



 BOURSE DE MONTRÉAL

Le contrat à terme sur l'indice FTSE Canada des écarts de crédit bancaire (BCS)

Une innovation sur le plan de la conception
d'indices et de contrats à terme



Voici un résumé du contrat à terme sur l'indice FTSE Canada des écarts de crédit bancaire (BCS) négocié à la Bourse de Montréal, accompagné d'exemples d'utilisation pour souligner à quel point il constitue un ajout précieux à l'univers canadien des dérivés sur titres à revenu fixe.

Renseignements techniques de base

Précisions sur l'établissement de l'indice

Le nouveau contrat à terme est fondé sur le nouvel indice FTSE Canada des écarts de crédit bancaire, qui est un sous-ensemble de l'univers des obligations de sociétés FTSE Canada. Cet « univers » comprend environ 1 000 obligations différentes, tandis que l'indice des écarts de crédit bancaire ne comprend qu'un petit sous-ensemble d'une vingtaine d'émissions financières de sociétés. Pour arriver à ce sous-ensemble, il a fallu obtenir une représentation liquide du secteur financier, puis éliminer les émissions d'obligations dont la valeur nominale totale était inférieure à 1 G\$, ainsi que celles qui comportaient des clauses ou des dispositions non standards (titrisation, fonds d'amortissement, amortissement du capital, etc.). Ensuite, un mécanisme a permis de classer les obligations restantes en fonction de leur durée et de leur rang, puis de retenir les émissions les plus récentes pour chaque durée. Enfin, les paniers de durée ont été pondérés en fonction de la capitalisation boursière pour garantir que l'indice était représentatif de l'univers sous-jacent. Le nouvel indice des écarts de crédit bancaire, dont la méthode de calcul est décrite ci-dessus, affiche un bêta supérieur à 0,90 au terme d'un contrôle ex post par rapport à l'univers des obligations de sociétés. Par conséquent, il s'agit d'un indicateur fiable assorti de mesures comparables de rendement et de volatilité.

Une fois la sélection des obligations de sociétés terminée, chaque obligation de société a été appariée à l'obligation de référence du gouvernement du Canada appropriée (semblable sur le plan de la durée et de la valeur marchande) de manière à créer la partie « vendeur » de cet indice de crédit acheteur/vendeur. Ensuite, un indice d'écart a été calculé pour représenter l'écart de rendement et la prime de risque de crédit du panier sous-jacent par rapport aux obligations de référence du gouvernement. Essentiellement, FTSE publie une valeur d'indice qui reflète l'écart de rendement entre les obligations bancaires et les obligations du gouvernement du Canada. La pondération de l'indice est rééquilibrée chaque mois, tandis que les composantes sont mises à jour chaque trimestre. Pour obtenir des précisions sur la méthodologie d'établissement de l'indice FTSE Canada des écarts de crédit bancaire, consultez le [site Web de FTSE](#).

Précisions sur le contrat

À l'instar des contrats à terme sur indice boursier, les nouveaux contrats à terme sur crédit sont réglés au comptant. Il y aura quatre contrats par année, avec des échéances en mars, en juin, en septembre et en décembre. Coté sous forme d'écart, chaque contrat a un multiplicateur de 5 000 \$ et un échelon de cotation minimum de 0,005 pour une valeur de 25 \$ par échelon de cotation. La figure 1 donne un exemple de calcul d'opération et de paiement.

FIGURE 1

DATE	MESURE	PRIX DU CONTRAT À TERME	ÉCART DE CRÉDIT IMPLICITE (PB)	PROFITS (PERTES) PAR JOUR	PROFITS (PERTES) CUMULATIFS
mai-3	Achat de 25 contrats	99,225	77,5		
mai-4	Conservation	99,2375	76,25	1 563 \$	
mai-5	Conservation	99,245	75,5	938 \$	2 500 \$
mai-8	Conservation	99,265	73,5	2 500 \$	5 000 \$
mai-9	Conservation	99,295	70,5	3 750 \$	8 750 \$
mai-10	Conservation	99,26	74	-4 375 \$	4 375 \$
mai-11	Conservation	99,265	73,5	625 \$	5 000 \$
mai-12	Conservation	99,255	74,5	-1 250 \$	3 750 \$
mai-15	Vente de 25 contrats	99,27	73	1 875 \$	5 625 \$

Dans la figure 1, un gestionnaire de portefeuille achète 25 contrats le 3 mai, alors que l'écart de crédit implicite s'élève à 77,50 points de base (pb). L'écart de crédit attendu de l'indice sous-jacent se resserre à 70,50 pb avant de se creuser de nouveau et atteindre 73 pb le 15 mai, date à laquelle le gestionnaire dénoue l'opération. Comme l'écart a diminué de 4,5 pb (ce qui se reflète dans l'augmentation du prix du contrat à terme), le gestionnaire a réalisé un profit de 5 625 \$ ($25 \times 4,5 \times 50$ \$).

