

# Guide d'analyse du report de positions sur contrats à terme

## Le report

Dans le contexte des contrats à terme, il existe une période de report en raison des échéances trimestrielles et, surtout, de la période de livraison au cours de laquelle l'acheteur d'un contrat court le risque que le vendeur transforme en obligation au comptant un produit dérivé qui n'est pas sur le marché au comptant. Le report d'un contrat à terme implique la liquidation d'une position acheteur (par exemple la vente d'un contrat échéant en juin) et l'ouverture d'une position similaire sur une échéance plus éloignée (par exemple l'achat du contrat échéant en septembre). En procédant ainsi avant le premier jour d'avis ou le début de la période de livraison, l'investisseur maintient sa position sur dérivé au lieu de la convertir en position au comptant à l'issue de la livraison.

Pour de nombreux gestionnaires de portefeuille de titres à revenu fixe, la prise de livraison d'une grande quantité d'obligations sous-jacentes à leurs positions sur contrats à terme pose problème pour des questions de liquidités ou de financement, ou n'est pas possible en raison de leurs objectifs de placement. Qu'elles soient de type acheteur ou vendeur, les positions sur contrats à terme sont généralement dénouées à la fin de la durée du contrat ou reportées au moyen du contrat suivant vers la fin du mois qui précède le mois de livraison.

En règle générale, le contrat « actif » est celui dont l'activité de négociation et la liquidité sont les plus importantes, de sorte que l'intérêt en cours porte principalement sur le contrat d'échéance rapprochée avant de passer au contrat d'échéance éloignée pendant la période de report. Comme le report de la totalité ou de la majeure partie des positions sur le contrat d'échéance rapprochée au contrat d'échéance éloignée représente un grand niveau d'activité sur les deux contrats au cours d'une période condensée d'à peine quelques jours, des occasions se présentent de façon périodique, lorsque les investisseurs en position acheteur et en position vendeur recherchent la liquidité nécessaire au dénouement de leurs positions sur le contrat d'échéance rapprochée. Cette recherche de liquidité peut entraîner la négociation du contrat d'échéance rapprochée (ou éloignée) à un cours élevé ou faible selon l'offre et la demande. Or, il est souvent possible de prévoir celles-ci et d'en tirer profit grâce à une bonne analyse et à une prise de risque avisée.

## Déroulement

Le premier élément à noter au sujet du déroulement de l'activité de report visant un contrat à terme est qu'elle dépend toujours de la première date de livraison du contrat. Si l'on recule trois jours de règlement avant cette première date de livraison, on arrive au premier jour d'avis, soit la date à partir de laquelle une position acheteur comporte un risque de prise de livraison. L'investisseur qui a pris une position pour laquelle il ne peut se permettre de courir le risque d'une livraison, aussi faible soit-il, se doit de reporter sa position avant le premier jour d'avis. Dans notre exemple du contrat CGBM16, le premier jour de livraison était le 1er juin et le premier jour d'avis, le 27 mai.

Récemment, le report des positions sur les contrats CGB et CGF s'effectue en à peine trois jours. Il est possible de dégager cette tendance en prenant les sept dernières périodes de report de positions sur CGB, puis en traçant un graphique de l'intérêt en cours sur le contrat qui montre le nombre de contrats négociés en fonction du nombre de jours par rapport au premier jour d'avis. Comme l'illustre la Figure 1 ci-après, l'intérêt en cours demeure généralement élevé jusqu'à trois jours avant le premier jour d'avis (T-3), puis plonge presque à zéro le premier jour d'avis<sup>2</sup>. La même analyse des récents reports de positions sur CGF mène à un constat similaire. L'intérêt en cours demeure élevé sur le contrat d'échéance rapprochée jusqu'à trois jours avant le premier jour d'avis, tandis que pendant la même période l'intérêt en cours sur le contrat d'échéance éloignée est faible ou nul; le report des positions s'effectue ensuite pratiquement en entier dans un délai de trois jours de bourse.

