

Principes fondamentaux des contrats à terme sur titres à revenu fixe canadiens

Les contrats à terme sur titres à revenu fixe négociés à la Bourse de Montréal sont souvent utilisés pour reproduire, de manière efficace et à faible coût, une position sur les obligations du gouvernement du Canada¹.

Produits

La Bourse de Montréal permet désormais de négocier un éventail complet de contrats à terme sur le segment des échéances de un mois à 30 ans de la courbe des taux. Des produits analogues sont offerts sur d'autres marchés internationaux, notamment aux États-Unis, en Italie, en Allemagne, en France et au Royaume-Uni, mais seuls les produits négociés à la Bourse de Montréal permettent d'obtenir une exposition aux dérivés sur obligations du gouvernement du Canada. Les contrats à terme sur obligations du gouvernement canadien sont énumérés à la figure 1.

FIGURE 1

Contrat à terme	Obligations équivalentes
CGZ	Obligations de 2 ans
CGF	Obligations de 5 ans
CGB	Obligations de 10 ans
LGB	Obligations de 30 ans

Participants

Les contrats à terme sur obligations entraînant une livraison physique au Canada sont négociés par des gestionnaires de portefeuilles internationaux spécialisés de même que par des gestionnaires de portefeuilles canadiens qui cherchent une exposition aux obligations du gouvernement du Canada au moyen de produits dérivés normalisés et facilement négociables. Pour un gestionnaire de portefeuille, ces produits, qui constituent parfois une première incursion sensée dans l'univers des produits dérivés, sont souvent considérés comme un substitut quasi parfait aux obligations au comptant au Canada. Or, ils permettent aussi de réduire les frais et le travail de gestion liés à un portefeuille d'obligations.

¹ Le présent document présente un aperçu des caractéristiques des contrats à terme sur les obligations du gouvernement du Canada. Pour de plus amples renseignements, les participants sont invités à consulter le Manuel de référence des contrats à terme sur obligations de la Bourse de Montréal.

Avantages des contrats à terme sur obligations

Les contrats à terme sur obligations du gouvernement du Canada permettent d'obtenir une exposition aux marchés des titres à revenu fixe canadiens plus facilement qu'un portefeuille d'obligations au comptant classique; ils peuvent également simplifier la gestion de la durée ainsi que l'application de stratégies actives sur tous les segments de la courbe de rendement.

Par exemple, un investisseur étranger qui désire obtenir une exposition aux taux d'intérêt canadiens devra peut-être surmonter de sérieux obstacles et assumer des coûts de liquidité importants sur certaines obligations, particulièrement les titres émis antérieurement. De plus, si l'investisseur ne détient pas de dollars canadiens, il pourrait devoir financer l'achat des obligations sur le marché canadien du prêt de titres ou réaliser des opérations de change onéreuses. Un gestionnaire devra presque toujours assumer des frais de négociation et de gestion additionnels s'il modifie régulièrement la durée de son portefeuille ou s'il doit maintenir une durée cible pendant de nombreux mois au moyen d'opérations de report d'échéance. Enfin, les firmes qui ont mis en place des frais ou des restrictions en matière de bilan constatent habituellement que les contrats à terme permettent de réduire les coûts liés aux portefeuilles de leurs gestionnaires.

En plus d'éliminer ou de réduire les coûts pour le gestionnaire de portefeuille, les contrats à terme sur obligations offrent la même exposition aux obligations sous la forme d'un produit dérivé simple et sécuritaire. La caractéristique principale des contrats à terme sur obligations fait en sorte qu'une position sera convertie automatiquement en position sur l'obligation sous-jacente, sans que quiconque ait à intervenir. De plus, le montant en dollars canadiens qui est nécessaire pour obtenir une position équivalente au moyen des contrats à terme représente une petite fraction du montant autrement requis, et le gestionnaire peut aisément vendre des positions, voire des positions qu'il ne détient pas, sans même participer au marché des opérations de pension sur titres au Canada.

Ces dernières années, le contrat à terme sur obligations du gouvernement du Canada de 10 ans (CGB^{MC}) s'est imposé comme l'instrument à revenu fixe le plus liquide au pays, tandis que les contrats à terme sur obligations du gouvernement du Canada de 5 ans (CGF^{MC}) et sur obligations du gouvernement du Canada de 2 ans (CGZ^{MC}) continuent de voir leur intérêt en cours et leur liquidité s'accroître à un rythme impressionnant.

