

Aperçu du panier de livrables : Juin 2024 – mars 2025

Chaque année, nous examinons les facteurs inhérents aux contrats à terme sur titres à revenu fixe avec règlement physique afin d'avertir les participants de tout fait nouveau à venir. En théorie, comme ces faits nouveaux concernent des changements très prévisibles des paniers de livrables des contrats, les investisseurs auraient largement le temps d'apprendre ou de réapprendre les subtilités des contrats pour s'assurer de ne pas avoir de mauvaises surprises.

L'an dernier¹, nous avons longuement parlé d'un changement possible de l'obligation la moins chère à livrer LGB^{MD} en raison d'une nouvelle émission d'obligations à 30 ans (mais cela ne s'est pas produit) ainsi que de la marche inexorable vers l'acceptation du contrat fondé sur le taux CORRA (Canadian Overnight Repo Rate Average) en remplacement du contrat BAX^{MD} (contrats à terme sur acceptations bancaires canadiennes de trois mois), en voie d'extinction, basé sur le CDOR (et cela s'est produit).

Heureusement, très peu de problèmes à venir pourraient perturber les contrats à terme 2024 et début 2025. Les investisseurs qui utilisent ces contrats n'auront sans doute pas à se pencher sur les menus détails de la complexité des contrats à terme et pourront se concentrer sur les marchés en général.

Une base (probablement) négative toute l'année

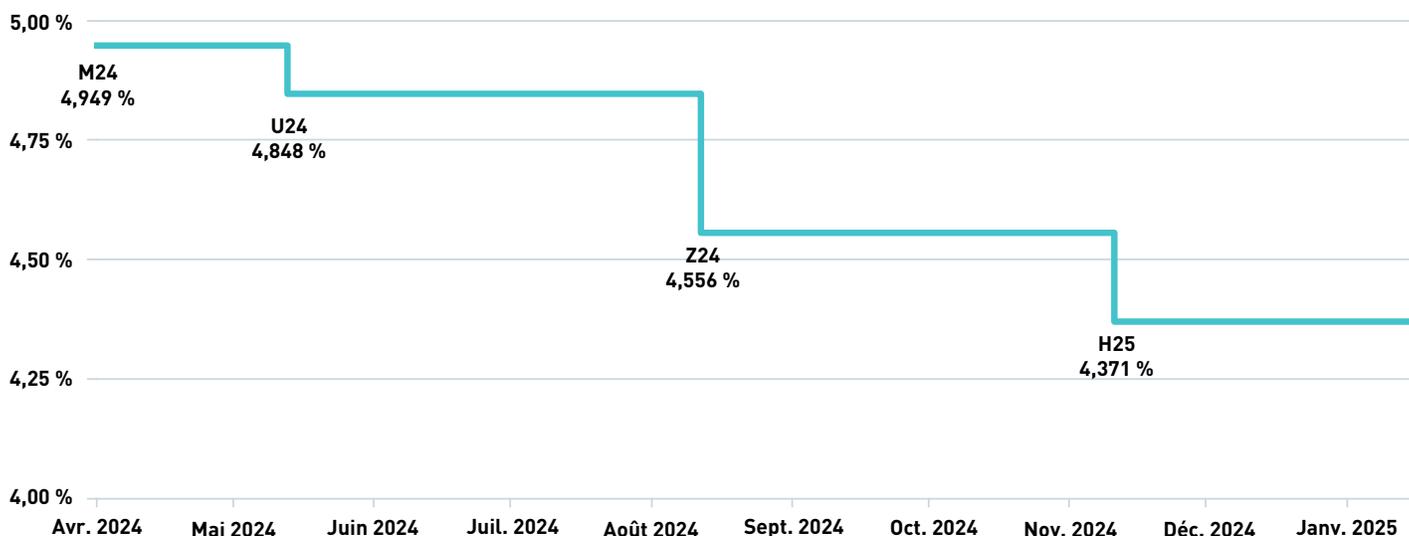
Comme pour tous les contrats sur titres à revenu fixe récents, les contrats CGZ^{MD} (2 ans), CGF^{MD} (5 ans), CGB^{MD} (10 ans) et LGB (30 ans) se négocieront tous sur une base négative en 2024, et jusqu'en mars 2025. Les lecteurs se souviendront qu'une base négative est simplement un sous-produit de l'option temporelle, ou option pour le détenteur de la position vendeur de livrer des obligations de manière anticipée pour satisfaire à ses obligations contractuelles et d'éviter environ un mois de portage négatif.