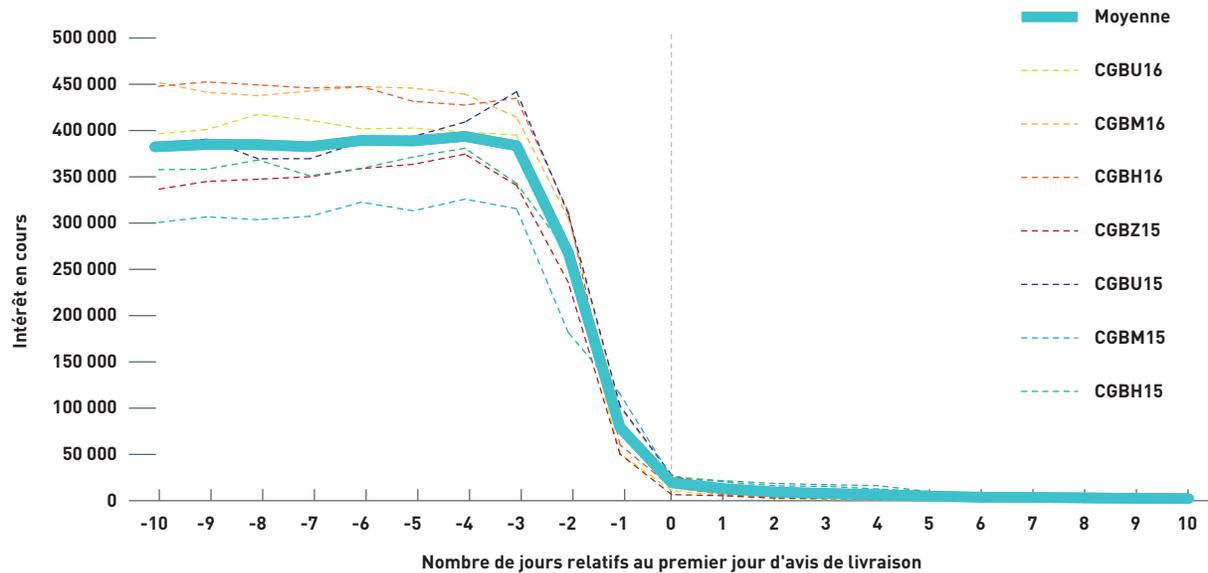
1. Peu importe le contrat à terme sur titre à revenu fixe livrable au comptant, c'est l'investisseur en position vendeur qui décide pendant la période de livraison du moment de la livraison et de l'obligation à livrer parmi celles du panier d'obligations admissibles.

2. Ou six jours avant la première date de livraison (T-6), ce qui revient au même.

Pour les raisons susmentionnées, il convient parfois d'effectuer sur le marché obligataire au comptant plutôt que sur le marché à terme les opérations reposant sur l'anticipation de la valeur relative des obligations. Étant donné que la liquidité fait souvent défaut pour le contrat d'échéance éloignée, la prise d'une position de façon hâtive en vue d'une hausse ou d'une baisse du prix du contrat ne peut parfois se faire qu'en négociant l'obligation que l'on prévoit qui sera la moins chère à livrer (MCL-en anglais CTD: cheapest-to-deliver), et ce, avant le début de la période de report et l'émergence de la liquidité du contrat d'échéance éloignée.

Figure 1

## Récents reports de positions sur CGB



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

## Analyse

Différents types d'analyse permettent de quantifier et de prévoir les effets d'une période de report à venir. Le présent document traite essentiellement du report de positions sur CGB qui a eu lieu entre les contrats de juin (M16) et de septembre (U16) en 2016 afin de présenter un exemple concret d'analyses qu'il est possible de réaliser sur une période de report.

## Données essentielles

Lorsque l'on examine une période de report, il importe de commencer par rassembler certaines données essentielles sur les contrats et les obligations MCL.

