



## Marché au comptant

Dans les marchés financiers canadiens, les acceptations bancaires constituent le baromètre des taux d'intérêt commerciaux à court terme. Introduites au Canada en 1962, les acceptations bancaires sont des traites commerciales ou des titres de créance à court terme qui ont été « acceptés » par l'une des grandes banques canadiennes. Tel qu'elle est utilisée ici, la formulation « acceptés » signifie que le paiement des intérêts et du capital est garanti par la banque émettrice. L'acceptation bancaire est émise au nom du client de la banque et son remboursement survient à une date déterminée à l'avance, habituellement après 30, 60, 90 jours, 6 mois ou 1 an et en tranches d'au moins 100 000 \$CAN. Les acceptations bancaires sont cotées à escompte en fonction du rendement. Sur le marché secondaire, l'investisseur achète des acceptations bancaires au prix escompté et obtient la valeur nominale à l'échéance.

## Marché à terme

Le BAX a été le premier contrat à terme sur taux d'intérêt inscrit à la Bourse de Montréal. Il sert de référence pour les taux d'intérêt canadiens à court terme.

Les contrats BAX sont cotés en indice, 100 moins le taux de rendement annualisé d'une acceptation bancaire de trois mois. L'unité de négociation pour les contrats BAX représente 1 000 000 \$CAN de valeur nominale d'acceptations bancaires de trois mois. Sur le marché à terme, l'acheteur d'un BAX l'achète à sa valeur au marché, mais aucun paiement n'est requis. L'acheteur effectue plutôt un dépôt de garantie (une marge initiale) afin de démontrer sa bonne foi quant au respect du contrat.

L'acheteur du contrat à terme BAX a une position acheteur en prévision d'une baisse de taux et le vendeur, une position vendeur en prévision d'une hausse de taux. Pour liquider sa position, l'acheteur vend le contrat à une date ultérieure ou attend l'expiration du contrat. Si la position est liquidée par la vente d'un contrat, la différence entre le prix d'achat et le prix de vente est le gain ou la perte de la position. Si l'acheteur attend jusqu'à l'expiration du contrat, la différence entre le prix d'achat et le prix de règlement final représente le gain ou la perte de la

position. Il est important de noter que tout utilisateur de produits dérivés (qu'ils soient cotés en bourse ou hors bourse) doit considérer tous les frais se rattachant à la transaction.

Le règlement des BAX se fait en numéraire, par opposition à certains contrats à terme pour lesquels il y a livraison d'un instrument physique à l'échéance. Comme les comptes sur marge sont évalués au marché chaque jour (*marked to market*) par la chambre de compensation, le prix de règlement quotidien sert à établir la valeur quotidienne de chaque position. Autrement dit, un compte sur marge pour lequel il y a une position ouverte fait l'objet de débits ou de crédits quotidiens démontrant ainsi la juste valeur de la position sur une base quotidienne.

## Opérations et heures de négociation

Le BAX se négocie de :

- Séance initiale : 6 h à 7 h 45
- Séance de négociation régulière : 8 h à 15 h
- Séance de négociation restreinte : une fois que le règlement quotidien est établi jusqu'à 16 h

Les heures indiquées sont les heures locales.

La séance de négociation initiale étend l'accessibilité du marché du BAX à la clientèle internationale dont les heures d'opération diffèrent des heures canadiennes.

L'exécution des ordres se fait au meilleur prix du marché sur une base de « premier entré, premier servi » (PEPS). Ainsi, le moment d'entrée des ordres est important pour assurer la priorité au registre des ordres.

Au cours de la séance de négociation initiale, il existe une limite de variation des cours basée sur un pourcentage du risque établi par la chambre de compensation et sur la marge requise, lesquels peuvent être sujets à des changements périodiques. À l'inverse, il n'y a aucune limite de variation des cours pendant la séance de négociation régulière.

La séance de négociation régulière débute par la préouverture de 7 h 30 à 7 h 58, phase pendant laquelle les utilisateurs peuvent enregistrer, annuler ou modifier leurs ordres en attendant l'ouverture du marché. De 7 h 58 à 8 h, seules les nouvelles entrées d'ordres sont permises; aucune annulation ou modification d'ordres n'est acceptée. À 8 h, le marché ouvre et l'appariement des ordres de préouverture donne lieu au cours théorique d'ouverture qui sera le prix du contrat à terme à l'ouverture. La séance de négociation se poursuit dès lors sans interruption, en temps normal, jusqu'à 15 h. Au cours de cette séance, le changement net de prix est établi par rapport au prix de règlement de la veille, et non par rapport au prix de règlement de la séance initiale.

