

BOURSE DE MONTRÉAL

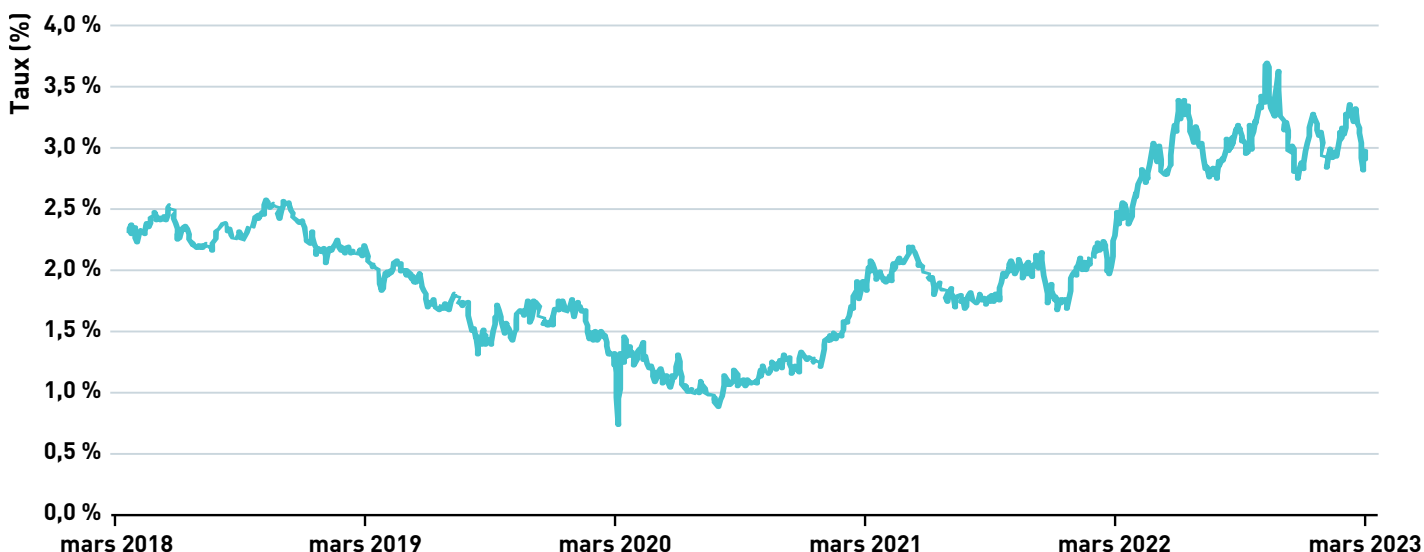
**Stratégies
potentielles –
Positions acheteur
sur contrats à terme
sur obligations
du gouvernement
du Canada**

L'article qui suit propose différentes façons d'utiliser le contrat à terme sur obligations du gouvernement du Canada de 30 ans (LGB^{MC}) au Canada.

Simplification des protections ou des placements adossés au passif

Depuis quelques années, de nombreux investisseurs sensibles au passif ont renoncé à protéger leurs obligations de paiement, en tout ou en partie, en raison de la faiblesse extrême des taux d'intérêt à long terme (Figure 1), tout particulièrement dans les années avant et après la pandémie de COVID-19. Ainsi, les investisseurs ne voyaient pas l'utilité d'acheter des obligations d'une durée semblable à celle de leurs éléments de passif, dont ils auraient eu l'impression d'« immobiliser » le sous-financement.

FIGURE 1
Taux des obligations du gouvernement du Canada de 30 ans



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

Aujourd'hui, certains de ces investisseurs voudront peut-être se pencher sur les éléments d'actif qui pourraient protéger, en tout ou en partie, leurs prochains éléments de passif dans un contexte où le taux éventuel des obligations d'État à long terme a augmenté de quelque 200 points de base par rapport aux creux de 2020 et de plus de 100 points de base par rapport à la moyenne de 2018-2019. Cependant, à force de bâtir des portefeuilles pendant plusieurs années à l'aide d'éléments d'actif parfois peu liquides ou difficiles à financer, certains gestionnaires d'actifs sont peu disposés à délaissier aussi rapidement des actifs à rendement élevé, mais de faible durée. Les investisseurs peuvent donc augmenter la durée en optant pour les contrats à terme LGB (30 ans), qui sont des instruments rentables et facilement négociables.