Figure 2

Données essentielles 20 mai, 2016	Contrat d'échéance rapprochée CGBM16	Contrat d'échéance éloignée CGBU16	U16 - M16	25 000 \$ VM01
Prix de clôture	141,29	144,43		30.27 millions
Obligation la moins chère à livrer (MCL)	CAN à 2,5 % échéancement juin 2024	CAN à 2.25% échéancement juin 2025		32.40 million
Facteur de concordance	0,7802	0,7475		228 contrats
Prix net de l'obligation MCL	110,4485	108,6545		
Rendement de l'obligation MCL	1,136%	1,235%	0,099%	
Base brute	0,2140	0,6931		
Base nette	-0,020	0,060	0,080	
Taux de pension implicite	0,63%	0,35%	-0,28%	

<b>VM01/100 de l'obligation MCL</b>	8,10	8,93	0,83
<b>Intérêt en cours</b>	445 827	433	
<b>Obligation MCL en circulation (millions)</b>	13 800	13 100	-700
<b>Valeur nominale obligataire équivalente</b>	44 583	43	
<b>Multiple par rapport aux obligations en circulation</b>	3,2x	3,4x	0,2x

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

Comme l'illustre la figure 2, le passage du CGBM16 au CGBU16 a entraîné un changement de l'obligation MCL. Au Canada, le changement de l'obligation MCL ne se produit généralement qu'à l'occasion de la période de report entre les contrats de juin et de septembre pour ce qui est du CGB, et des périodes de report entre les contrats de décembre et de mars et entre ceux de juin et de septembre pour ce qui est du CGF.

Il est à noter que le 20 mai 2016, l'intérêt en cours correspondait à 3,2 fois le nombre total d'obligations MCL en circulation disponibles, ce qui rendait impossible la livraison pour la totalité des positions vendeur.

## Prise de position

Il est possible de calculer la corrélation entre le prix et l'intérêt en cours au fil de la durée d'un contrat, ce qui peut parfois être utile lorsque la corrélation est forte.

- Une corrélation positive entre le prix et l'intérêt en cours indique que les nouvelles positions sont établies à des prix croissants ou que les positions sont influencées par positions acheteur adoptées par les conseillers en placement de produits dérivés. En règle générale, ces derniers sont des spéculateurs qui ne peuvent ni ne veulent prendre livraison. Les détenteurs de positions acheteur auraient donc tendance à orienter le déroulement de la période de report, tirant le prix des contrats à terme vers le bas en dénouant leurs positions.
- L'inverse est aussi vrai en cas de forte corrélation négative entre le prix et l'intérêt en cours au fil de la durée du contrat.

Dans le cas de la période de report entre les contrats de juin et de septembre 2016, il n'y a pas eu de forte corrélation entre le prix et l'intérêt en cours du contrat de juin jusqu'au 20 mai 2016. Ainsi, on ne peut tirer de conclusion quant à la prise de position pendant cette période de report.

## Incidence

Il existe deux façons d'évaluer l'incidence potentielle du report de positions portant sur un contrat à terme d'une échéance donnée, et par conséquent l'occasion potentielle de changement des prix relatifs.

À la figure 2, on a calculé que la valeur nominale obligataire équivalente de l'intérêt en cours du contrat d'échéance rapprochée s'élevait à 3,2 fois la valeur des obligations MCL en circulation, ce qui est relativement élevé<sup>3</sup>, quoiqu'il ne soit ni inhabituel ni préoccupant que l'intérêt en cours dépasse la quantité livrable. Comme le nombre de contrats qui doivent faire l'objet d'un report est considérable comparativement à la taille du sous-jacent, l'incidence de la période de report et la possibilité qu'elle éloigne le prix des contrats d'une « juste valeur » sont également considérables.

Une autre façon d'examiner l'incidence possible de la période de report consiste à tenir compte de la valeur monétaire d'un point de base (VM01) additionnelle que pourrait devoir fournir le marché si toutes les positions acheteur de l'intérêt en cours du contrat d'échéance rapprochée étaient reportées au contrat d'échéance éloignée selon un rapport de un pour un. Bien que de nombreux participants aux marchés à terme tiennent compte de l'écart entre la VM01 du contrat d'échéance rapprochée et la VM01 du contrat d'échéance éloignée, bon nombre de participants ne le font pas<sup>4</sup> et un grand nombre ont tendance à négocier selon un rapport de un pour un dans le cas de reports portant sur une grande quantité de contrats<sup>5</sup>.