FIGURE 2
Contrats à terme de la MX – volume mensuel

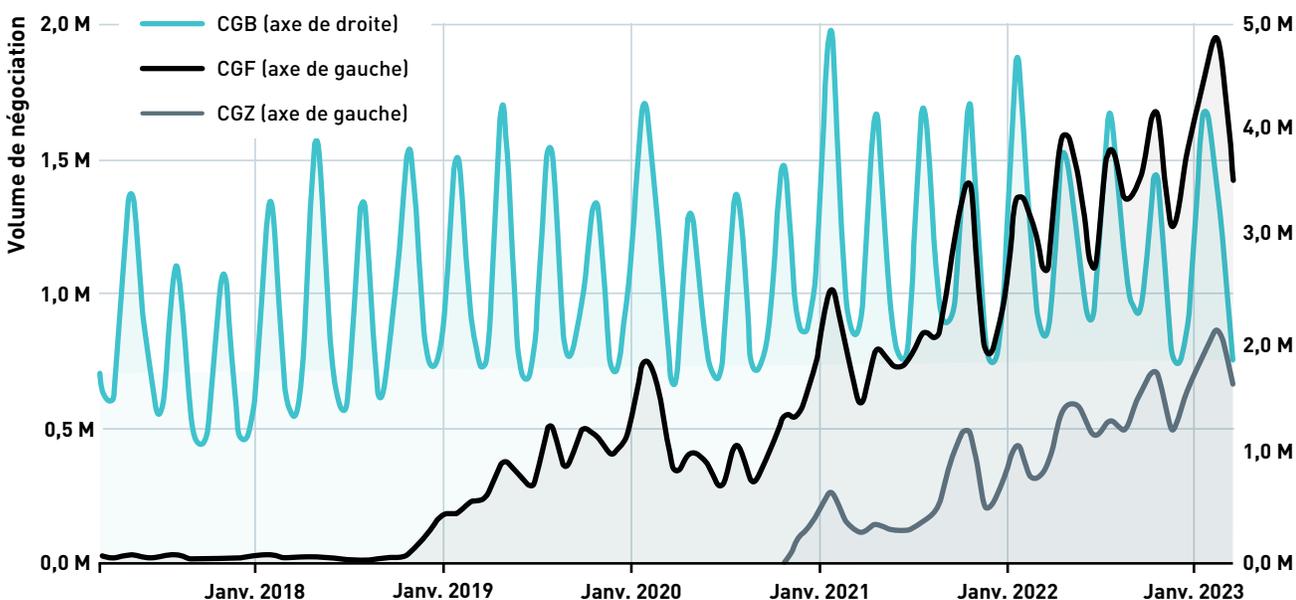
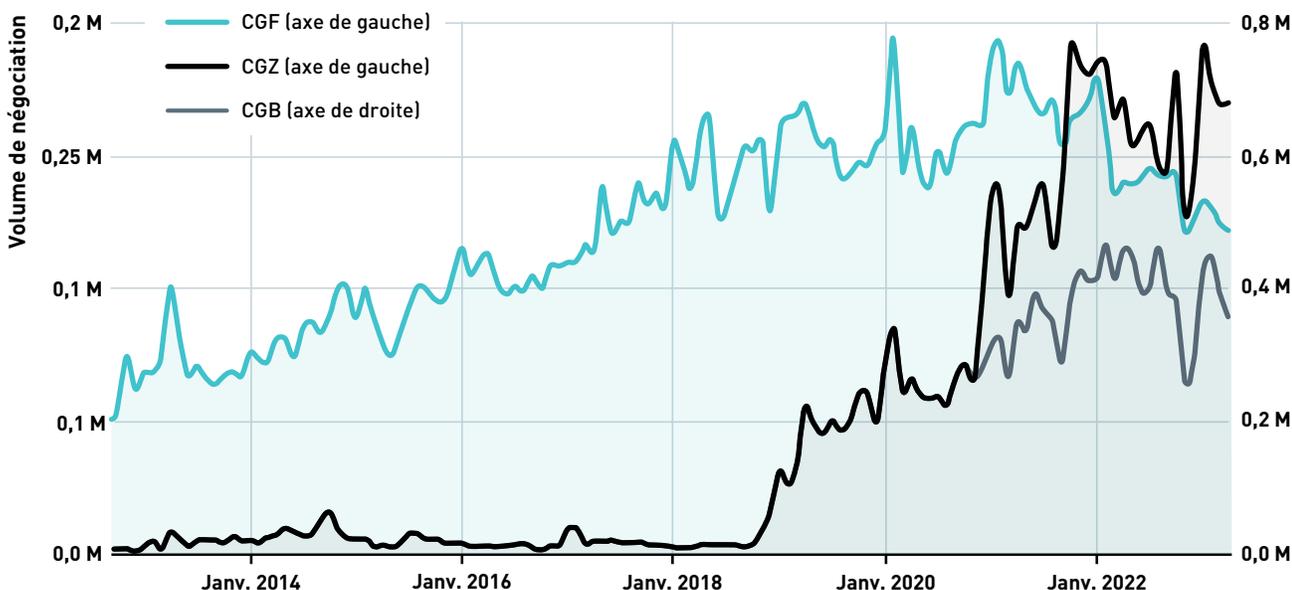


