

BOURSE DE MONTRÉAL

Mars 2025

Contrats sur le taux CORRA : à quoi faut-il s'attendre?

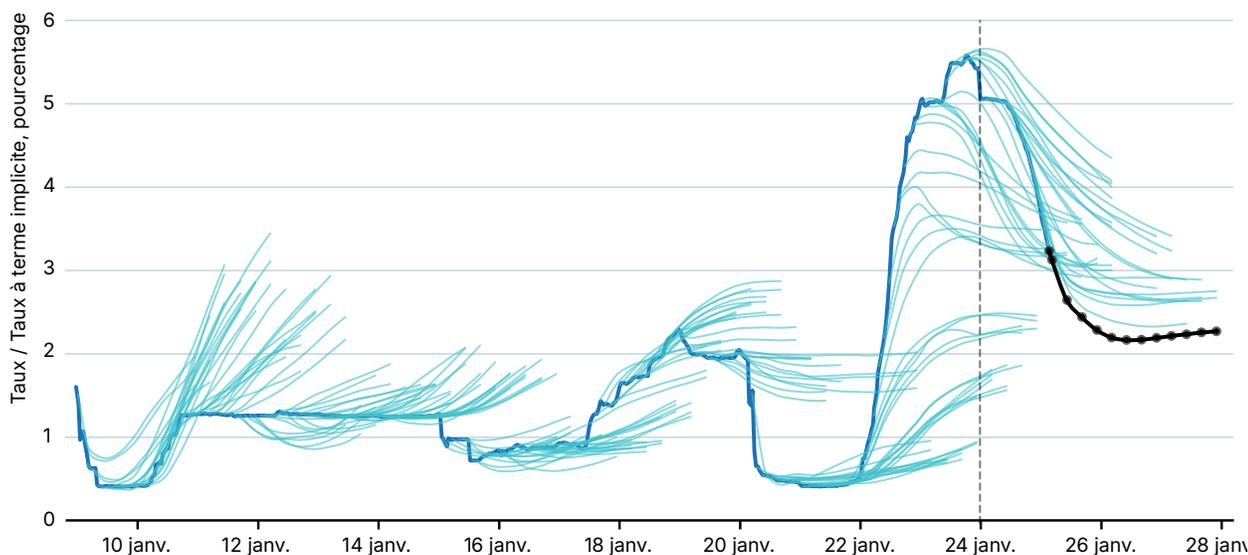
Nous mettons à jour¹ l'ancien graphique des « tracés en spaghetti » des contrats BAX pour tenir compte du remplacement des contrats à terme sur acceptations bancaires de trois mois (BAX^{MD}) par le contrat à terme de trois mois sur le taux CORRA (CRA^{MC}), qui est désormais la norme. Nous nous demandons par le fait même si les « gains faciles » associés aux opérations sur roulement inférieur touchent à leur fin (pour l'instant), malgré la guerre tarifaire.

Figure mise à jour pour tenir compte du taux CORRA

Même si les contrats BAX persistaient dans les contrats échéant en juin 2024, les contrats CRA étaient déjà devenus l'instrument privilégié pour le segment à court terme, tandis que les contrats BAX étaient graduellement éliminés². Au moment de mettre à jour notre graphique des séries chronologiques utilisé dans le passé pour illustrer les diverses périodes de roulement inférieur attrayant dans le segment à court terme, nous avons utilisé la date limite de décembre 2023 pour les contrats BAX et avons commencé à utiliser les contrats sur le taux CORRA en 2024. La figure 1 montre la représentation graphique superposée obtenue. La ligne pointillée sépare les données en deux parties : les cours des anciens contrats BAX à gauche, et les cours des contrats CRA, la nouvelle norme, à droite.

¹ Les lecteurs intéressés trouveront la mise à jour précédente intitulée [Le début de la fin?](#) publiée par la Bourse de Montréal en mars 2023, et l'article original de cette série pluriannuelle, [Évolution des BAX : près d'une décennie de roulements inférieurs faciles](#), publié en novembre 2017.