## Contrats négociés

### Trimestriels

Trois années de contrats BAX trimestriels sont inscrites en tout temps. Le cycle trimestriel standard comprend mars, juin, septembre et décembre. L'expression *front four* désigne les contrats de la première année, lesquels ne doivent pas nécessairement venir à échéance au cours de la même année civile. Ceux de la deuxième année sont désignés par le terme *reds* et ceux de la troisième année, par le terme *greens*. Ces échéances trimestrielles couvrant trois années offrent aux gestionnaires de portefeuille une couverture prolongée et plus précise. Le grand nombre d'échéances offertes favorise également les prises de position sur la courbe des taux grâce aux multiples combinaisons possibles en opérations mixtes horizontales (*calendar spreads*) et permet aux utilisateurs de couvrir des swaps de taux d'intérêt à plus long terme tout en leur offrant la possibilité de combiner des actifs et des contrats à terme pour créer des instruments synthétiques à plus long terme.

### Échéance rapprochée (*serials*)

D'autre part, il existe deux contrats à échéance rapprochée inscrits, venant à terme au cours des mois autres que ceux des contrats trimestriels standards. Appelés *serials*, ils sont à tous égards identiques aux contrats BAX standards, à l'exception des mois d'échéance. Ainsi, ces échéances mensuelles offrent une plus grande souplesse en permettant en tout temps l'intervention sur chacun des trois premiers mois de cotation du contrat. Par exemple, au 17 septembre 2007, les contrats BAX *serials* d'octobre et de novembre sont inscrits en plus de l'échéance trimestrielle du contrat BAX de décembre. À l'échéance du contrat d'octobre, le contrat BAX *serial* de janvier est immédiatement inscrit; à l'échéance du contrat de novembre, le contrat BAX *serial* de février est ajouté et ainsi de suite.

L'utilisation des *serials* réduit les effets de non-concordance avec les échéances du contrat BAX et offre aux participants du marché l'occasion de gérer avec plus de précision leur exposition aux taux d'intérêt à court terme. Exemple : le 4 octobre 2007, un trésorier désire assurer un taux à trois mois pour le 15 octobre 2007. La couverture de ce risque avec un contrat BAX de décembre expose le trésorier à un risque de date entre la fixation du taux à trois mois dans 11 jours et la fixation du taux à trois mois du contrat BAX de décembre dont l'échéance est dans 74 jours en se basant sur l'échéance du contrat BAX de décembre. En utilisant le contrat BAX d'octobre, le trésorier fait mieux concorder la date de fixation de la couverture avec l'exposition au risque, ce qui réduit considérablement le risque de date.

### Succession de contrats (*strips*)

La négociation simultanée d'une succession de contrats, communément appelée *strip*, consiste en l'achat ou la vente simultanée d'une série de contrats à terme standards à pondération égale. L'utilisation de *strips* standardisés présente de nombreux avantages : exécution de plusieurs échéances de contrats en une seule transaction, exécution rapide de transactions dans un marché désordonné, élimination des exécutions partielles d'ordres et plus grande efficacité de négociation dans les mois éloignés.

Les *strips* d'un an, deux ans et trois ans comprennent, respectivement, les quatre, huit et douze premiers contrats trimestriels standards. Le *front strip* comprend les quatre contrats trimestriels standards consécutifs de la première année. Le *red strip* comprend les quatre contrats trimestriels standards consécutifs de la deuxième année et le *green strip*, ceux de la troisième année. Sur les marchés hors bourse, le *red strip* est généralement désigné par le terme « forward un an dans un an » et le *green strip*, par le terme « forward un an dans deux ans ».

Les *strips* sont cotés en fonction du *changement net moyen* par rapport au prix de règlement du jour précédent. Par exemple, un *red strip* acheté à +2 signifie que l'on ajoute deux écarts minimums (ticks) par rapport au prix de règlement du jour précédent pour chacun des contrats du *strip*.

### Évaluation des prix à terme

Le cours du contrat BAX tend à refléter les taux futurs tels qu'ils sont déterminés à partir des taux disponibles sur les acceptations bancaires canadiennes de trois mois sur le marché au comptant. Ce cours est aussi fonction du cours des contrats à terme Eurodollar ayant les mêmes échéances et du cours des contrats de change du dollar canadien contre le dollar américain.

### Procédures de règlement final

La négociation du BAX se termine à 10 h (heure de Montréal) le deuxième jour ouvrable bancaire de Londres (Royaume-Uni) précédant le troisième mercredi du mois d'échéance.

Le règlement final est basé sur la moyenne des taux offerts pour l'acceptation bancaire canadienne de trois mois cotée sur la page CDOR du Reuters Monitor Service le dernier jour de négociation, à 10 h 15 (heure de Montréal), excluant la cotation extrême de chaque côté.