Avantages des contrats à terme

Qu'ils aient recours à l'effet de levier ou non, les investisseurs trouveront leur compte grâce aux nombreux avantages des contrats à terme. Voici une description de chaque avantage du contrat à terme sur l'indice FTSE Canada des écarts de crédit bancaire.

Avantages associés aux coûts

Le contrat à terme sur l'indice FTSE Canada des écarts de crédit bancaire se veut une solution rentable sur le plan de l'utilisation du capital par rapport aux produits négociés hors cote, tels que les produits sur indice CDX North American Financials. Ces derniers ont beau être très liquides, ils constituent des dérivés hors cote, ce qui exige généralement une marge élevée, des documents de l'International Swaps and Derivatives Association (ISDA) et une tarification à deux niveaux, où les frais d'opération pour la clientèle peuvent largement dépasser les tarifs pour les courtiers interprofessionnels. En revanche, l'indice FTSE Canada des écarts de crédit bancaire offre une voie standardisée et négociée en bourse qui isole le risque de crédit des banques canadiennes.

CARACTÉRISTIQUE	CONTRAT À TERME SUR L'INDICE FTSE CANADA DES ÉCARTS DE CRÉDIT BANCAIRE (BCS)	CONTRAT À TERME SUR L'INDICE CDX NORTH AMERICAN FINANCIALS
Structure de marché	Négocié en bourse (Bourse de Montréal); transparent, à compensation centrale (CC).	Hors cote; nécessite des ententes ISDA; à compensation bilatérale/CC.
Coûts liés à la négociation	Faibles et standardisés; échelons de cotation fixes (0,5 pb = 25 \$ CA) et barèmes de prix transparents.	Variables; les écarts acheteur-vendeur fluctuent; les courtiers facturent souvent une prime pour les opérations de la clientèle.
Rentabilité du capital	Élevée; les contrats à terme offrent un effet de levier élevé assorti d'exigences de marge standardisées.	Modérée; nécessite une marge initiale et une marge de variation et, dans bien des cas, des tampons de capital plus élevés.
Précision	Produit purement canadien; cible expressément les écarts sur les titres des six grandes banques afin de refléter les obligations de sociétés canadiennes.	Large exposition régionale; comprend les États-Unis, ce qui dilue le risque lié expressément au dollar canadien.

Positions vendeur

Grâce aux contrats à terme sur crédit, il est beaucoup plus facile de financer des stratégies qui nécessitent des positions vendeur sur obligations de société, telles que les positions fondées sur l'élargissement des écarts. En fait, le simple achat d'un contrat à terme sur crédit établit une position fondée sur l'élargissement des écarts, puisque l'indice de crédit est un indice des écarts. Contrairement au marché au comptant, le marché des dérivés permet, bien souvent, d'effectuer une opération pour profiter de la faiblesse des obligations de sociétés par rapport aux taux sans risque, et ce avec un seul instrument.

Sur le marché au comptant, une position fondée sur l'élargissement des écarts nécessite la vente d'une obligation de société, que le gestionnaire peut détenir ou non à ce moment-là. Si le gestionnaire ne détient pas l'obligation, il doit l'emprunter sur le marché des prêts de titres (ce qui n'est pas toujours possible!), et il est à la merci des stocks des banques et des activités de prêt de titres des autres gestionnaires d'actifs. Même s'il réussit à emprunter les obligations à terme, il doit composer avec le risque qu'il ne puisse pas prolonger la durée ou emprunter le titre ailleurs à un moment donné, ce qui l'obligerait à liquider une position fondée sur l'élargissement des écarts à une date loin d'être optimale. Le nouveau contrat à terme sur l'indice FTSE Canada des écarts de crédit bancaire élimine ces risques liés au financement.

Standardisation et anonymat

Comme c'est le cas pour tous les contrats à terme, chaque acheteur et chaque vendeur effectue l'opération au même prix¹ – un avantage dont les petites et moyennes institutions peuvent rarement se prévaloir sur les marchés hors cote. De plus, la valeur de l'échelon de cotation du contrat demeure constante, et les dates d'échéance sont connues à l'avance. Voilà qui facilite grandement le calcul de nombreux aspects d'une position par rapport aux positions sur dérivés négociés hors cote ou même aux opérations sur le marché au comptant. Enfin, exception faite des opérations en bloc, l'exécution sur le marché à terme est anonyme et efficace – une caractéristique intéressante pour tout type d'investisseur.

¹ Sauf pour les opérations en bloc.

Instrument rentable et sobre en liquidités

Encore une fois, comme c'est le cas pour tous les contrats à terme, les acheteurs et les vendeurs doivent déposer une marge initiale et une marge de maintien sur les positions, bien que certaines puissent bénéficier d'effets de compensation importants. En règle générale, la marge de maintien équivaut aux profits (pertes) par jour sur une position, tandis que la marge initiale dépend de la volatilité de l'instrument. La marge d'un contrat à terme représente généralement un faible pourcentage de la valeur nominale. À terme, la compensation avec d'autres positions se traduira par des économies encore plus importantes en exigeant moins de capital, tout particulièrement lorsqu'il s'agit de positions présentant une corrélation négative avec le contrat à terme sur crédit.