² Au moment de la rédaction du présent document, l'intérêt en cours des contrats CRA s'élevait à plus de 1,3 million de contrats, ce qui en faisait l'instrument dérivé de référence pour les taux à court terme.

FIGURE 1**CDOR/BAX, Janvier 2009 à 2024 - CORRA/CRA, Janvier 2024 à ce jour**

Source : Bourse de Montréal

Dans la figure ci-dessus, la courbe des contrats à terme de 90 jours – qu’il s’agisse des contrats BAX avant 2024 ou des contrats CRA à compter de 2024 – est illustrée en turquoise, tandis que la ligne bleue représente soit le taux CDOR (Canadian Dollar Offered Rate) de trois mois, soit le taux moyen pondéré³ des contrats à terme de trois mois sur le taux CORRA. Pour interpréter la figure, chaque fois qu’un « spaghetti » turquoise, qui représente la courbe des contrats à terme à chaque date, se trouve au-dessus de la ligne bleue, les prix des contrats à terme sous-entendaient des taux d’intérêt à court terme plus élevés que les taux qui se sont finalement matérialisés, et vice versa. Une position acheteur à long terme aurait éventuellement⁴ généré des profits à la date d’échéance du contrat si elle avait été acquise lorsque la courbe des contrats à terme turquoise était au-dessus de la courbe bleue du taux au comptant.

Rajustements mineurs découlant de la transition des contrats BAX aux contrats sur le taux CORRA

Les contrats BAX étaient réglés en fonction du taux CDOR à trois mois observé à une seule date. En revanche, les contrats sur le taux CORRA sont réglés en fonction d’une moyenne pondérée des observations sur une période de 90 jours. Nous avons utilisé la moyenne pondérée calculée à partir de l’indice du taux CORRA composé publié quotidiennement par la Banque du Canada⁵. L’effet du recours à une moyenne est évident dans la figure, car après le 1^{er} janvier 2024, il n’y a plus de petits paliers à la hausse ou à la baisse du taux à court terme les journées où des mesures de politique monétaire sont prises, et le taux évolue de manière plus lissée. Selon nous, le recours à une moyenne préserve mieux la nature du graphique d’un point de vue visuel, car les « spaghettis » turquoises convergent vers le niveau du règlement (en bleu) de la même façon que les contrats BAX le faisaient avant le changement de contrat en 2024.

³ Nous expliquons le passage d’une observation unique à une moyenne dans le paragraphe qui suit.

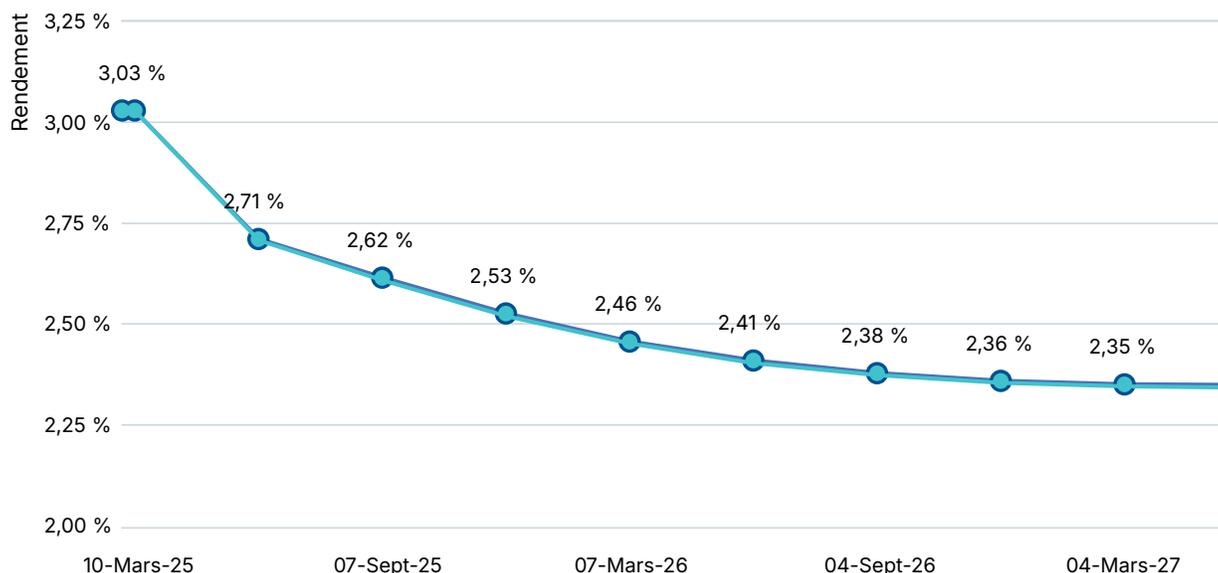
⁴ Veuillez noter que le graphique ne contient aucune information sur la voie que l’opération a empruntée vers une éventuelle rentabilité.