Nous avons utilisé les contrats CRA^{MC} (contrat à terme de trois mois sur le taux CORRA) pour extraire les attentes du marché concernant les taux cibles du financement à un jour de la Banque du Canada² pour les dates actives de chacun des contrats de juin 2024 à mars 2025, comme le montre la figure 1. Bien que les attentes d'assouplissement de la politique monétaire aient été beaucoup plus fortes au début de l'année, la récente hausse des taux d'intérêt aux États-Unis a limité les attentes d'assouplissement au Canada à deux ou trois réductions de 25 points de base du taux d'intérêt à un jour.

1 [2023 : un pronostic sur les contrats à terme](#), publié en janvier 2023.

2 Méthodologie : https://www.m-x.ca/f_publications_fr/futures_flash_article16_fr.pdf.

FIGURE 1
Taux à terme implicites – CRA, dates actives du contrat



Source : Bourse de Montréal

Les attentes quant à la politique de la Banque du Canada sont importantes pour les contrats à terme, car ces derniers se négocient sur une base brute négative³ ou sont censés entraîner une livraison anticipée par les détenteurs de positions vendeur sur contrats à terme lorsque le taux à un jour est supérieur au coupon de l'obligation la moins chère à livrer pour le contrat⁴. Nous avons créé trois scénarios pour chacun des contrats de juin 2024 à mars 2025, soit en utilisant le taux CORRA actuel pour la durée du contrat, un taux inférieur de 50 points de base au taux implicite selon le cours du marché et un taux supérieur de 25 points de base au taux implicite.

La figure 2 montre les résultats de cet essai de scénario où, en raison de la persistance de coupons bas sur les obligations MCL à venir pour les contrats à terme à 5 ans, à 10 ans et à 30 ans au cours de l'année prochaine, seule une différence de 50 points de base sur les titres à court terme pourrait entraîner une base brute positive pour les contrats à terme, et uniquement pour le contrat à 2 ans [CGZ]⁵. Même un cycle d'assouplissement dépassant de 50 points de base ce qu'implique le marché CORRA aujourd'hui ne se traduirait par une base positive pour aucun des autres contrats, de sorte que l'année à venir verrait encore la plupart, sinon la totalité, des contrats à terme sur obligations canadiennes se négocier à des bases brutes négatives.

FIGURE 2

	JUN (M24)			SEPTEMBRE (U24)			DÉCEMBRE (Z24)			MARS (H25)		
	-50 pts	Implicite	+ 25 pts	-50 pts	Implicite	+ 25 pts	-50 pts	Implicite	+ 25 pts	-50 pts	Implicite	+ 25 pts
CGZ	Base +	Base -	Base -	Base -	Base -	Base -	Base +	Base -	Base -	Base +	Base -	Base -
CGF	Base -	Base -	Base -	Base -	Base -	Base -	Base -	Base -	Base -	Base -	Base -	Base -
CGB	Base -	Base -	Base -	Base -	Base -	Base -	Base -	Base -	Base -	Base -	Base -	Base -
LGB	Base -	Base -	Base -	Base -	Base -	Base -	Base -	Base -	Base -	Base -	Base -	Base -

Source : Bourse de Montréal

3 Pour de plus amples renseignements, se reporter à l'article intitulé [Prévoir et comprendre la base négative des contrats à terme](#), publié par la Bourse de Montréal en avril 2021.