FIGURE 3
Contrats à terme de la MX – Intérêt en cours mensuel



Aux fins d'illustration, prenons par exemple la figure 4 et supposons un gestionnaire étranger qui souhaite obtenir une exposition de 50 millions de dollars aux obligations du gouvernement du Canada de 5 ans en raison d'une décision de répartition, mais qui ne détient pas de dollars canadiens à investir. Les deux possibilités présentées à la figure 4 comportent une exposition au risque équivalente², mais celle qui vise des contrats à terme compte beaucoup moins d'étapes à mettre en œuvre et est nettement moins exigeante en matière de conversion de devises, étant donné que la marge initiale des contrats à terme est inférieure à 2 % des dépenses totales qu'il faudrait normalement engager sur le marché des obligations au comptant.

FIGURE 4

	Obligations au comptant	Contrats à terme de 5 ans
Position	48 508 000	436
VM01 du titre	4,55	5,07
VM01 de la position	22 076	22 098
Prix	103,08	114,33
Coût/marge initiale	50 000 385	929 552

La figure 5 présente les étapes que suit habituellement un gestionnaire de portefeuille étranger pour investir dans les obligations du gouvernement du Canada; les mesures à prendre pour établir et maintenir une simple position sont indiquées en caractères gras. Le contrat à terme, dont le prix converge vers le même prix que l'obligation du gouvernement du Canada sous-jacente, permet habituellement de reproduire avec plus d'efficacité un même investissement sans devoir consacrer autant de temps et de ressources précieuses à la sélection des titres, aux opérations de financement des obligations, aux opérations de change, à la gestion de la durée et à d'autres tâches administratives.

² Montants légèrement arrondis afin de présenter des obligations et contrats entiers. Comme le CGF représente une valeur notionnelle de 100 000 \$ par contrat et la VM01 du contrat à terme est légèrement supérieure à celle de l'obligation de 5 ans, seulement 436 contrats sont nécessaires pour obtenir la même exposition au risque que des obligations au comptant d'une valeur notionnelle de 48,5 millions de dollars.

FIGURE 5**Marché des obligations du gouvernement canadien de 5 ans**

Étape 1	Convertir une monnaie locale en 50 millions de dollars canadiens OU signer des ententes de financement par titres auprès d'une banque canadienne.
Étape 2	Choisir quelle obligation acheter
Étape 3	Effectuer l'opération, possiblement par voie électronique ou par téléphone
Étape 4	Surveiller la position à l'approche de l'échéance et l'évolution de l'exposition à la durée
Étape 5	Refinancer au moyen d'une opération de pension sur titres OU surveiller l'exposition au marché de change associée aux coupons
Étape 6	Reporter (possiblement) l'échéance si la position est détenue pour longtemps, rajuster le financement par mise en pension sur titres ou le montant de les avoirs en dollars canadiens
Étape 7	Vendre la position, possiblement par voie électronique ou par téléphone
Étape 8	Reconvertir dans la monnaie locale initiale les 50 millions de dollars canadiens, ou le montant rajusté en fonction du gain ou de la perte

Contrats à terme CGF (5 ans) de la Bourse de Montréal

Étape 1	Acheter des contrats CGF par voie électronique, convertir moins de 1 million de dollars canadiens aux fins d'établissement de marge initiale
Étape 2	Une fois par trimestre, reporter la position sur un nouveau contrat, si cela est souhaité
Étape 3	Vendre la position par voie électronique
Étape 4	Convertir dans la monnaie locale uniquement le montant de la marge initiale et de maintien (gain et perte)

Grâce aux contrats à terme sur les obligations du gouvernement du Canada, il est possible de facilement mettre en œuvre d'autres stratégies de négociation populaires comme la négociation sur l'écart de rendement, la couverture contre le risque de taux et le rajustement de la durée d'un portefeuille d'obligations. Des exemples détaillés de ces stratégies sont présentés sur le site Web de la Bourse de Montréal³.