Efficacité de l'utilisation du capital

Pour certains clients, le contrat à terme sur crédit peut devenir un excellent moyen de débloquer des capitaux qu'ils voudraient affecter à d'autres placements, notamment s'ils ont du mal à investir avec un effet de levier. Cette solution réside dans ce qu'on appelle le « levier portable ». Ainsi, un investisseur qui déploierait habituellement des liquidités pour obtenir une exposition au crédit pourrait remplacer les obligations de sociétés difficiles à financer par des contrats à terme sur crédit et injecter les liquidités ainsi économisées dans d'autres placements beaucoup plus difficiles ou coûteux à financer, tels que le capital-risque et les projets d'investissement privé.

La figure 2 illustre ce concept de manière très simplifiée. Elle suppose qu'un gestionnaire d'actifs dont le fonds investit à 60 % dans des actions, à 5 % dans des obligations du gouvernement, à 15 % dans des obligations de sociétés et à 20 % dans des placements privés reçoit le mandat d'appliquer un levier de 10 % au fonds. Les colonnes de gauche illustrent la composition de l'actif et l'utilisation des liquidités sans levier, tandis que les colonnes de droite présentent la composition de l'actif et la répartition en liquidités après l'application du levier. Le gestionnaire augmente la répartition des placements dans les capitaux privés qui, selon lui, augmenteront le rendement. Toutefois, comme ces actifs sont plus difficiles et plus coûteux à emprunter que les autres, le gestionnaire a recours à des contrats à terme sur crédit (tout comme il aurait pu recourir à des actions) pour obtenir un levier de 10 % sur le portefeuille. L'utilisation de contrats à terme sur crédit, par opposition à l'achat au comptant de titres de créance, lui permet d'économiser des liquidités, qu'il peut affecter à d'autres placements de capitaux privés.

FIGURE 2

	PAS DE LEVIER		MANDAT DE LEVIER	
	RÉPARTITION	RÉPARTITION EN LIQUIDITÉS	RÉPARTITION	RÉPARTITION EN LIQUIDITÉS
Actions	60 %	60 %	60 %	60 %
Obligations du gouvernement	5 %	5 %	5 %	5 %
Obligations de sociétés/contrats à terme sur crédit	15 %	15 %	15 %	5 %
Capitaux privés	20 %	20 %	30 %	30 %
Total	100 %	100 %	110 %	100 %

Transparence et établissement des cours

À l'ère de l'information instantanée et numérisée, les marchés obligataires au comptant au Canada demeurent excessivement opaques pour certains investisseurs. Le calcul quotidien et la publication en temps opportun du nouvel indice, de même que l'établissement en temps réel du cours des contrats à terme à la Bourse de Montréal, devraient grandement rehausser la transparence sur ce marché. Un autre facteur qui apportera de nouvelles informations sur un marché où il manque de transparence à l'égard des autres actifs est l'accès à des données de négociation en temps réel sur la variation quotidienne des écarts.

Études de cas

Voici deux études de cas qui illustrent deux façons, pour les clients, d'utiliser les contrats à terme sur crédit.

Élargissement des écarts/couverture des positions acheteur sur crédit

Un gestionnaire a pour mandat d'utiliser de modestes montants d'exposition aux titres de créance de sociétés canadiennes afin d'augmenter le rendement tiré sur une obligation de référence du gouvernement de 5 ans. Au fil du temps, il a saisi des occasions pour accumuler de petites positions sur obligations de sociétés. Ces positions, qui pourraient faire partie d'une stratégie plus large, sont présentées dans la figure 3 et sont accompagnées de certaines caractéristiques des obligations. Cela dit, le gestionnaire estime que les perspectives à l'égard des écarts sur titres de créance sont suffisamment incertaines pour lui permettre, du moins temporairement, de neutraliser ou de couvrir le risque de crédit lié à ces positions.

FIGURE 3

ÉMETTEUR	POSITION	COUPON	ÉCHÉANCE	ANS	PRIX	TAUX	VM01/VM01 D'ÉCART DE CRÉDIT DE LA POSITION
Banque de Nouvelle-Écosse	12 000 000	1,80 %	26 nov 2030	4,81	89,04	4,57 %	4 945
Canadien Pacifique	15 000 000	4,00 %	13 juin 2032	6,35	100,14	4,04 %	8 517
TransCanada PipeLines	10 000 000	2,97 %	9 juin 2031	5,34	96,193	3,82 %	4 807
Portefeuille	37 000 000	3,20 %		5,50		4,34 %	18 269

Dans notre scénario hypothétique, notre gestionnaire vendrait 365 contrats à terme sur crédit² dans le cadre d'une simple opération pour couvrir UNIQUEMENT le risque de crédit lié à la position, et ce, sans engager les frais liés à la vente des positions et à leur rachat ultérieur pour reprendre la stratégie. Le risque de base lié à la durée persiste, car les contrats à terme sur crédit et leur indice sous-jacent constituent un produit fondé sur les écarts ou un indice neutre du point de vue de la durée.