4 Dans un jargon beaucoup plus technique, la base brute est négative lorsqu'un arbitrage de contrats à terme et d'obligations au comptant entraîne un portage négatif pour le vendeur de contrats à terme.

5 Pour les mois de décembre et de mars, nous avons dû déterminer de manière spéculative, à partir de la courbe des taux d'aujourd'hui, le coupon des obligations qui n'ont pas encore été émises. Des rendements plus faibles réduiraient le coupon des obligations à 2 ans hypothétiques et rendraient une base positive encore moins probable que dans le scénario décrit ici.

L'érosion du profit associé à l'option d'atout

Le risque géopolitique est un facteur important dans l'évaluation de l'option d'atout intégrée dans les contrats à terme, car les rebondissements politiques, les catastrophes naturelles et les conflits armés se produisent à des moments aléatoires, contrairement à la publication des indicateurs économiques. Les lecteurs se souviendront que tout ce qui accroît la volatilité des taux d'intérêt entre 15 h et 17 h 30 pendant la période de livraison devrait rendre les options d'atout plus intéressantes⁶. La plupart des indicateurs économiques, à l'exception notable des annonces de la Réserve fédérale, ne sont pas publiés pendant cette période, mais des événements géopolitiques sont très possibles, voire inévitables, en particulier au cours d'une année électorale aux États-Unis et dans un contexte de tensions accrues en Europe et au Moyen-Orient.

Malgré l'augmentation du risque géopolitique, la rentabilité de l'option d'atout du CGB (10 ans) continuera de s'éroder en raison de l'augmentation des taux de coupon sur les prochaines obligations les moins chères à livrer. Les obligations à coupon élevé se traduisent par des facteurs de concordance plus élevés pour que l'obligation puisse satisfaire aux obligations contractuelles, ce qui entraîne de plus petits excédents de couverture sur l'exercice d'une option d'atout et moins de bénéfices pour la partie qui livre de manière anticipée en fin de journée.

La figure 3 montre l'excédent de couverture résultant de l'obligation (très) probablement la moins chère à livrer pour chacun des contrats⁷ entre juin 2024 et mars 2025. Si l'excédent de couverture des contrats à 5 ans (CGF) augmente quelque peu, en particulier pour le contrat de décembre 2024, peu d'acteurs ont trouvé encore moins de profit en misant sur l'option d'atout de ce contrat. Pour les contrats à 10 ans, pour lesquels la quasi-totalité de l'activité entourant les options d'atout s'est concentrée au Canada depuis la révision des caractéristiques du contrat LGB en 2022, les coupons plus élevés sur l'obligation la moins chère à livrer continuent à réduire les profits potentiels pour les livraisons liées à l'option d'atout. En mars 2025, l'excédent de couverture tombera à un peu plus de 25 % par rapport à sa valeur d'un peu moins de 55 % pour le contrat CGB de septembre 2022. Si la volatilité de fin de journée était une constante (voir le paragraphe précédent concernant l'augmentation du risque géopolitique), le potentiel de profit pour les tentatives d'exercice de l'option d'atout aurait chuté d'environ 50 % en un peu plus de deux ans sur les contrats CGB.

FIGURE 3

	JUIN (M24)	SEPTEMBRE (U24)	DÉCEMBRE (Z24)	MARS (H25)
CGZ	2,4 %	3,2 %	2,8 %	3,2 %
CGF	8,9 %	8,4 %	11,4 %	10,8 %
CGB	33,5 %	29,1 %	28,2 %	26,4 %

Source : Bourse de Montréal

Autres faits nouveaux

Le Budget 2024, le risque de substitution et le passage du contrat BAX au contrat CRA ne seront probablement pas considérés comme des problèmes en 2024.