Points à retenir en matière de négociation de contrats à terme sur obligations

Lorsqu'il est question de produits dérivés, certaines préoccupations et une certaine confusion persistent encore, même chez les investisseurs professionnels. Ces questions sont abordées ci-dessous.

Fonds à effet de levier

Bien que tous les contrats à terme réglés en espèces comportent un effet de levier inhérent, bon nombre d'investisseurs choisissent simplement de se tourner vers les contrats à terme pour obtenir une exposition aux obligations afin de le neutraliser. Les sommes excédentaires, en dollars canadiens ou dans leur monnaie nationale, sont alors investies sur les marchés à court terme, entre autres. Puisque le prix du contrat à terme converge vers le prix de l'obligation du gouvernement du Canada sous-jacente à la livraison, l'effet de levier inhérent d'un contrat à terme ne peut entraîner de pertes imprévues pour les investisseurs comme peuvent le faire les options, qui sont des produits dérivés au même titre que les contrats à terme.

Livraison

Certains investisseurs croient à tort que les contrats à terme impliquent d'importants risques de livraison. Bien que cela puisse être vrai en ce qui concerne certains contrats à terme sur marchandises dont le « stockage » est plus difficile, ce n'est pas le cas pour les contrats à terme sur obligations. En outre, la plupart des contrats à terme sur obligations ne sont jamais livrés, car l'investisseur peut à tout moment, et à son entière discrétion, fermer sa position avant toute possibilité de livraison.

³ Se reporter aux pages des contrats à terme sur les obligations du gouvernement du Canada : 2 ans (CGZ), 5 ans (CGF), 10 ans (CGB) et 30 ans (LGBMC) [par exemple : <https://www.m-x.ca/fr/markets/interest-rate-derivatives/cgb>].

Risque de contrepartie

Le système de couverture, qui protège à la fois les positions acheteur et vendeur des contrats à terme, s'est montré efficace même durant les périodes d'agitation intense sur les marchés associées à un risque de contrepartie élevé, comme celles qui régnaient durant la crise financière d'après 2008. En fait, ce système de couverture quotidienne et de compensation du risque par l'intermédiaire d'un tiers est devenu la méthode de référence en matière de gestion du risque de contrepartie au sein d'autres marchés des dérivés depuis la crise, il y a une quinzaine d'années. Au Canada, la gestion de la compensation et de la couverture des contrats à terme sur obligations est assurée par la Corporation canadienne de compensation de produits dérivés (CDCC), une entité considérée comme étant d'importance systémique par la Banque du Canada, si bien qu'elle est assujettie à la surveillance réglementaire de divers organismes gouvernementaux du pays.

Pertes non linéaires

De nombreux investisseurs, particulièrement les investisseurs chevronnés, se méfient des positions sur dérivés susceptibles d'afficher des pertes non linéaires, telles les positions vendeurs sur options, en période de très forte volatilité. Les contrats à terme ne partagent assurément pas cette caractéristique d'investissement⁴. Le prix du contrat convergera toujours vers le prix équivalent de l'obligation du gouvernement du Canada sous-jacente, et l'arbitrage permet d'atténuer les écarts de prix temporaires entre les deux instruments financiers. Si le prix du contrat à terme s'éloigne trop du prix du sous-jacent, l'acheteur (ou le vendeur) peut simplement choisir de prendre livraison (ou de procéder à la livraison) et de convertir la position en obligation du gouvernement.

Annexe – Caractéristiques des contrats à terme sur obligations du gouvernement du Canada