Au fil du temps, en supposant que l'écart de ces obligations au comptant se comporte à peu près comme l'écart de l'indice FTSE Canada des écarts de crédit bancaire³, un élargissement d'écart d'un point de base dans le portefeuille (qui ferait perdre de l'argent aux positions, comme le prévoyait le gestionnaire) se traduirait par un élargissement d'écart pour le contrat à terme (et chaque élargissement d'un point de base se traduirait par un gain d'un point de base pour la couverture sous forme de contrats à terme). Au bout de quelques semaines ou quelques mois, le gestionnaire pourrait dénouer la couverture afin de rétablir les positions de crédit initiales.

2 La valeur de la variation d'un point de base de l'écart de crédit (CS01) du contrat BCS est de 50 \$, ce qui signifie qu'il faut environ 365 contrats pour couvrir un risque de crédit de 18 269 \$.

3 Le gestionnaire pourrait tester cette hypothèse à l'aide d'une analyse de régression et voudrait sans doute mettre en œuvre un système de pondération dans l'éventualité où les positions n'évoluent pas de la même façon que l'indice.

Resserrement des écarts/exposition synthétique à l'écart

Une deuxième utilisation potentielle du contrat à terme sur crédit consiste à spéculer, de façon pure et simple, sur les écarts de crédit canadiens sans avoir à négocier une multitude d'obligations au comptant ou à les financer sur les marchés de prêt de titres. Cette stratégie aurait également l'avantage de réduire les coûts du bilan pour la plupart des clients.

À la lumière d'un graphique à long terme sur l'écart et des conditions économiques actuelles, un gestionnaire conclut qu'au cours des prochains mois, les écarts sont plus susceptibles de se resserrer (ou de reculer à des niveaux plus bas sur le graphique de la figure 4).

FIGURE 4
Indice des écarts de crédit bancaire



Dans le cadre d'une opération fondée sur le resserrement des écarts, un investisseur pourrait bien entendu acheter une ou des obligations de sociétés et vendre simultanément des obligations du gouvernement affichant la même sensibilité aux taux d'intérêt. Pour ce faire, il devra toutefois participer au marché des pensions sur titres, emprunter l'obligation à vendre et sans doute financer l'obligation à acheter. En l'absence d'une entente avec au moins une banque canadienne disposant d'un stock d'obligations de sociétés à prêter, il peut être difficile et coûteux d'exécuter l'opération sur les marchés au comptant. De plus, la dépendance à une seule émission obligataire expose l'investisseur à un risque non systématique, qu'il pourrait éliminer en négociant un portefeuille d'obligations.

Grâce aux contrats à terme sur crédit, il est possible de générer une exposition aux écarts de 25 000 \$ en une seule opération, comme le montre la séquence à la figure 5.

FIGURE 5

DATE	MESURE	PRIX DU CONTRAT À TERME (ÉCART DE CRÉDIT EN PB)	PROFITS (PERTES)
3-mai	Vente de 500 contrats M25	97,5	
16-juin	Achat de 500 contrats M25 à reporter	94,5	75 000 \$
16-juin	Vente de 500 contrats U25 à reporter	98	
16-sept.	Règlement au comptant de 500 contrats U25	91,5	162 500 \$
		Total	237 500 \$

DATE	MESURE	PRIX DU CONTRAT À TERME	ÉCART DE CRÉDIT IMPLICITE (PB)	PROFITS (PERTES) PAR JOUR
3-déc.	Achat de 500 contrats Z25	99,025	97,50	
16-déc.	Vente de 500 contrats Z25 à reporter	99,055	94,50	75 000 \$
16-déc.	Achat de 500 contrats H26 à reporter	99,015	98,50	
18-mars	Règlement au comptant de 500 contrats H26	99,085	91,50	175 000 \$
			Total	250 000 \$

En achetant 500 contrats, l'investisseur prend une exposition aux écarts (CS01) de 25 000 \$ exactement et profitera ultérieurement d'un resserrement des écarts. Dans cet exemple, l'écart de l'indice s'élève à 94 pb le 3 décembre, mais le contrat se négocie à une juste valeur de 99,025 pb (écart de crédit implicite de 97,50 pb). Plus tard, le 16 décembre, l'écart au comptant s'élargit pour atteindre 94,45 pb, mais la juste valeur du contrat à terme passe à 94,50 pb pour décembre (Z25) et à 98 pb pour mars (M26), lorsque le gestionnaire effectue un report au prochain contrat actif. Ce contrat n'entraîne pas de risque de livraison, contrairement aux contrats à terme sur obligations entraînant une livraison physique. De plus, il est probable que du point de vue de la liquidité, le moment idéal pour reporter le contrat soit juste avant la date de règlement, comme c'est le cas pour les autres contrats à terme sur indices.