Pour leur part, les régimes peuvent augmenter la durée sans avoir besoin de vendre des actifs potentiellement illiquides (mais dont les rendements seraient plus élevés). Il leur suffirait d'acheter des contrats à terme de 30 ans dans le cadre d'une superposition de placements adossés au passif. Les régimes s'autofinanceraient grâce au levier inhérent aux contrats à terme. Ces derniers suivraient de près les taux d'intérêt à long terme du gouvernement du Canada. Si ces taux recommencent à descendre à court ou à moyen terme, les gains réalisés sur la superposition compenseraient une partie, voire l'ensemble de l'augmentation des éléments de passif des contrats à terme. Bien entendu, il serait possible de mettre en place une stratégie semblable sur le marché au comptant des obligations – à condition toutefois de vendre les éléments d'actif existants ou de passer par un vaste programme de financement d'obligations, qui entraînerait des coûts supplémentaires. En règle générale, le levier le plus efficace pour les petits et moyens investisseurs est celui qui est intégré au contrat à terme LGB.

Couverture des taux d'intérêt sur un portefeuille (essentiellement) composé de titres de créance

Les contrats à terme constituent également un moyen efficace d'effectuer des changements de répartition en réponse à l'évolution des points de vue sur les taux d'intérêt ou des objectifs des politiques. La figure 2 illustre un portefeuille hypothétique composé d'obligations provinciales, qu'un investisseur aurait accumulées par achats périodiques sur plusieurs années. On suppose que l'investisseur a adopté cette stratégie en raison d'un changement de politique de placement, qui justifierait la quête de taux légèrement supérieurs à ceux des obligations fédérales.

Bien que l'investisseur demeure un adepte des produits ayant un taux supérieur à celui des obligations du gouvernement du Canada, son point de vue est contraire aux prévisions consensuelles à la fin du premier trimestre de 2023 : il croit que les taux d'intérêt à long terme continueront d'augmenter. Si l'investisseur vendait le portefeuille de façon pure et simple, il paierait des frais d'opération élevés. À la place, il pourrait recourir aux contrats à terme sur obligations du gouvernement du Canada de 10 ans (CGB^{MC}) et de 30 ans (LGB), ce qui lui permettrait de couvrir rapidement l'exposition du portefeuille aux taux d'intérêt.

FIGURE 2

QUANTITÉ	ÉMETTEUR	COUPON	ÉCHÉANCE	ANNÉES JUSQU'À L'ÉCH.	PRIX	REND. À L'ÉCHÉANCE	DURÉE MODIFIÉE	VM01	VM01 DU PORTEFEUILLE
6 350 000	AB	3,50 %	01-Juin-31	8,2	99,3766	3,588 %	7,00	7,03	4 462
8 900 000	AB	1,65 %	01-Juin-31	8,2	86,2491	3,601 %	7,48	6,49	5 773
7 650 000	ON	2,15 %	02-Juin-31	8,2	89,8131	3,594 %	7,34	6,64	5 076
6 050 000	BC	1,55 %	18-Juin-31	8,3	85,6320	3,577 %	7,56	6,50	3 932
5 770 000	PQ	1,50 %	01-Sept-31	8,5	84,8991	3,588 %	7,77	6,60	3 808
5 390 000	ON	2,25 %	02-Déc-31	8,7	89,8400	3,621 %	7,70	6,97	3 758
3 630 000	BC	3,20 %	18-Juin-44	21,3	88,1894	4,033 %	14,71	13,10	4 754
3 940 000	PQ	3,50 %	01-Déc-45	22,7	91,9940	4,042 %	15,04	13,99	5 512
4 170 000	AB	3,30 %	01-Déc-46	23,7	88,0715	4,091 %	15,60	13,89	5 792
3 050 000	ON	2,90 %	02-Déc-46	23,7	82,6380	4,046 %	16,06	13,41	4 090
3 180 000	BC	2,80 %	18-Juin-48	25,3	80,8331	4,015 %	16,86	13,75	4 373
4 550 000	AB	3,05 %	01-Déc-48	25,7	83,8388	4,070 %	16,66	14,12	6 424
7 100 000	ON	2,90 %	02-Juin-49	26,2	81,9747	4,019 %	17,08	14,15	10 046
4 470 000	AB	3,10 %	01-Juin-50	27,2	84,4997	4,045 %	17,17	14,67	6 557
7 720 000	BC	2,95 %	18-Juin-50	27,3	82,7111	3,997 %	17,45	14,57	11 244
3 640 000	PQ	3,10 %	01-Déc-51	28,7	85,2412	3,966 %	17,78	15,32	5 575
7 610 000	ON	1,90 %	02-Déc-51	28,7	64,7848	3,966 %	19,77	12,92	9 831
5 910 000	BC	2,75 %	18-Juin-52	29,3	79,3892	3,944 %	18,49	14,81	8 753
99 080 000						3,844 %	13,2	11,1	109 761