Dans l'exemple précédent sur les contrats CGB, la VM01 de l'obligation MCL pour le contrat d'échéance éloignée était de 8,93, tandis que la VM01 de l'obligation MCL pour le contrat d'échéance rapprochée était de 8,10. L'écart de 0,83 représenterait une VM01 de 3,7 millions de dollars, ce qui ne se produit pas, bien sûr, puisqu'il y a un contrat en position vendeur pour chaque contrat en position acheteur. Néanmoins, le fait de calculer la taille d'un report de positions acheteur selon un rapport de un pour un, puis d'en faire une comparaison au fil du temps peut donner une bonne idée de l'incidence d'un report de positions sur contrats à terme. Cependant, comme la valeur nominale obligataire équivalente susmentionnée, cela ne donne aucun indice quant à la valeur relative de l'un ou l'autre des contrats. À titre de référence, il est à noter que l'écart entre les VM01 du report de juin à septembre 2015 était encore plus grand (1,14), mais représentait une demande théorique de VM01 de seulement 3,4 millions de dollars. Ainsi, le report de juin à septembre 2016 était susceptible d'avoir une incidence plus importante que celui de la même période en 2015.

3. En ce qui concerne les contrats CGB, la fourchette récente s'étend de 2,2x à 3,3x.

4. Par exemple, des positions de couverture pure plutôt que des positions de spéculation.

5. Lorsque l'on corrige la valeur nominale ultérieurement, on dit souvent que l'on achète ou que l'on vend « la queue ».

# Valeur relative

Une fois l'évaluation de l'incidence du report terminée, il convient d'évaluer la valeur relative des obligations MCL sous-jacentes et de prévoir les moments optimaux pour reporter les positions acheteur et vendeur.

## Base nette et taux de pension implicite

Toujours à la figure 2, on peut aussi examiner la base nette et le taux de pension implicite<sup>6</sup> de chaque contrat, puis déterminer à tout le moins les moments optimaux pour reporter certains types de positions sur les contrats. Plus particulièrement, la base nette du contrat de juin était inférieure à celle du contrat de septembre. Donc, étant donné que la base nette représente l'escompte, en sous, du prix du contrat à terme par rapport à la position équivalente sur obligation au comptant, le contrat échéant en septembre était moins cher par rapport à son obligation MCL que ne l'était le contrat échéant en juin.

- Il convient de reporter les positions acheteur sur le contrat M16 le plus tôt possible au moyen du contrat U16
- Il convient de reporter les positions vendeur sur le contrat M16 le plus tard possible au moyen du contrat U16

De façon semblable à la comparaison des bases nettes, il est possible de calculer le taux de pension implicite<sup>7</sup> de chaque contrat, comme le montre aussi la figure 2. Cette analyse devrait mener à la même conclusion que celle de la base nette, puisque le taux de pension implicite est simplement le taux que gagne un investisseur qui emprunte pour acheter un actif sur le marché au comptant, puis qui livre l'actif sur le marché à terme. Par conséquent, plus le taux de pension implicite est élevé, plus le prix des contrats à terme est élevé par rapport au prix des obligations au comptant, et inversement. Comme le taux de pension implicite applicable au contrat de juin est plus élevé que celui du contrat de septembre, les investisseurs en position acheteur devraient reporter leurs positions le plus tôt possible afin de vendre à prix élevé et d'acheter à prix faible.