### Marges requises

Une marge initiale est requise auprès de tous les participants agréés et de leurs clients. Ce dépôt de bonne foi assure la position financière des deux contreparties d'une transaction. Les dépôts sont détenus à la chambre de compensation centrale, la Corporation canadienne de compensation de produits dérivés (CDCC), et sont évalués au marché quotidiennement. Divers types de garanties peuvent être déposés pour répondre aux exigences de marge initiale, sous forme d'argent en espèces, de titres de l'État dont les intérêts sont versés au participant agréé ou client, ou d'instruments similaires extrêmement liquides. Le montant minimal de marge qu'un client doit déposer est établi au moyen d'un système basé sur le risque et varie pour les spéculateurs et les contrepartistes. Comme les exigences de marge sont sujettes à des changements périodiques, les renseignements sur les exigences de marge peuvent être obtenus de la Bourse.

Étant donné que les opérations mixtes (*spreads* ou écarts papillon) présentent des risques plus limités, la CDCC offre des exigences de marge réduites pour les opérations mixtes. Pour les opérations mixtes intermensuelles, la marge appliquée varie selon les mois d'échéance des contrats concernés, alors que pour les opérations mixtes interproduits (exemple : BAX versus CGB), on utilise un ratio fixe. Tous les détails concernant les marges actuellement applicables aux opérations mixtes peuvent être obtenus de la Bourse.

## Limites de position

La Bourse dispose d'un système de déclaration de position qui impose aux participants agréés de fournir les détails des positions portant sur plus de 300 contrats à terme.

## Stratégies utilisant le BAX

- Gestion de portefeuille du marché monétaire
- Couverture des dérivés hors bourse – swaps sur taux d'intérêt, swaps de base, accords de taux futur (FRA) et options sur taux d'intérêt
- Couverture de contrats à terme sur dollars canadiens et américains
- Couverture d'emprunts et de placements
- Création d'instruments synthétiques
- Négociation intermarché (*BED spread*)
- Négociation d'opérations mixtes (*spreads* ou écarts papillon)
- Arbitrage

## Avantages

- **Marché réglementé** : en tant qu'organisme d'autoréglementation reconnu par la Loi sur les valeurs mobilières du Québec, la Bourse a l'obligation de veiller à ce que toute la réglementation soit respectée par les participants agréés, afin d'assurer le maintien d'un marché ordonné et efficace.
- **Négociation électronique** : par SAM (Système automatisé de Montréal), la Bourse offre de façon continue une dissémination immédiate des cotations compétitives de prix en temps réel entraînant un marché plus transparent. La négociation se fait au meilleur prix du marché sur une base de « premier arrivé, premier servi » (PEPS).
- **Transparence du marché** : tous les participants au marché ont accès aux cotations de même qu'à la profondeur du marché (par certains revendeurs).

- **Liquidité** : les écarts compétitifs entre les prix de l'offre et de la demande découlant d'une forte participation des intervenants du marché national et international stimulent les volumes. Avec des volumes croissants et une plus grande profondeur, les transactions pourront être exécutées de façon plus efficace.
- **Marges** : tout participant au marché répondant aux exigences de marge établies peut prendre part au marché des contrats à terme, contrairement au marché hors bourse. De plus, tout intérêt gagné sur la garantie déposée est payé au détenteur du compte auprès de la CDCC.
- **Chambre de compensation centrale** : la CDCC permet d'assurer l'intégrité et la stabilité du marché par l'appariement et la compensation de toutes les transactions et par un contrôle quotidien de toutes les positions ouvertes.
- **Contrats standardisés** : contrairement aux produits financiers hors bourse, les contrats à terme offrent, par leur standardisation, une uniformité permettant plus de flexibilité de réaction et une plus grande rapidité d'exécution dans le cadre d'une gestion proactive des risques de taux d'intérêt.

## (CDCC) Corporation canadienne de compensation de produits dérivés

La CDCC agit en qualité de société émettrice, de chambre de compensation et de caution pour les produits dérivés sur taux d'intérêt, sur actions, sur devises et sur indices cotés à la Bourse de Montréal. Elle fournit en outre des services de compensation à d'autres bourses et partenaires. Créée en 1975, la CDCC est une société à but lucratif détenue par Bourse de Montréal Inc. La CDCC exige de chacun de ses membres de maintenir des dépôts de marge auprès de la chambre de compensation dans le but de couvrir les risques du marché selon les positions de chaque membre. L'établissement du risque est basé sur ensemble de critères bien définis établis par la chambre de compensation. Les marges sont exigées quotidiennement ou plus fréquemment pendant des périodes de volatilité des marchés.