Enfin, le 18 juin, le gestionnaire dénoue l'opération, une fois que l'écart au comptant se resserre de quelques points de base pour atteindre 91,50, et il récolte (essuie) les profits (pertes) qu'il reste, ce qui lui donne un gain total de 237 500 \$. Soulignons que l'écart au comptant ne s'est resserré que de 2,5 pb, mais que le gestionnaire a gagné plus de 75 000 \$ grâce au portage positif, comme s'il avait pris une position de portage positif sur le marché au comptant.

Analyse de la convexité

En plus du fait que la juste valeur standard doit être ajustée aux fins du calcul de l'indice des écarts de crédit bancaire ci-dessus, les utilisateurs potentiels des contrats à terme sur crédit doivent savoir que la construction d'un indice des écarts a une incidence sur la valeur de convexité d'un portefeuille d'obligations de sociétés. Comme l'indice est un portefeuille acheteur/vendeur d'obligations de sociétés neutre du point de vue de la durée, la valeur monétaire d'un point de base (VM01) positive des émissions d'obligations de sociétés est compensée par la VM01 négative des positions vendeurs. De même, la convexité des positions acheteur sur obligations de sociétés, le cas échéant, est pratiquement neutralisée par les positions vendeur sur obligations du gouvernement. Surtout, le contrat restant présente une convexité minimale, voire légèrement négative par moments. La raison : le coupon des obligations de sociétés est généralement supérieur à celui des obligations de gouvernement servant à couvrir le risque lié à la VM01. Comme des coupons plus élevés entraînent une convexité plus faible (toutes choses étant égales par ailleurs), la couverture de la VM01 peut plus que compenser la convexité contenue dans l'obligation de société. Précisons que la convexité positive ou négative est extrêmement faible dans ce produit et que la VM01 d'écart de crédit de l'indice sera très peu sensible, que ce soit au niveau de l'indice ou de l'écart.

Annexes : Juste valeur du contrat

Voici la méthode servant à calculer la juste valeur du contrat à terme sur l'indice FTSE Canada des écarts de crédit bancaire. Cette méthode peut être modifiée pour calculer les valeurs intrajournalières de l'indice et, par conséquent, les écarts intrajournaliers auxquels le contrat devrait se négocier pour que son cours soit jugé équitable par rapport aux composantes de l'indice.

Calcul de la juste valeur

Le modèle de juste valeur proposé part du principe qu'un investisseur ne fait pas de distinction entre investir dans un portefeuille d'obligations individuelles (et vendre à découvert les obligations de référence pour créer l'écart) et investir dans le contrat à terme. Dans ce cas, étant donné que le contrat est réglé au comptant par rapport à un indice sous-jacent qui est difficile à reproduire sur le marché au comptant, le modèle produit un niveau indicatif et représente la valeur théorique à laquelle le prix du contrat à terme devrait être établi. Cela dit, les investisseurs ont peu de chances de trouver des possibilités d'arbitrage réalisables.

Le modèle se veut le prolongement d'un concept bien connu appelé « opération sur la base » ou « arbitrage comptant-terme », applicable aux contrats à terme sur obligations entraînant une livraison physique. Il tient compte des coûts de financement et de portage associés à la détention des actifs sous-jacents, qui forment un portefeuille de positions acheteur sur obligations de sociétés et de positions vendeur sur obligations du gouvernement du Canada.

Pour déterminer la valeur théorique de l'écart, il faut généralement quatre étapes :

1. déterminer le prix à terme de chaque obligation de l'indice;
2. calculer le rendement à terme de chacun de ces prix à terme;
3. calculer l'écart de rendement à terme pour chaque obligation bancaire (par rapport à l'obligation de référence correspondante);
4. calculer l'écart de rendement à terme moyen pondéré.

Rappel : Prix à terme

Les investisseurs doivent se rappeler qu'il faut combiner deux formules pour calculer correctement le prix à terme d'une obligation.

Prix à terme = prix de l'obligation (y compris les intérêts courus) - portage

Portage = (revenu du coupon - financement)

Ce qui donne :

Prix à terme = [VM (J1/365) - C (J2/365)] * P + VM - (IC2 + C)

Où :

VM = la valeur marchande (prix comprenant les intérêts courus) de l'obligation à la date d'achat

J1 = le nombre de jours entre l'achat et la livraison de l'obligation

J2 = le nombre de jours entre la réception du coupon et la livraison à l'échéance du contrat à terme

C = le coupon intermédiaire reçu

P = le taux des opérations de pension sur titres

IC2 = les intérêts courus sur l'obligation au moment de la livraison

Le 6 juillet 2025 (et donc pour un règlement le 7 juillet), nous avons recueilli des renseignements sur les prix et les obligations servant à calculer l'indice FTSE Canada des écarts de crédit bancaire et, à l'aide des pondérations et des prix donnés par le fournisseur de l'indice, nous avons calculé l'écart actuel de l'indice. Présenté à la figure 1, ce calcul donne un écart de 83,6 pb pour cette date (dernière colonne de droite).