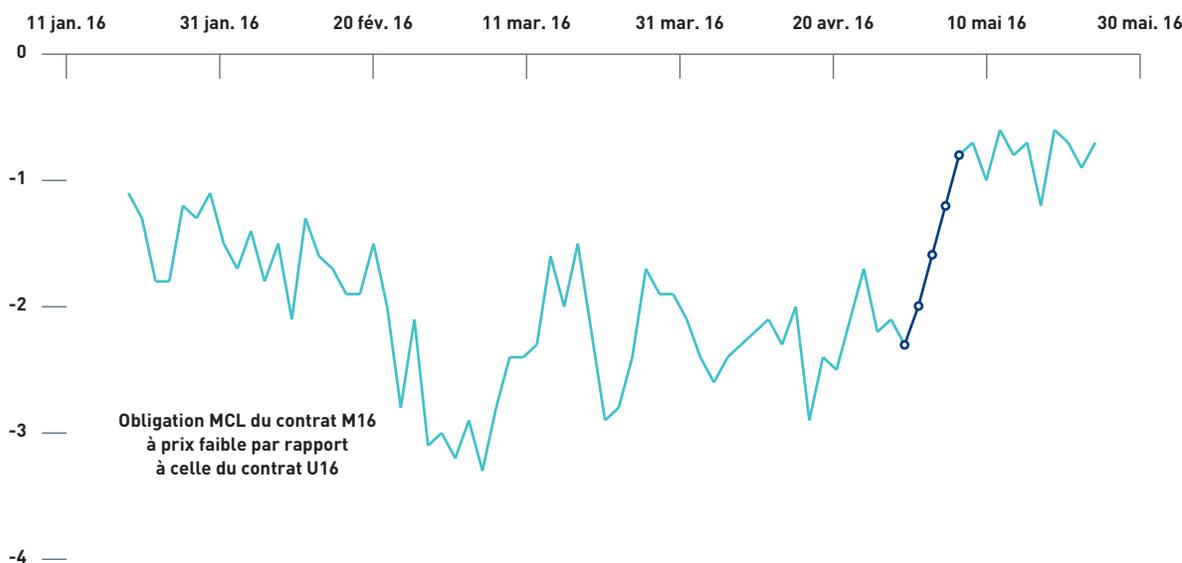
## Écart entre swaps sur échéances rapprochée-éloignée

L'analyse s'appuyant sur la base nette et le taux de pension implicite permet de déterminer si le prix de chacun des contrats à terme est élevé ou faible par rapport à l'obligation MCL, mais elle ne permet de tirer aucune conclusion concernant la valeur relative des obligations.

On peut définir une mesure appelée « écart entre swaps sur échéances rapprochée-éloignée » comme la valeur du swap d'actifs où l'obligation MCL est échangée contre le contrat de septembre, moins la valeur du swap d'actifs où l'obligation MCL est échangée contre le contrat de juin. L'écart obtenu permet d'évaluer la valeur relative des deux obligations par rapport à la courbe des taux de swap, ce qui devrait éliminer la plupart des variations susceptibles de se produire entre le rendement des deux obligations en raison d'autres facteurs comme une accentuation de la courbe des taux, les niveaux de rendement, etc. La figure 3 illustre l'écart entre swaps sur échéances rapprochée-éloignée pour la durée du contrat M16 jusqu'au 20 mai 2016.

Figure 3

## Nouvelle obligation MCL - Ancienne obligation MCI, écart entre swaps d'actif



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

6. Voir l'annexe pour obtenir les formules qui permettent de calculer la base nette et le taux de pension implicite.

7. Pour une description détaillée de l'analyse du taux de pension implicite et de son calcul, veuillez consulter le document suivant : Analyse du taux de pension implicite.