Source : Base de données sur les titres à revenu fixe Sapphire de BMO Marchés des capitaux¹, calculs de l'auteur

La figure 3 illustre un portefeuille de couverture dont la valeur monétaire d'un point de base (VM01) est neutre et qui est composé de deux types de contrats à terme : des contrats CGB pour couvrir les obligations provinciales dont la durée jusqu'à l'échéance est d'environ 10 ans et des contrats LGB pour couvrir les obligations dont la durée jusqu'à l'échéance dépasse les 20 ans. Si l'investisseur vendait les contrats de 10 et de 30 ans¹, il pourrait se doter d'une excellente couverture contre une hausse des taux d'intérêt. Cette opération serait possible sans avoir à payer des frais exorbitants pour liquider le portefeuille d'obligations provinciales ni à emprunter pour négocier la couverture sous forme d'obligations au comptant².

¹ Même si le LGB représente une part très importante des contrats en circulation, l'existence d'un programme de tenue de marché et le fait que le produit se négocie à un cours proche de sa juste valeur indiquent qu'il est suffisamment liquide pour permettre des opérations importantes.

² Pour obtenir une analyse approfondie du recours aux contrats à terme comme substituts aux obligations au comptant, consulter l'article intitulé « Les contrats CGB comme substituts aux obligations de référence de 10 ans – Comparaison de la stratégie : de 2011 à 2020 », publié par la Bourse de Montréal en juin 2020.

FIGURE 3

Couverture d'un portefeuille d'obligations provinciales

POSITION	INSTRUMENT	COUPON DE L'OBLIG. /MCL	ÉCHÉANCE DE L'OBLIG. /MCL	FACTEUR DE CONCORDANCE DU CONTRAT À TERME	VM01 DU TITRE	VM01 TOTALE DU CONTRAT À TERME	VM01 DU PORTEFEUILLE	ÉCART
-278	CGBM23	1,500 %	01-Juin-31	0,7174	9,6	-26 781	26 810	29
-221	LGBM23	2,000 %	01-Déc-51	0,4570	37,5	-82 936	82 951	15
						-109 717	109 761	44

Source : Bourse de Montréal, calculs de l'auteur

Opérations fondées sur la courbe avec effet de levier

Les superpositions fondées sur la courbe servent souvent d'intermédiaire entre les portefeuilles d'obligations au comptant et les portefeuilles alpha à effet de levier. Les gestionnaires qui ont du mal à superposer leur point de vue relatif à la courbe sur leurs portefeuilles, que ce soit en raison de restrictions liées au comptant ou autres, peuvent facilement mettre en œuvre ce type d'opération à l'aide de contrats à terme sur obligations du gouvernement du Canada de 2 ans (CGZ^{MC}), de 5 ans (CGF^{MC}), de 10 ans (CGB) ou de 30 ans (LGB), et ce, sans sortie de fonds autre que la marge initiale et de maintien.