⁵ Cet indice est très utile pour calculer le taux quotidien composé entre deux dates. Les lecteurs peuvent le consulter à l’adresse <https://www.banqueducanada.ca/taux/taux-dinteret/le-taux-corra/#index>.

Autres accommodements prévus

Étant donné que les contrats CRA peuvent servir à calculer⁶ les attentes relatives au taux à un jour à partir des prix actuels, il s'agit d'outils efficaces pour exprimer des points de vue sur les décisions de la Banque du Canada. La courbe au comptant à la figure 2 prévoit actuellement environ trois baisses de taux supplémentaires d'ici septembre. Il convient de souligner que, ces baisses de taux ayant déjà été prises en considération dans le contrat, il doit y avoir d'autres accommodements en matière de politique monétaire pour que l'acheteur d'un contrat CRA puisse générer des profits. Si la Banque réduit le taux environ trois autres fois au cours des six prochains mois, ces contrats atteindraient le point d'équilibre ou, pour faire un lien entre la figure 2 et la figure 1, la courbe turquoise des contrats à terme correspondrait à la courbe du taux au comptant à ce moment-là.

FIGURE 2
Courbe des taux au comptant des contrats CRA



Source : Bourse de Montréal

Les périodes de gains faciles vont et viennent

Les zones bleues de la figure 1 reflètent de longues périodes durant lesquelles il était, pour ainsi dire, « facile » de générer des profits du côté acheteur des contrats BAX et des contrats CRA. Comme un important roulement inférieur favorise les positions acheteur, de nombreux gestionnaires adoptent une stratégie acheteur à long terme et tolèrent la volatilité quotidienne afin de tirer parti d'un éventuel roulement inférieur. Ces périodes sont liées au cycle des politiques monétaires, même si elles ne le sont que vaguement lorsque les marchés anticipent les fluctuations de la banque centrale, quoique ceux-ci surestiment ou sous-estiment presque toujours la politique monétaire qui finit par être adoptée.

D'autres périodes, comme celle de janvier 2022 à janvier 2024, qui se situe entre les dernières zones bleues dans la figure, sont des périodes difficiles pour les positions acheteur, car la courbe des contrats à court terme n'arrive pas à anticiper la vitesse et l'ampleur des augmentations des taux d'intérêt de la banque centrale. Les positions acheteur subissent des pertes, ce qui finit par entraîner des appels de marge et la vente en toute urgence de positions qui affichaient initialement une possibilité de roulement inférieur attrayant.

⁶ Pour en savoir plus, consultez l'article [Adieu, modèle du BAX](#) publié par la Bourse de Montréal en octobre 2023.

Ce n'est peut-être pas encore terminé

Les tensions commerciales avec les États-Unis constituent un défi pour l'économie canadienne. Que les mesures du gouvernement américain se poursuivent ou non, une inspection visuelle de la figure 1 et de la zone bleue la plus récente pourrait être une stratégie presque aussi efficace pour décider de quelle façon aborder le segment à court terme. La plus récente période de « gains faciles » reposant sur une stratégie d'achat à long terme dans le segment à court terme de la courbe des taux perdure depuis maintenant plus d'un an, mais il s'agit tout de même de la période la plus courte constatée au cours des 16 dernières années reflétées sur la figure. Cependant, nous devons reconnaître que les contrats CRA prévoient déjà des accommodements considérables en matière de politique monétaire et qu'ils n'affichent pas le roulement inférieur qui, historiquement, s'est avéré attrayant durant les périodes précédentes. Cette partie de la courbe des taux est actuellement à la baisse, et non à la hausse. Cependant, l'histoire nous apprend que la Banque du Canada est souvent plus agressive, et pour de longues périodes, lorsqu'elle cherche à assouplir sa politique monétaire.