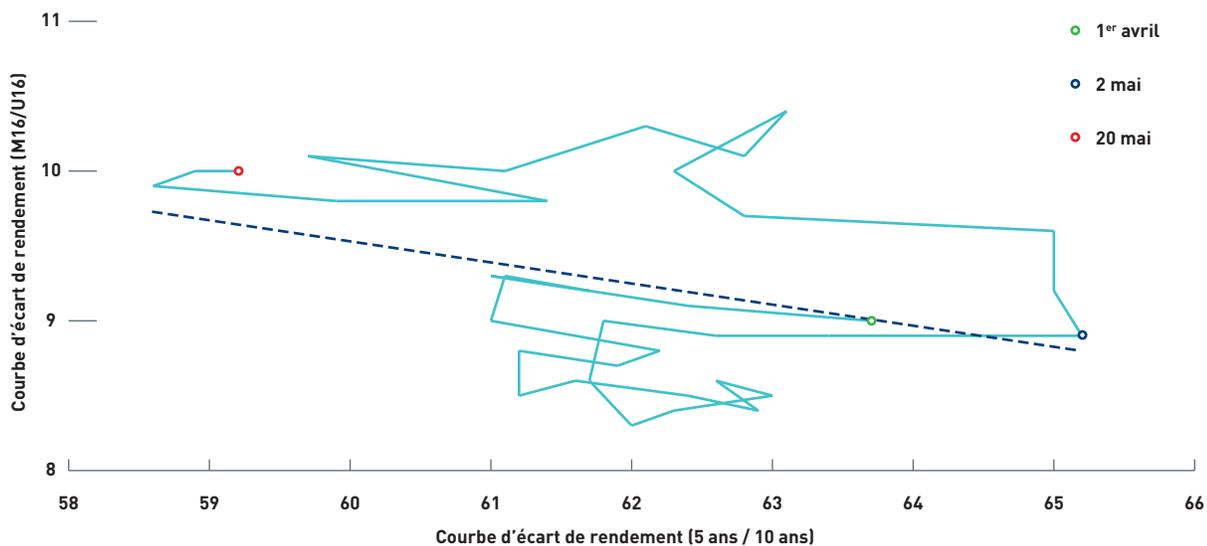
La figure 3 permet d'observer un mouvement prononcé des écarts relatifs entre swaps, tracé en bleu, où la valeur à peu près constante de -2,25 passe à -0,75 au début de mai 2016, un niveau qui est par ailleurs demeuré assez constant depuis la deuxième semaine de mai. Selon cette mesure, un niveau élevé (écart négatif faible) signifie que l'obligation MCL associée au contrat d'échéance rapprochée est plus chère comparativement à celle associée au contrat d'échéance éloignée. Le mouvement d'environ 1,5 point de base au début de mai aurait pu représenter la prise de position initiale des spéculateurs s'appuyant sur la valeur relative en prévision de la demande d'obligations MCL associées au contrat de juin aux fins de report.

## Courbe des taux

Une autre méthode d'analyse de la valeur relative qui s'offre à l'investisseur consiste à examiner l'écart entre les deux obligations sur la courbe des taux et à déterminer s'il s'agit d'un écart inhabituel en ce qui concerne le segment de la courbe sur lequel s'étendent les deux obligations. Il est possible d'analyser l'écart entre les taux des deux obligations MCL au moyen d'une analyse de régression comparant au fil du temps la pente de la courbe entre les deux obligations MCL et la pente de la courbe des taux sur 5 ans et 10 ans. Comme l'illustre la figure 4 ci-après, l'obligation MCL associée au contrat M16 s'est négociée à prix plutôt faible relativement à celle associée au contrat U16 en avril, mais elle a retrouvé sa juste valeur le 2 mai, après quoi elle s'est négociée à prix élevé à la suite de la hausse de 1,5 point de base. Au moment de l'analyse, rien n'indiquait que l'une ou l'autre des obligations MCL se négociait à prix élevé ou faible.

Figure 4

## Courbe d'écart des MCL M16/U16 par rapport à la courbe d'écart 5 ans / 10 ans



Source : Base de données sur les titres à revenu fixe Sapphire de BMO Marchés des capitaux<sup>8</sup>

## Valeur liée aux choix

Le contrat d'échéance éloignée comporte une valeur-temps liée aux choix qui est supérieure à celle du contrat d'échéance rapprochée puisque le temps qui sépare la date courante de sa date d'échéance est toujours plus long en comparaison. Toutefois, pour cette analyse, nous ne tiendrons compte d'aucune valeur liée aux choix étant donné que le choix en matière de qualité n'a presque aucune valeur aux taux actuels. En d'autres mots, les obligations MCL mentionnées dans le présent article seront presque assurément les obligations livrées à l'échéance<sup>8</sup>.