FIGURE 1

Date de l'opération : 06-juillet-25; Date de règlement : 07-juillet-25

OBLIGATIONS DE SOCIÉTÉS

CUSIP	NOM DE L'ÉMETTEUR	PRIX	COUPON	DATE D'ÉMISSION	DATE D'ÉCHÉANCE	INTÉRÊTS COURUS	RENDEMENT AU PIRE
63306AJM9	Banque Nationale du Canada	99,92681	3,308	4 juin 2025	15 août 2027	0,299	3,3394 %
89116CQ34	Banque Toronto-Dominion	100,22013	3,842	29 mai 2025	29 mai 2030	0,411	3,7916 %
13607PG57	Banque CIBC	99,87043	4,150	2 avr. 2025	2 avr. 2030	1,092	4,1792 %
06418YXB9	Banque de Nouvelle-Écosse	99,64930	3,734	27 mars 2025	27 juin 2030	1,043	3,8081 %
06369ZCL6	Banque de Montréal	99,68404	4,077	5 mars 2025	5 mars 2030	1,385	4,1511 %
89116CMX2	Banque Toronto-Dominion	100,47356	4,231	31 janv. 2025	1 févr. 2030	1,820	4,1156 %
779926HR8	Banque Royale du Canada	100,82162	4,279	29 janv. 2025	4 févr. 2030	1,864	4,0797 %
63309ZNN4	Banque Nationale du Canada	100,52384	4,260	13 janv. 2025	15 févr. 2030	2,042	4,1327 %
779926FY5	Banque Royale du Canada	100,65593	3,626	10 déc. 2024	10 déc. 2027	0,268	3,3415 %
13607LF99	Banque CIBC	100,40785	3,800	10 déc. 2024	10 déc. 2029	0,281	3,6975 %
06418MX74	Banque de Nouvelle-Écosse	101,02128	3,807	18 oct. 2024	15 nov. 2027	0,553	3,3511 %
779926DJ0	Banque Royale du Canada	101,39047	4,000	17 oct. 2024	17 oct. 2029	0,888	3,6449 %
06368L5G7	Banque de Montréal	102,95793	4,420	17 juill. 2024	17 juill. 2029	2,071	3,6092 %
06418MQT4	Banque de Nouvelle-Écosse	103,46059	4,950	18 juin 2024	1 août 2029	2,116	4,0188 %
63306AHT6	Banque Nationale du Canada	105,02335	5,023	7 déc. 2023	1 févr. 2029	2,147	3,5124 %
13607LSJ3	Banque CIBC	102,51249	5,000	7 déc. 2023	7 déc. 2026	0,411	3,1721 %
89117GX51	Banque Toronto-Dominion	106,07123	5,491	8 sept. 2023	8 sept. 2028	1,820	3,4516 %
06369ZCJ1	Banque de Montréal	106,59510	6,034	7 sept. 2023	7 sept. 2028	2,017	3,8028 %
06368LNK8	Banque de Montréal	104,39070	5,039	29 mai 2023	29 mai 2028	0,538	3,3883 %
780086WK6	Banque Royale du Canada	103,28413	5,010	31 janv. 2023	1 févr. 2028	2,141	3,6579 %
06415GDJ6	Banque de Nouvelle-Écosse	100,82536	3,934	21 mars 2022	3 mai 2027	0,701	3,4608 %
89117FPG8	Banque Toronto-Dominion	99,54414	3,060	25 juin 2019	26 janv. 2027	1,358	3,3630 %