Il s'agit pour le moment de « contrats pour négociateurs »

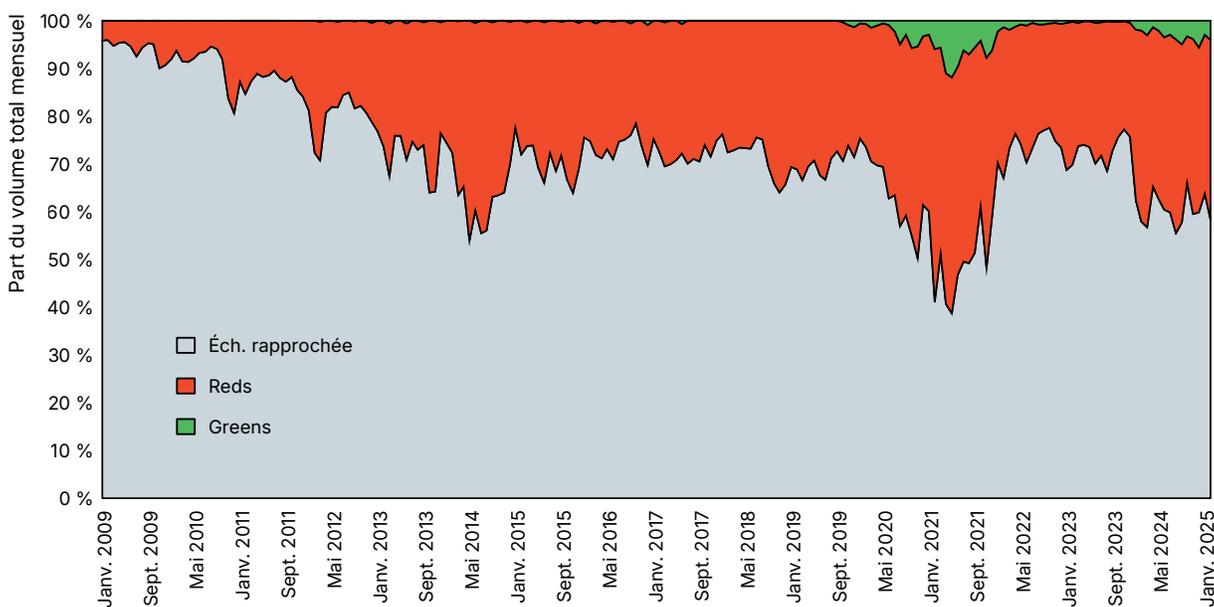
Vu la volatilité actuelle, les annonces imprévisibles et, osons-nous le dire, l'orientation ou les objectifs inconnus de notre voisin du sud, les occasions d'« achat à long terme » de contrats sur le taux CORRA ne sont peut-être pas les opérations les plus évidentes en ce moment. Même les gestionnaires qui ont une forte tolérance au risque et un appétit pour la volatilité doivent constamment surveiller leurs positions en prévision de la prochaine annonce ou de l'annulation d'annonces antérieures. Le rythme des nouvelles imprévues ralentira peut-être à l'avenir, et la volatilité deviendra plus gérable et prévisible, mais pour l'instant, le cycle des nouvelles pèse sur le segment à court terme de la courbe des taux. Les gestionnaires peuvent choisir une direction, et s'ils sont fermement convaincus, les contrats à terme CRA⁷ ou les contrats à terme sur obligations du gouvernement du Canada de deux ans (CGZ^{MD}) sont des moyens efficaces de négocier rapidement en fonction de leurs convictions. Cependant, nous nous attendons à ce que très peu de gestionnaires considèrent de telles opérations comme des placements à long terme, comme cela aurait pu être le cas dans le passé, lorsqu'un roulement inférieur était envisageable en raison d'une courbe ascendante et de la plus grande prévisibilité des politiques du gouvernement américain.