8. Il serait possible d'analyser le taux de pension implicite associé à chacune des obligations du panier de livrables à divers niveaux de prix et de rendement pour le vérifier. Il faudrait que les taux des obligations de 10 ans augmentent de plusieurs centaines de points de base par rapport au niveau actuel pour entraîner un changement des obligations MCL.

# Conclusion

Cette analyse nous a permis de faire les observations suivantes :

- La période de report devrait débuter six jours ouvrables avant le premier jour de livraison du 24 mai et prendre fin le 26 mai. **Déroulement**
- L'incidence de la période de report des contrats de juin à septembre devrait être assez importante; elle devrait donner lieu à des occasions liées à la rareté de l'obligation livrable. **Incidence**
- Nous n'avons pour ainsi dire aucun moyen de savoir si les spéculateurs, dont les spéculateurs sur court terme, qui ne peuvent courir le risque d'une prise de livraison ont des positions nettes de type acheteur ou vendeur. **Prise de position**
- Les détenteurs de positions acheteur devraient reporter celles-ci le plus tôt possible; les détenteurs de positions vendeur; le plus tard possible. **Base nette et taux de pension implicite**
- L'obligation MCL du contrat M16 s'est négociée à prix faible comparativement à celle du contrat U16 jusqu'au début de mai, mais son prix s'est apprécié quelque peu, possiblement en raison de l'anticipation du report important de positions à la fin de mai. **Écart entre swaps sur échéances rapprochée-éloignée**
- De la même façon, l'obligation MCL du contrat M16 s'est négociée à prix faible comparativement à celle du contrat U16 jusqu'au début de mai, compte tenu des mouvements de courbe dans l'analyse de régression, mais elle a ensuite connu une hausse de 1,5 point de base jusqu'au 20 mai. **Courbe des taux**

En définitive, la principale conclusion à tirer au terme de cette analyse est celle-ci : étant donné que les prix des contrats d'échéance rapprochée sont plus élevés que ceux d'échéance éloignée, les détenteurs de positions acheteur ont intérêt à reporter celles-ci sans tarder s'ils souhaitent les maintenir. Quant aux détenteurs de positions vendeur, ils peuvent tenter d'attendre davantage avant de reporter celles-ci, mais ils s'exposeront à une pression croissante en raison du grand nombre de contrats M16 qu'ils devront racheter (ou d'obligations MCL qu'ils devront acquérir) pour dénouer leurs positions. En outre, ils s'exposeront à un risque de chute rapide de la liquidité du contrat M16 à l'approche du premier jour d'avis.

Il est à noter que même la base nette négative du contrat M16 ne signifie pas que le prix de celui-ci ne peut s'apprécier pendant la période de report, étant donné la demande potentielle de contrats liée à la pénurie de l'obligation livrable par rapport à l'ampleur de l'intérêt en cours. Étant donné que, selon l'écart entre swaps sur échéances rapprochée-éloignée, l'obligation MCL associée au contrat M16 se maintient autour de sa juste valeur comparativement au contrat U16, nous pouvons nous attendre à ce que le prix du contrat M16 et celui de l'obligation MCL correspondante s'apprécient encore. En effet, la demande issue des positions vendeur sur le contrat à terme fait augmenter le prix des obligations livrables de quantité insuffisante et celui du contrat lui-même. Un investisseur futé semble avoir suivi cette idée dans sa stratégie de négociation tôt en mai, négociant probablement l'obligation MCL sous-jacente du contrat U16 puisque l'intérêt en cours de ce dernier était trop faible, rendant difficile sa négociation si tôt dans le cycle.