	CGZ (deux ans)	CGF (cinq ans)
Sous-jacent	100 000 \$ CA de valeur nominale d'obligations du gouvernement du Canada portant un coupon notionnel de 6 %.	100 000 \$ CA de valeur nominale d'obligations du gouvernement du Canada portant un coupon notionnel de 6 %.
Cycle d'échéance	Mars, juin, septembre et décembre	
Cotation des prix	Par tranche de 100 \$ CA de valeur nominale	
Unité minimale de fluctuation des prix	0,005 = 5 \$ CA par contrat	0,01 = 10 \$ CA par contrat
Type de contrat	Livraison physique d'obligations gouvernementales canadiennes admissibles	
Dernier jour de négociation	La négociation se termine à 13 h le septième jour ouvrable précédant le dernier jour ouvrable du mois de livraison.	
Jour d'échéance	L'échéance a lieu le dernier jour de négociation	
Avis de livraison	Les avis de livraison doivent être soumis avant 17 h 30 ou avant l'heure limite prescrite par la chambre de compensation lors de tout jour ouvrable, du deuxième jour ouvrable précédant le premier jour ouvrable du mois de livraison jusqu'au deuxième jour ouvrable précédant le dernier jour ouvrable du mois de livraison, inclusivement.	
Jour de livraison	La livraison doit s'effectuer le deuxième jour ouvrable suivant le dépôt de l'avis de livraison par le membre détenant la position vendeur ou lors de tout autre jour tel que déterminé par la chambre de compensation. La livraison doit avoir lieu au plus tard le dernier jour ouvrable du mois de livraison.	

⁴ Il n'est pas faux d'affirmer que l'effet de convexité des obligations (tendance du prix de l'obligation à varier de manière légèrement non linéaire au fil des hausses et des baisses de taux d'intérêt) peut se traduire par une non-linéarité du contrat à terme de faible ampleur en comparaison avec d'autres types de dérivés, mais surtout, une non-linéarité qui reproduit exactement la relation entre le prix des obligations et les taux d'intérêt. Le contrat à terme n'introduit pas la non-linéarité; il ne fait que reproduire exactement la non-linéarité inhérente des obligations du gouvernement.

Normes de livraison	<p>Des obligations du gouvernement du Canada qui :</p> <ul style="list-style-type: none"> ont un terme à courir de 1,5 an à 2,5 ans, à partir du premier jour du mois de livraison, calculé en arrondissant à la baisse au mois entier le plus rapproché; ont un montant nominal en cours d'au moins 2,4 milliards de dollars canadiens; ont été initialement émises dans le cadre d'une adjudication d'obligations du gouvernement du Canada de deux ans sont émises et livrées au plus tard le 15^e jour précédant la première journée à laquelle un avis de livraison est transmis pour le mois de livraison. <p>Le détail des normes de livraison se trouve dans l'article 12.112 des Règles de la Bourse.</p>	<p>Des obligations du gouvernement du Canada qui :</p> <ul style="list-style-type: none"> ont un terme à courir de 4,5 ans à 5,5 ans, à partir du premier jour du mois de livraison, calculé en arrondissant à la baisse au mois entier le plus rapproché; ont un montant nominal en cours d'au moins 3 milliards de dollars canadiens; ont été initialement émises dans le cadre d'une adjudication d'obligations du gouvernement du Canada de cinq ans sont émises et livrées au plus tard le 15^e jour précédant la première journée à laquelle un avis de livraison est transmis pour le mois de livraison. <p>Le détail des normes de livraison se trouve dans l'article 12.212 des Règles de la Bourse.</p>
Limite de position	Les renseignements sur les limites de position peuvent être obtenus auprès de la Bourse, étant donné qu'elles sont susceptibles d'être modifiées périodiquement. Voir les circulaires . Pour connaître la limite de positions du premier mois de livraison, veuillez vous référer à la page concernant la Limite de position pour le premier mois de livraison sur le site Web de la Division de la réglementation.	
Limite de variation des cours	Aucune	
Marge minimale requise	Les renseignements sur les marges minimales requises peuvent être obtenus auprès de la Bourse, étant donné qu'elles sont susceptibles d'être modifiées périodiquement. Veuillez vous reporter à la page Exigences de marge concernant les contrats à terme sur le site Web de la Division de la réglementation.	
Heures de négociation	Séance normale : de 20 h* (T-1) à 16 h 30. <small>Remarque : Lors des jours de fermeture hâtive, la séance normale se termine à 13 h 30. *± 15 secondes.</small>	
Chambre de compensation	Corporation canadienne de compensation de produits dérivés (CDCC)	
Symbole MX	CGZ	CGF
	CGB (dix ans)	LGB (30 ans)
Sous-jacent	100 000 \$ CA de valeur nominale d'obligations du gouvernement du Canada portant un coupon notionnel de 6 %.	100 000 \$ CA de valeur nominale d'obligations du gouvernement du Canada portant un coupon notionnel de 6 %.
Cycle d'échéance	Mars, juin, septembre et décembre	
Cotation des prix	Par tranche de 100 \$ CA de valeur nominale	
Unité minimale de fluctuation des prix	0,01 = 10 \$ CA par contrat	0,05 = 50 \$ CA par contrat
Type de contrat	Livraison physique d'obligations gouvernementales canadiennes admissibles	
Dernier jour de négociation	La négociation se termine à 13 h le septième jour ouvrable précédant le dernier jour ouvrable du mois de livraison.	
Jour d'échéance	L'échéance a lieu le dernier jour de négociation	
Avis de livraison	Les avis de livraison doivent être soumis avant 17 h 30 ou avant l'heure limite prescrite par la chambre de compensation lors de tout jour ouvrable, du deuxième jour ouvrable précédant le premier jour ouvrable du mois de livraison jusqu'au deuxième jour ouvrable précédant le dernier jour ouvrable du mois de livraison, inclusivement.	Les avis de livraison doivent être soumis avant 17 h 30 ou avant l'heure limite établie par la chambre de compensation lors du dernier jour de négociation du mois de livraison.