OBLIGATIONS DE RÉFÉRENCE DU GOUVERNEMENT

CUSIP DE L'OBLIGATION DE RÉFÉRENCE	PRIX DE L'OBLIGATION DE RÉFÉRENCE	COUPON DE L'OBLIGATION DE RÉFÉRENCE	ÉCHÉANCE DE L'OBLIGATION DE RÉFÉRENCE	INTÉRÊTS COURUS DE L'OBLIGATION DE RÉFÉRENCE	TAUX DE L'OBLIGATION DE RÉFÉRENCE	PONDÉRATION PAR RAPPORT AU MARCHÉ	ÉCART DU RENDEMENT AU PIRE
135087T46	99,61019	2,500	1 août 2027	1,068	2,694 %	2,95729	64,5
135087S47	99,15691	2,750	1 mars 2030	0,964	2,945 %	6,68078	84,7
135087S47	99,15691	2,750	1 mars 2030	0,964	2,945 %	3,72376	123,4
135087K37	92,18667	1,250	1 juin 2030	0,123	2,975 %	4,45660	83,3
135087S47	99,15691	2,750	1 mars 2030	0,964	2,945 %	3,72771	120,6
135087R89	102,33242	3,500	1 sept. 2029	1,227	2,899 %	3,01830	121,7
135087R89	102,33242	3,500	1 sept. 2029	1,227	2,899 %	4,54480	118,1
135087R89	102,33242	3,500	1 sept. 2029	1,227	2,899 %	3,02635	123,4
135087N83	100,08177	2,750	1 sept. 2027	0,964	2,710 %	5,95579	63,2
135087R89	102,33242	3,500	1 sept. 2029	1,227	2,899 %	5,19917	79,9
135087N83	100,08177	2,750	1 sept. 2027	0,964	2,710 %	5,24487	64,1
135087R89	102,33242	3,500	1 sept. 2029	1,227	2,899 %	4,52677	74,6
135087Q98	103,93244	4,000	1 mars 2029	1,403	2,857 %	6,19801	75,2
135087Q98	103,93244	4,000	1 mars 2029	1,403	2,857 %	3,11516	116,2
135087Q49	101,32228	3,250	1 sept. 2028	1,140	2,808 %	4,74329	70,5
135087L93	98,11115	1,000	1 sept. 2026	0,351	2,679 %	3,79611	49,3
135087Q49	101,32228	3,250	1 sept. 2028	1,140	2,808 %	4,77521	64,4
135087Q49	101,32228	3,250	1 sept. 2028	1,140	2,808 %	3,68544	99,5
135087P57	101,91065	3,500	1 mars 2028	1,227	2,746 %	6,19213	64,2
135087N83	100,08177	2,750	1 sept. 2027	0,964	2,710 %	4,58829	94,8
135087M84	97,70545	1,250	1 mars 2027	0,438	2,681 %	4,97877	78,0
135087L93	98,11115	1,000	1 sept. 2026	0,351	2,679 %	4,86542	68,4
							83,6

Nous avons ensuite calculé le prix à terme de chaque obligation et de son obligation de référence du gouvernement au sein de l'indice. À partir de ces prix, nous avons obtenu les rendements à terme de chaque obligation composant l'indice et de chaque obligation de référence appropriée.

Pour calculer les prix à terme, nous avons utilisé une date à terme du 17 septembre 2025, date de livraison du marché monétaire international (MMI) du contrat, et appliqué un taux de pension à terme de 2,75 %, qui correspond au taux CORRA à cette date (6 juillet). La différence entre les rendements à terme correspond à l'écart de rendement à terme (dernière colonne de droite de la figure 2). En utilisant les mêmes pondérations de marché que dans la figure 1, nous avons calculé un écart de rendement à terme pour l'indice de 90,5 pb, ce qui représente un gain de 6,9 pb par rapport au prix au comptant.