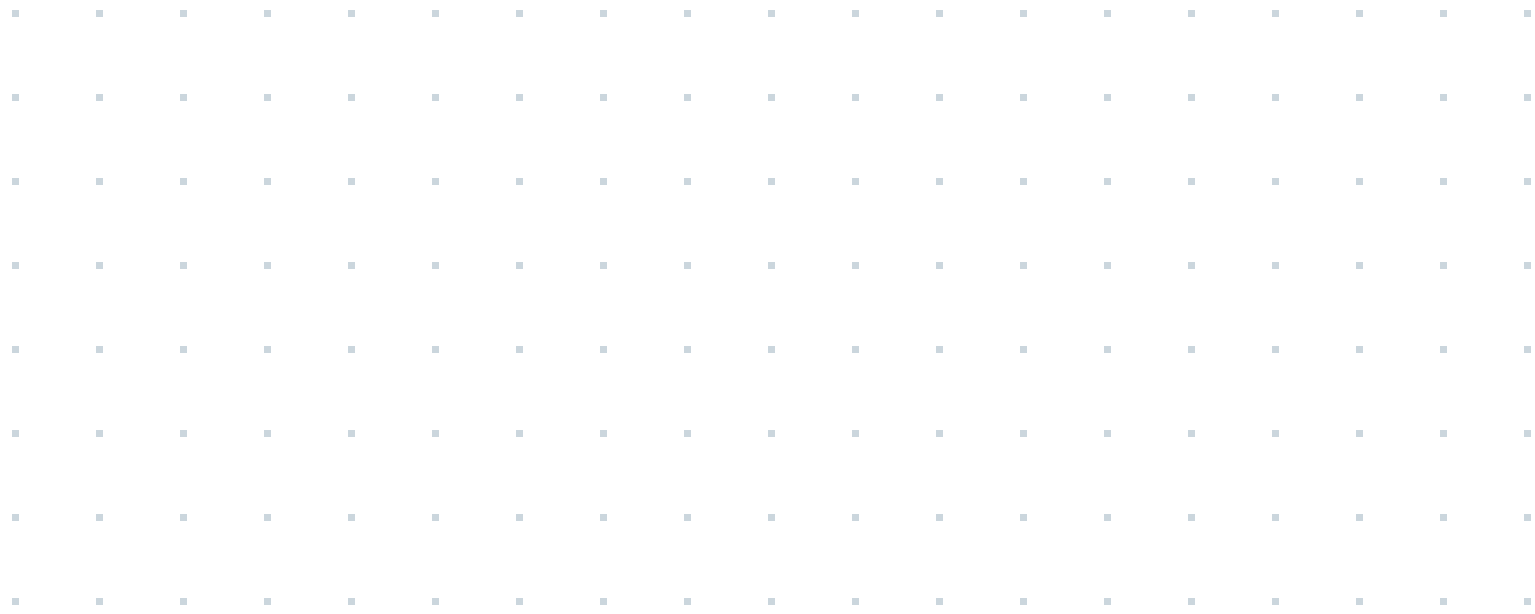


**Bourse de  
Montréal**

Tour de la Bourse  
C.P. 61 - 800 square Victoria  
Montréal (Québec) Canada H4Z 1A9

Sans frais : 1 866 871-7878

info@m-x.ca | [www.m-x.ca](http://www.m-x.ca)



Les informations contenues dans le présent document, incluant les données financières et économiques, les cotes boursières ainsi que toutes analyses et interprétations de celles-ci, sont fournies à titre informatif seulement et ne doivent en aucun cas être interprétées dans toute juridiction comme étant un conseil ou une recommandation relativement à l'achat ou la vente d'instruments dérivés, de titres sous-jacents ou de tout autre instrument financier ou comme étant un avis de nature juridique, comptable, fiscal, financier ou de placement. Bourse de Montréal Inc. recommande que vous consultiez vos propres conseillers en fonction de vos besoins. Toute mention au présent document des caractéristiques, règles et obligations concernant un produit est faite sous réserve des Règles et Politiques de Bourse de Montréal Inc. et de sa chambre de compensation, la Corporation canadienne de compensation de produits dérivés. Bien que ce document ait été conçu avec soin, Bourse de Montréal Inc. se dégage de toute responsabilité quant à d'éventuelles erreurs ou omissions et se réserve le droit de modifier ou réviser, à tout moment et sans avis préalable, le contenu de ce document. Bourse de Montréal Inc., ses administrateurs, dirigeants, employés et mandataires ne seront aucunement responsables des dommages, pertes ou frais encourus à la suite de l'utilisation de l'information apparaissant dans le présent document.

BAX<sup>MC</sup> est une marque de commerce de Bourse de Montréal Inc.