# Annexe

Il est possible de calculer la base nette chaque jour à l'aide des formules suivantes :

$$\text{Base brute} = P - (F \times FC)$$

$$\text{Base nette} = \text{Base brute} + (P + IC) \times r - (100 \times C) \times (J / 365)$$

Où :

$P$  = le prix net de l'obligation

$IC$  = l'intérêt couru sur l'obligation au moment du règlement

$F$  = le prix du contrat à terme

$C$  = le coupon

$FC$  = le facteur de concordance du contrat à terme

$J$  = le nombre de jours entre l'achat et la livraison de l'obligation

$r$  = le taux de pension de plus de un jour réel ou le taux moyen présumé

Il est possible de calculer le taux de pension implicite pour chaque jour à l'aide de la formule suivante :

$$r = \frac{(F)(FC) + IC_2 - VM + C}{VM (J_1 / 365) - C (J_2 / 365)}$$

Où :

$r$  = le taux de pension implicite

$IC_2$  = l'intérêt couru sur l'obligation au moment de la livraison

$F$  = le prix du contrat à terme

$VM$  = la valeur de marché (prix comprenant l'intérêt couru) de l'obligation à la date d'achat

$FC$  = le facteur de concordance du contrat à terme

$J_1$  = nombre de jours entre l'achat de l'obligation et sa livraison à l'échéance du contrat à terme

$C$  = le coupon reçu

$J_2$  = nombre de jours entre la réception du coupon et la livraison de l'obligation à l'échéance 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, contactez :

T : +1 514 871-3501

E : [irderivatives@tmx.com](mailto:irderivatives@tmx.com)

[m-x.ca/futures](http://m-x.ca/futures)

i BMO Marchés des capitaux est un nom commercial utilisé par BMO Groupe financier pour les services bancaires en gros de la Banque de Montréal, 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 aux termes d'une licence.

© Bourse de Montréal Inc., novembre 2017

Les opinions exprimées dans ce document ne représentent pas nécessairement le point de vue de Bourse de Montréal Inc. Le présent document est offert à titre informatif uniquement. Les informations contenues dans le présent document, y compris les données financières et économiques, les cours boursiers ainsi que les analyses et interprétations de ceux-ci, sont fournies à titre informatif seulement et ne doivent en aucun cas être interprétées dans quelque territoire que ce soit comme un conseil ou une recommandation concernant l'achat ou la vente d'instruments dérivés, de titres sous-jacents ou d'autres instruments financiers, ou comme un conseil de nature juridique, comptable, fiscale ou financière ou un conseil de placement. Bourse de Montréal Inc. vous recommande de consulter vos propres conseillers en fonction de vos besoins avant de prendre des décisions afin de tenir compte de vos objectifs de placement, de votre situation financière et de vos besoins individuels. Bourse de Montréal Inc., ses sociétés affiliées, ses administrateurs, ses dirigeants, ses employés et ses mandataires ne pourront être tenus responsables des dommages, des pertes ou des frais découlant d'éventuelles erreurs ou omissions dans le présent document, de l'utilisation de renseignements figurant dans celui-ci ou des décisions prises sur la base de ceux-ci.

« BAX<sup>MD</sup> », « OBX<sup>MD</sup> », « ONX<sup>MD</sup> », « OIS-MX<sup>MC</sup> », « CGZ<sup>MD</sup> », « CGF<sup>MD</sup> », « CGB<sup>MD</sup> », « LGB<sup>MD</sup> », « OGB<sup>MD</sup> », « SXO<sup>MD</sup> », « SXF<sup>MD</sup> », « SXM<sup>MD</sup> », « SCF<sup>MD</sup> », « SXA<sup>MD</sup> », « SXB<sup>MD</sup> », « SXH<sup>MD</sup> », « SXY<sup>MD</sup> » et « USX<sup>MD</sup> » sont des marques déposées de la Bourse.

« OBW<sup>MD</sup> », « OBY<sup>MD</sup> », « OBZ<sup>MD</sup> », « SXK<sup>MD</sup> », « SXU<sup>MD</sup> », « SXJ<sup>MD</sup> », « SXV<sup>MD</sup> », Bourse de Montréal et son logo sont des marques de commerce de la Bourse. « TMX<sup>MD</sup> » et « Groupe TMX<sup>MD</sup> » sont des marques déposées de TSX Inc.

Imprimé au Canada  
© Bourse de Montréal Inc., août 2017

W-ED-STR-AGuidetoFuturesRollAnalysisF- 14f41652e59