Prenons l'exemple d'un investisseur ayant un portefeuille au comptant, conçu pour suivre de près un indice de référence de titres de sociétés précis. L'investisseur ne voudrait pas avoir à vendre de tels titres délicats et coûteux pour en acquérir d'autres, mais il est convaincu que le segment de la courbe des obligations du gouvernement du Canada de 5 à 30 ans va s'accroître prochainement. À l'heure actuelle, cette pente se rapproche des creux des 5 dernières années, comme en témoigne la figure 4 ci-dessous. Si l'investisseur négociait des obligations au comptant pour effectuer une opération axée sur l'accroissement de la courbe du segment de 5 à 30 ans, il provoquerait un important « effet d'indice de référence » en augmentant les actifs du portefeuille (du fait qu'il achète des obligations de 5 ans, mais qu'il vend beaucoup moins d'obligations de 30 ans par le biais d'une opération à la VM01 neutre). Cependant, cette opération ne serait peut-être même plus possible s'il ne lui restait plus d'obligations à long terme à vendre.

FIGURE 4

Pente des obligations du gouvernement du Canada 5-30 ans



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

À la place, le gestionnaire pourrait simplement acheter des contrats CGF et vendre la même VM01 en LGB (Figure 5). Ce faisant, il créerait une superposition axée sur l'accentuation de la courbe sur le segment de 5 à 30 ans avec peu ou pas d'influence sur la valeur au comptant du portefeuille et sans avoir à obtenir de financement. En revanche, le profil de rendement serait pratiquement identique à celui d'une opération au comptant.

FIGURE 5
Pente des obligations du gouvernement du Canada 5-30 ans

POSITION	SYMBOLE	COUPON DE L'OBLIG. MCL	ÉCHÉANCE DE L'OBLIG. MCL	FACTEUR DE CONCORDANCE DU CONTRAT À TERME	VM01/ CONTRAT	VM01 TOTALE
481	CGFM22	3,500 %	01-Mars-28	0,8979	5,2	24 975
-67	LGBM22	2,000 %	01-Déc-51	0,4570	37,5	-25 143
						-168

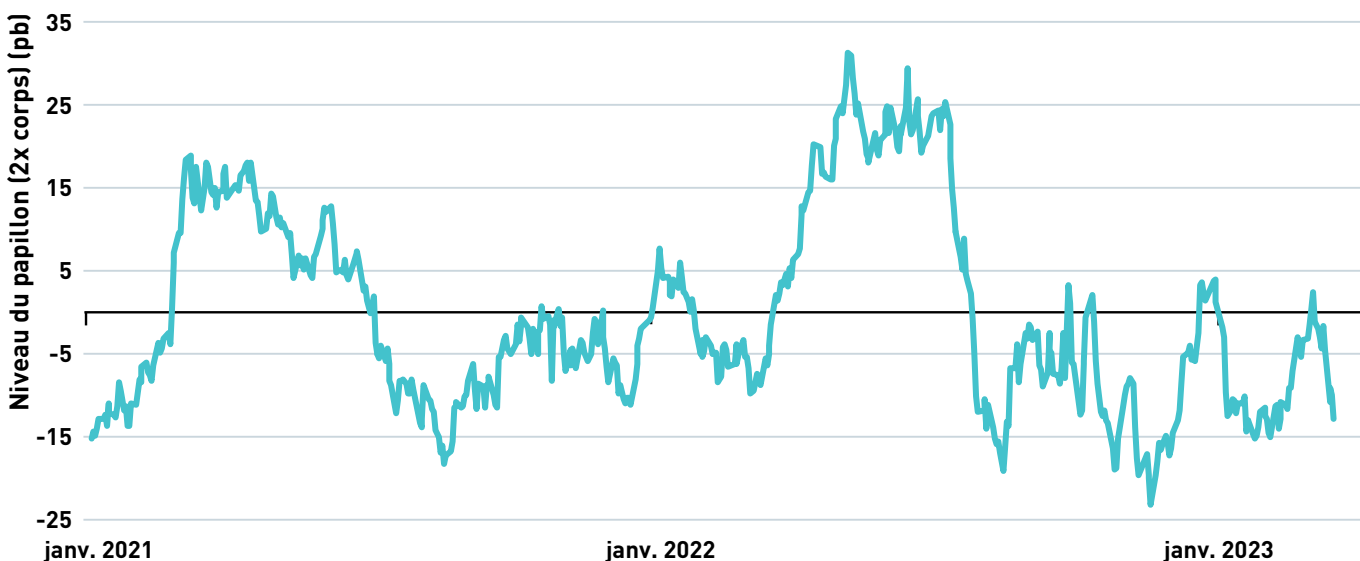
Source : Bourse de Montréal, calculs de l'auteur

