'environ 1,5 cent par CGF ce trimestre, ce qui est encore moins que celle pour le contrat de mars de 5 ans. Ainsi, c'est la valeur de l'option d'atout qui explique la faiblesse relative de prix observée au cours du trimestre, mais nous croyons que quelques gestionnaires utilisent ce contrat pour lever l'option d'atout.

Dans le cas des contrats CGBM23 (10 ans), la levée de l'option d'atout est à la fois possible et probable. Sa valeur est raisonnable en raison du facteur de concordance de 0,7174, imputable à la faiblesse du coupon de l'obligation MCL (1,5 %). Cela dit, cette valeur a reculé par rapport aux contrats de décembre 2022 et de mars 2023 et a un facteur de conversion un peu plus élevé sur l'obligation MCL. Nous estimons que l'option a une valeur de seulement 7 cents par contrat ce trimestre, ce qui représente un recul par rapport aux 7,5 cents du dernier trimestre.

Les détenteurs de positions acheteur qui livrent les obligations sont susceptibles de composer avec la levée d'une option d'atout, compte tenu de la tendance (toujours inexpliquée) à la flambée des prix en fin d'après-midi au début du mois de livraison. Ainsi, au cours des mois de septembre 2022, décembre 2022 et mars 2023, l'évolution du prix en fin d'après-midi a permis aux détenteurs de positions vendeur sur CGB (et CGF, dans certains cas) de dégager un profit en levant l'option intégrée dès le début du cycle de livraison. Ce faisant, ils éliminent pratiquement tout le portage négatif, mais profitent de la valeur de l'option d'atout. Les statistiques de livraison pour les contrats CGB de mars démontrent justement que sur 6 600 contrats en cours, quelque 6 400 ont fait l'objet d'avis de livraison le 28 février, sans doute après la flambée de prix de l'obligation MCL en fin d'après-midi<sup>4</sup>, ce qui a permis aux détenteurs de positions vendeur d'emporter de jolis profits<sup>5</sup>. Ce phénomène est intrigant puisque la simple existence des options d'atout devrait atténuer, pas augmenter, la volatilité en fin de séance pendant la période de livraison. Cela dit, nous ne prévoyons aucun catalyseur de changement sur le marché au cours du cycle de livraison.

<sup>4</sup> Comme d'habitude, nous tenons à préciser que notre analyse est fondée strictement sur les données publiques – les seules auxquelles nous avons accès. Nous ne pouvons ni déterminer avec certitude qu'un avis de livraison a été remis cet après-midi, ni confirmer les raisons qui ont motivé le gestionnaire à choisir ce moment-là.

<sup>5</sup> Ces profits demeurent toutefois inférieurs à ceux qu'ils auraient obtenus s'ils avaient attendu un peu plus.

# REGARD VERS L'AVENIR ET occasions à saisir

- La Banque du Canada prendra une décision sur son taux d'intérêt le 7 juin, et la Réserve fédérale en fera autant le 14 juin. Les deux annonces auront lieu pendant la période de livraison. Ironiquement, l'annonce de la Banque du Canada a peu de chances d'influer sur l'option d'atout des contrats à terme sur obligations canadiennes, puisqu'elle a lieu bien avant le moment où le prix de règlement quotidien est établi. En revanche, l'annonce de la Réserve fédérale a lieu en après-midi et peut donc entraîner la levée de l'option d'atout ou une livraison. Dans l'ensemble, ces annonces sur les taux directeurs ne devraient pas influencer sur la valeur des contrats à terme de juin comme tel, puisque le temps restant jusqu'à la livraison sera extrêmement court et que la plupart des contrats auront déjà été livrés
- La nouvelle obligation MCL du contrat CGB est assortie d'un coupon aussi faible que celui de l'obligation MCL des contrats H23 et M23, ce qui veut dire que l'option d'atout du CGB restera intéressante pour les négociateurs avertis et adeptes d'opérations sur la base, et ce, pendant au moins les six prochains mois.
- Les 3 et 4 mai, le contrat CGB se négociait à un taux de pension implicite d'environ 4,5 %, voire un peu plus, ce qui signifie que les investisseurs avertis étaient en mesure d'« acheter » l'option d'atout pour 0 \$ rien qu'en achetant la base. Comme ces occasions de profiter d'options intégrées pour un prix nul, voire négatif, se sont déjà présentées par le passé, les investisseurs avertis voudront sans doute les surveiller de plus près.
- Les investisseurs voudront peut-être vendre le contrat CGBU23 plutôt que d'acheter l'obligation échéant en juin 2031 et possiblement l'obligation adjugée de 10 ans dans une structure papillon, et ce, pour profiter du faible coût de l'obligation MCL du CGBM23.
- Toujours en ce qui concerne les adjudications, les gestionnaires agiles pourraient envisager de négocier des obligations adjugées à long terme du gouvernement du Canada en passant par le LGB. La raison : l'obligation MCL du contrat est la même que l'obligation adjugée (décembre 2055). La prochaine adjudication est prévue le 29 juin.



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 enseignants 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 de vente 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 avec la permission de celle-ci.

© Bourse de Montréal Inc., 2023. 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. Les points de vue, les opinions et les conseils contenus dans le présent document sont uniquement ceux de l'auteur. 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 à celui-ci pour de tels conseils. L'information présentée ne vise pas à encourager l'achat de titres 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, LGB, 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 les marques déposées de TSX Inc. et elles sont utilisées sous licence.