Les contrats *greens* sont de retour!

Enfin, les gestionnaires ont de nouveau adopté l'utilisation des contrats à plus long terme pendant plusieurs trimestres, peut-être en raison de la liquidité accrue des contrats CRA, qui ont pris le relais des contrats BAX et qui ont fini par les remplacer en 2024. Pendant quelques mois, les 9^e à 12^e contrats ont suscité peu d'intérêt, un phénomène qui semble terminé.

La figure 3 montre la répartition des contrats représentés en fonction du volume quotidien de négociation sur environ 15 ans. Durant quelques années, entre le milieu de 2020 et le milieu de 2022, soit pendant environ huit cycles d'échéance, les gestionnaires ont adopté suffisamment de contrats greens – du 9^e au 12^e contrat – pour que ces contrats représentent de 6 à 12 % du volume de négociation. Il y a ensuite eu quelques années de vaches maigres durant lesquelles très peu de contrats plus loin dans la courbe se négociaient, mais cette période est maintenant révolue, car les contrats greens se sont redressés et, au cours de certains mois, ils dépassaient la barre des 5 % du volume de négociation des contrats à terme CRA.

⁷ La Bourse permet également de négocier les quatre échéances les plus rapprochées, à commencer par le contrat à terme d'un mois sur le taux CORRA (COA), un autre excellent outil pour gérer les attentes en matière de taux d'intérêt.

FIGURE 3**Volumes de BAX/CRA par série, depuis janv. 2009**

Négociez en fonction de vos risques : plus de solutions de rechange liées aux contrats sur le taux CORRA

Comme nous l'avons déjà mentionné, les contrats à terme d'un mois sur le taux CORRA (COA^{MC}) sont également un outil populaire pour gérer les risques et adopter des positions spéculatives dans le segment à court terme de la courbe des taux. En plus d'offrir une exposition plus limitée aux attentes à l'égard des taux d'intérêt canadiens, ils offrent une diversité de stratégies de négociation pour tirer parti de la dynamique mensuelle et saisonnière du marché de pensions sur titres et du changement ciblé du taux à un jour de la Banque du Canada. Ces cas d'usage sont analysés en profondeur (avec des exemples détaillés) dans l'article *Contrats à terme d'un mois sur le taux CORRA : des occasions qui tombent à point*⁸ publié il y a quelques mois.

En outre, les options sur contrats à terme de trois mois sur le taux CORRA (OCR^{MC})⁹ inscrites à la Bourse sont de puissants instruments qui permettent aux participants d'adapter leurs positions sur contrats à terme sur le taux CORRA et de mieux gérer le risque non linéaire. À mesure que la liquidité des contrats CRA sous-jacents augmente, les participants devraient constater la valeur d'une participation sur le marché des options sur la taux CORRA, car il s'agit d'une occasion d'adopter une stratégie de couverture, d'effectuer des opérations et d'optimiser plus efficacement l'exposition aux taux d'intérêt canadiens à court terme. À l'heure actuelle, la Bourse propose les quatre (4) mois d'échéance trimestrielle les plus rapprochés, qui génèrent une participation croissante sous la forme de multiples opérations régulières, stratégies et opérations en bloc.

8 https://www.m-x.ca/f_publications_fr/futures_flash_article25_fr.pdf

9 <https://www.m-x.ca/fr/markets/interest-rate-derivatives/ocr>



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

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 de commerce de la Banque de Montréal, utilisée avec la permission de celle-ci.

© Bourse de Montréal Inc., 2025. 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 à de telles fins. 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. CRA, CGZ, CGF, CGB, LGB, Bourse de Montréal et MX sont des marques déposées de Bourse de Montréal Inc. TMX, le logo de TMX, Groupe TMX, Bourse de Toronto et Bourse de croissance TSX sont des marques de commerce de TSX Inc. et elles sont utilisées sous licence.