La structure ci-dessus exigerait une sortie de fonds aux fins de marge initiale correspondant à moins de 5 % de l'opération comparable en obligations au comptant, conformément aux exigences de marge les plus restrictives (établissement de solde nul, spéculation) à la Bourse de Montréal. En revanche, il est beaucoup plus liquide et efficace de négocier une superposition que de rajuster des positions sur obligations au comptant, d'autant plus que cette stratégie n'exige aucun financement des positions vendeur. Une fois que le point de vue du gestionnaire se sera concrétisé sur le marché, il lui suffira de faire l'opération inverse sur contrats à terme³, puis de revenir automatiquement au portefeuille initial d'obligations.

Courbure ou opération macroéconomique importante

Les clients peuvent également se servir de contrats à terme pour créer des opérations permettant de tirer un profit de l'évolution de la courbure plutôt que de la pente de la courbe des taux. En règle générale, une opération à long terme prend la forme de la courbe des taux et de la position du point de 10 ans par rapport à un vaste segment de la courbe, par exemple 5-30 ou même 2-30. La figure 6 illustre la courbure (ou le papillon 5-10-30) de la courbe des obligations du gouvernement du Canada à échéance constante depuis la fin de 2020, une année qui, pour la courbe, a été pleine de turbulences peu susceptibles de se reproduire⁴.

FIGURE 6
Papillon 50/50 5-10-30



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

³ Pour en savoir plus sur le recours aux contrats à terme dans le cadre d'opérations sur la courbe, consulter l'article intitulé « Comprendre la réussite d'une opération sur la courbe des rendements obligataires canadien », publié par la Bourse de Montréal en mai 2021.

⁴ Il convient de noter qu'avant et pendant la pandémie de COVID-19 (sur une période plus longue que la série chronologique), la série chronologique du papillon tombe encore plus creux.

Le papillon pondéré à 50/50 illustré ici pourrait inciter des investisseurs à « vendre le corps » du papillon dans une structure semblable à celle de la figure 7. Les investisseurs chevronnés qui voudraient éliminer tout biais sur l'orientation historique ou l'accentuation de la courbe pourraient tout aussi bien opter pour une structure pondérée par régression⁵, comme celle de la figure 8, où la relation entre les courbes 5-10 ans et 10-30 ans au cours des deux dernières années a été retirée pour former un modèle pondéré conçu pour ne générer de profit que si les taux de 10 ans augmentent davantage que les taux actuels ne l'ont fait par rapport à la courbe 5-30 ans (voir l'accentuation de courbure à la figure 6).

FIGURE 7
Papillon 50/50 5-10-30

POSITION	SYMBOLE	COUPON DE L'OBLIG. MCL	ÉCHÉANCE DE L'OBLIG. MCL	FACTEUR DE CONCORDANCE DU CONTRAT À TERME	VM01/ CONTRAT	VM01 TOTALE	PONDÉRATION
179	CGFH22	3,500 %	01-Mars-28	0,8979	5,6	10 030	-50,1 %
-188	CGBH22	1,500 %	01-Juin-31	0,7174	10,7	-20 027	100,0 %
21	LGBH22	2,000 %	01-Déc-51	0,4570	47,4	9 946	-49,7 %
						-51	0,3 %

Source : Bourse de Montréal, calculs de l'auteur

FIGURE 8
Papillon 5-10-30 pondéré par régression, 2 ans

POSITION	SYMBOLE	COUPON DE L'OBLIG. MCL	ÉCHÉANCE DE L'OBLIG. MCL	FACTEUR DE CONCORDANCE DU CONTRAT À TERME	VM01/ CONTRAT	VM01 TOTALE	PONDÉRATION
177	CGFM23	3,500 %	01-Mars-28	0,8979	5,2	9 190	45,9 %
-208	CGBM23	1,500 %	01-Juin-31	0,7174	9,6	-20 038	-100,1 %
29	LGBM23	2,000 %	01-Déc-51	0,4570	37,5	10 883	54,3 %
						36	0,2 %