Le Budget et le programme d'emprunt du Canada

Les commentaires politiques, polis ou non, sur le budget 2024 n'ont pas manqué, comme c'est la norme au Canada. Nous laissons la politique à d'autres, mais notons ce qui suit à propos du programme d'emprunt futur :

1. Les besoins d'emprunt continuent d'augmenter, mais à un rythme plus lent. Les émissions ont augmenté dans tous les secteurs importants pour les contrats à terme de la Bourse de Montréal, de sorte qu'il devrait y avoir plus d'obligations disponibles pour la livraison, une nouvelle positive dans la perspective à courte vue des marchés de contrats à terme sur titres à revenu fixe.
2. Comme annoncé en 2023, le Trésor a reconnu qu'il n'y a pas d'appétit particulier pour la durée de 3 ans. Bien que cela ne soit pas explicitement indiqué, il semble que tout emprunt antérieur qui aurait été inclus dans l'obligation de référence à trois ans, désormais supprimée, a été ajouté à l'obligation de référence à deux ans, plus populaire.
3. Le Trésor a répondu aux demandes des participants au marché d'émettre davantage d'obligations à long terme. En effet, mesuré en fonction de la durée, le pourcentage d'obligations à 10 ans et à 30 ans émises a augmenté bien plus que celui des obligations à 2 ans et à 5 ans.

⁶ Pour de plus amples renseignements sur les options d'atout, se reporter à l'article [Étude de cas sur le CGB : l'exercice de l'option d'atout](#), publié par la Bourse de Montréal en juillet 2019, et à l'article [L'option d'atout : l'option de tous les regrets](#), août 2022.

⁷ À l'exception des contrats LGB (30 ans) qui ne prévoient pas de possibilité de livraison anticipée et, par conséquent, pas d'option d'atout.

4. Un programme de bons du Trésor à un mois a été créé, pour l'instant à titre temporaire, afin de faciliter l'abandon du marché des acceptations bancaires. Autre élément positif, la création de ce bon à très court terme constitue une assurance contre tout déséquilibre entre l'offre et la demande au début de la courbe des taux pendant une période de changement. La première émission aura lieu en mai et les participants au marché monétaire pourraient trouver des occasions en comparant la valeur relative de ces nouveaux bons à un mois et le contrat à terme d'un mois sur le taux CORRA (COA^{MC})⁸.

Risque de substitution

Malgré des taux d'intérêt plus élevés aujourd'hui qu'il y a un an, et surtout qu'il y a deux ans, les rendements ne sont pas encore assez élevés pour justifier une discussion approfondie du risque élevé de substitution. À l'exception du contrat LGB (30 ans), l'obligation à échéance la plus courte du panier de livrables sera presque certainement l'obligation la moins chère à livrer pour tous les contrats à venir, à moins que les rendements des obligations canadiennes n'augmentent de cent points de base ou plus.

La fin de l'ère des contrats BAX

Les contrats BAX cesseront d'être négociés en juin. Tous les contrats postérieurs à juin ont été convertis en contrats CRA équivalents, suivant un processus normalisé et largement diffusé⁹. Environ 130 000 contrats ont été convertis, même si les prix des contrats BAX et CRA avaient déjà convergé vers la formule annoncée à l'avance. On s'attend à ce que la plupart des participants qui ont encore une position sur le contrat de juin (~100 k d'intérêt en cours) la maintiennent jusqu'à l'échéance, le 17 juin. En revanche, à la suite de la conversion, le contrat CRA a vu son intérêt en cours atteindre plus d'un million de contrats, s'imposant ainsi comme le nouveau contrat incontournable pour gérer l'exposition aux taux d'intérêt à court terme canadiens. En outre, le volume de contrats CRA en avril 2024 (2,7 millions de contrats négociés) représente un mois d'avril record dans l'histoire des contrats à terme sur taux d'intérêt à court terme canadiens cotés.

⁸ Les caractéristiques des contrats à terme à un mois sur le taux CORRA [sont accessibles ici](#).

⁹ Renseignements : https://www.m-x.ca/f_publications_fr/bax_fallback_provision_implementation_plan_fr.pdf.



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/futures](https://www.m-x.ca/futures)