Jour de livraison	La livraison doit s'effectuer le deuxième jour ouvrable suivant le dépôt de l'avis de livraison par le membre détenant la position vendeur ou lors de tout autre jour tel que déterminé par la chambre de compensation. La livraison doit avoir lieu au plus tard le dernier jour ouvrable du mois de livraison.	La livraison doit s'effectuer le deuxième jour ouvrable suivant le dépôt de l'avis de livraison par le membre détenant la position vendeur ou lors de tout autre jour tel que déterminé par la chambre de compensation. La livraison doit avoir lieu au plus tard deux jours ouvrables après le dernier jour de négociation du mois de livraison.
Normes de livraison	Des obligations du gouvernement du Canada qui : <ul style="list-style-type: none"> ont un terme à court de 8 ans à 10,5 ans, à partir du premier jour du mois de livraison, calculé en arrondissant à la baisse au trimestre entier le plus rapproché; ont un montant nominal en cours d'au moins 3,5 milliards de dollars canadiens; ont été initialement émises dans le cadre d'une adjudication d'obligations du gouvernement du Canada de dix ans; sont émises et livrées au plus tard le 15^e jour précédant la première journée à laquelle un avis de livraison est transmis pour le mois de livraison. Le détail des normes de livraison se trouve dans l' article 12.312 des Règles de la Bourse.	Des obligations du gouvernement du Canada qui : <ul style="list-style-type: none"> ont un terme à court d'au moins 28,5 ans, à partir du premier jour du mois de livraison, calculé en arrondissant à la baisse au trimestre entier le plus rapproché; ont un montant nominal en cours d'au moins 3,5 milliards de dollars canadiens; ont été initialement émises dans le cadre d'une adjudication d'obligations du gouvernement du Canada de 30 ans; sont émises et livrées au plus tard le 15^e jour précédant le mois de livraison du contrat. Le détail des normes de livraison se trouve dans l' article 12.412 des Règles de la Bourse.
Limite de position	Les renseignements sur les limites de position peuvent être obtenus auprès de la Bourse, étant donné qu'elles sont susceptibles d'être modifiées périodiquement. Voir les circulaires . Pour connaître la limite de positions du premier mois de livraison, veuillez vous référer à la page concernant la Limite de position pour le premier mois de livraison sur le site Web de la Division de la réglementation.	
Limite de variation des cours	Aucune	
Marge minimale requise	Les renseignements sur les marges minimales requises peuvent être obtenus auprès de la Bourse, étant donné qu'elles sont susceptibles d'être modifiées périodiquement. Veuillez vous reporter à la page Exigences de marge concernant les contrats à terme sur le site Web de la Division de la réglementation.	
Heures de négociation	Séance normale : de 20 h* (T-1) à 16 h 30 <small>Remarque : Lors des jours de fermeture hâtive, la séance normale se termine à 13 h 30. *± 15 secondes.</small>	Séance normale : de 7 h* à 16 h 30 <small>Remarque : Lors des jours de fermeture hâtive, la séance normale se termine à 13 h 30. *± 15 secondes.</small>
Chambre de compensation	Corporation canadienne de compensation de produits dérivés (CDCC)	
Symbole MX	CGB	LGB

Pour plus d'information

irderivatives@tmx.com

m-x.ca/futures

© 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. 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 pour de tels conseils. 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 ce 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 des marques déposées de TSX Inc., utilisées sous licence. CCCPD et CDCC sont des marques de commerce de la Corporation canadienne de compensation de produits dérivés qui sont utilisées sous licence.