Source : Bourse de Montréal, calculs de l'auteur

Opérations sur la base de contrats à terme

Comme c'est le cas pour tous les contrats à terme entraînant une livraison physique, il arrive de temps en temps qu'un investisseur puisse mettre en œuvre une stratégie entièrement fondée sur un arbitrage entre le contrat à terme et l'obligation la moins chère à livrer (MCL). Ces occasions se présentent lorsqu'il existe une disparité à court terme entre la demande de liquidité dans le contrat à terme et la demande de liquidité dans l'obligation au comptant qui doit être livrée pour satisfaire aux exigences du contrat.

Par exemple, un gestionnaire pourrait constater que le 16 mars, le contrat LGB (30 ans) se négociait à 177,85, alors que l'obligation MCL, soit l'obligation du gouvernement du Canada à 2 % échéant en décembre 2051, se négociait à 80,7602 pour une base brute⁶ de -51,7. Comme le niveau des cours ci-dessus entraînerait un taux de pension implicite⁷ de 4,98 % jusqu'au 21 juin, alors que les taux d'intérêt à court terme équivalents sont d'à peine 4,46 %, l'acheteur sur la base tirerait un peu plus de 10 cents de la base du contrat, qui diminuerait jusqu'à zéro à la date de livraison.

La figure 9 illustre un exemple d'opération sur la base de contrats à terme, dans le cadre de laquelle le gestionnaire exécute une opération consistant à profiter de la différence de 10 ou 11 cents entre la base réelle (-51,7) et la juste valeur de la base (-41,1) afin d'obtenir un gain d'arbitrage de 340 000 \$, déduction faite de tous les coûts de financement, mais pas des coûts d'exécution.

⁵ Pour obtenir une analyse approfondie des papillons, consulter l'article intitulé « Opérations 2-5-10 sur contrats à terme : clés de compréhension », publié par la Bourse de Montréal en mai 2021.

⁶ Pour en savoir plus sur la base brute et la base brute négative, consulter l'article intitulé « Prévoir et comprendre la base négative des contrats à terme », publié par la Bourse de Montréal en avril 2021.

⁷ Pour obtenir une analyse détaillée sur la juste valeur des contrats à terme, consulter l'article intitulé « CGF-CGB – Comprendre le taux de pension implicite » (en anglais seulement), publié par la Bourse de Montréal en avril 2020.

FIGURE 9
Position acheteur sur la base (contrats à terme)

POSITION	INSTRUMENT	COUPON DE L'OBLIG. MCL	ÉCHÉANCE DE L'OBLIG. MCL	FACTEUR DE CONCORDANCE DU CONTRAT À TERME	VM01	VM01 TOTALE
-91	LGBM23	2,000 %	01-Déc-51	0,4570	37,528	-34 150
20 000 000	Canada	2,000 %	01-Déc-51	NA	17,150	34 300
						150

Source : Bourse de Montréal, calculs de l'auteur

Dans l'exemple ci-dessus et dans la mesure où l'opération est structurée correctement, le gestionnaire ne prend aucun risque, puisqu'à la date de livraison, il livre tout simplement l'obligation qu'il a achetée, et ce faisant, il satisfait aux exigences du contrat. Dans le cas d'autres contrats entraînant une livraison physique, le gestionnaire serait exposé à un risque résiduel en raison de la valeur de l'option intégrée. Cependant, les nouvelles caractéristiques du contrat LGB ont pratiquement éliminé cette option⁸.

⁸ Dans l'opération donnée à titre d'exemple, l'excédent de livraison doit être vendu à l'heure exacte ou approximative de fermeture du dernier jour de négociation. L'excédent (ou déficit) de livraison est la différence entre la position acheteur (ou vendeur) d'obligations et les obligations à livrer sur la position vendeur (ou acheteur) conformément aux exigences du contrat à terme.



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

irderivatives@tmx.com

m-x.ca

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. 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 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, 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.