FIGURE 2

Date de livraison : 17-septembre-2025; Taux de pension >1 jour : 2,75 %

CONTRATS À TERME SUR OBLIGATIONS DE SOCIÉTÉS

CUSIP	NOM DE L'ÉMETTEUR	PLEIN PRIX	JOURS ENTRE ACHAT ET LIVRAISON (J1)	DATE DU PROCHAIN COUPON	COUPON DE PÉRIODE INTERMÉ- DIAIRE REÇU?	JOURS ENTRE RÉCEPTION DU COUPON ET LIVRAISON (J2)	COUPON REÇU	INTÉRÊTS COURUS (LIVRAISON)	PRIX DU CONTRAT À TERME	TAUX DU CONTRAT À TERME	ÉCART DU CONTRAT À TERME PAR RAPPORT AU TAUX AU COMPTANT (PB)
63306AJM9	Banque Nationale du Canada	100,226	72	15 août 2025	Oui	33	0,653	0,299	99,816	3,407 %	6,8
89116CQ34	Banque Toronto-Dominion	100,631	72	29 nov. 2025	Non	0	0,000	1,168	100,008	3,839 %	4,7
13607PG57	Banque CIBC	100,962	72	2 oct. 2025	Non	0	0,000	1,910	99,599	4,248 %	6,8
06418YXB9	Banque de Nouvelle-Écosse	100,693	72	27 déc. 2025	Non	0	0,000	1,780	99,459	3,858 %	5,0
06369ZCL6	Banque de Montréal	101,069	72	5 sept. 2025	Oui	12	1,709	0,480	99,427	4,219 %	6,8
89116CMX2	Banque Toronto-Dominion	102,293	72	1 août 2025	Oui	47	2,110	0,545	100,186	4,183 %	6,7
779926HR8	Banque Royale du Canada	102,686	72	4 août 2025	Oui	44	2,192	0,516	100,527	4,145 %	6,5
63309ZNN4	Banque Nationale du Canada	102,566	72	15 août 2025	Oui	33	2,498	0,385	100,234	4,201 %	6,8
779926FY5	Banque Royale du Canada	100,924	72	10 déc. 2025	Non	0	0,000	0,983	100,488	3,395 %	5,3
13607LF99	Banque CIBC	100,689	72	10 déc. 2025	Non	0	0,000	1,031	100,204	3,746 %	4,9
06418MX74	Banque de Nouvelle-Écosse	101,574	72	15 nov. 2025	Non	0	0,000	1,304	100,821	3,407 %	5,6
779926DJ0	Banque Royale du Canada	102,278	72	17 oct. 2025	Non	0	0,000	1,677	101,156	3,692 %	4,7
06368L5G7	Banque de Montréal	105,029	72	17 juill. 2025	Oui	62	2,210	0,751	102,627	3,677 %	6,8
06418MQT4	Banque de Nouvelle-Écosse	105,576	72	1 août 2025	Oui	47	2,475	0,637	103,028	4,095 %	7,6
63306AHT6	Banque Nationale du Canada	107,170	72	1 août 2025	Oui	47	2,512	0,647	104,584	3,566 %	5,4
13607LSJ3	Banque CIBC	102,923	72	7 déc. 2025	Non	0	0,000	1,397	102,085	3,240 %	6,8
89117GX51	Banque Toronto-Dominion	107,892	72	8 sept. 2025	Oui	9	2,746	0,135	105,594	3,495 %	4,3
06369ZCJ1	Banque de Montréal	108,612	72	7 sept. 2025	Oui	10	3,017	0,165	106,017	3,871 %	6,9
06368LNK8	Banque de Montréal	104,929	72	29 nov. 2025	Non	0	0,000	1,532	103,966	3,483 %	9,5
780086WK6	Banque Royale du Canada	105,425	72	1 août 2025	Oui	47	2,505	0,645	102,838	3,746 %	8,8
06415GDJ6	Banque de Nouvelle-Écosse	101,526	72	3 nov. 2025	Non	0	0,000	1,477	100,600	3,549 %	8,8
89117FPG8	Banque Toronto-Dominion	100,902	72	26 juill. 2025	Oui	53	1,530	0,444	99,469	3,462 %	9,9

CONTRATS À TERME SUR OBLIGATIONS DE RÉFÉRENCE

PLEIN PRIX	DATE DU PROCHAIN COUPON	COUPON DE PÉRIODE INTERMÉDIAIRE REÇU?	JOURS ENTRE RÉCEPTION DU COUPON ET LIVRAISON (J2)	COUPON REÇU	INTÉRÊTS COURUS (LIVRAISON)	PRIX DU CONTRAT À TERME	TAUX DU CONTRAT À TERME	ÉCART DU CONTRAT À TERME PAR RAPPORT AU TAUX AU COMPTANT (PB)	ÉCART DU TAUX DU CONTRAT À TERME
100,679	1 août 2025	Oui	47	1,250	0,322	99,648	2,693 %	-0,1	71,4
100,121	1 sept. 2025	Oui	16	1,375	0,121	99,167	2,951 %	0,6	88,8
100,121	1 sept. 2025	Oui	16	1,375	0,121	99,167	2,951 %	0,6	129,7
92,310	1 déc. 2025	Non	0	0,000	0,370	92,441	2,984 %	0,9	87,4
100,121	1 sept. 2025	Oui	16	1,375	0,121	99,167	2,951 %	0,6	126,8
103,560	1 sept. 2025	Oui	16	1,750	0,153	102,216	2,903 %	0,4	128,0
103,560	1 sept. 2025	Oui	16	1,750	0,153	102,216	2,903 %	0,4	124,2
103,560	1 sept. 2025	Oui	16	1,750	0,153	102,216	2,903 %	0,4	129,8
101,046	1 sept. 2025	Oui	16	1,375	0,121	100,097	2,698 %	-1,1	69,7
103,560	1 sept. 2025	Oui	16	1,750	0,153	102,216	2,903 %	0,4	84,3
101,046	1 sept. 2025	Oui	16	1,375	0,121	100,097	2,698 %	-1,1	70,9
103,560	1 sept. 2025	Oui	16	1,750	0,153	102,216	2,903 %	0,4	78,9
105,335	1 sept. 2025	Oui	16	2,000	0,175	103,729	2,859 %	0,2	81,8
105,335	1 sept. 2025	Oui	16	2,000	0,175	103,729	2,859 %	0,2	123,6
102,462	1 sept. 2025	Oui	16	1,625	0,142	101,248	2,807 %	-0,1	76,0
98,462	1 sept. 2025	Oui	16	0,500	0,044	98,452	2,651 %	-2,9	59,0
102,462	1 sept. 2025	Oui	16	1,625	0,142	101,248	2,807 %	-0,1	68,8
102,462	1 sept. 2025	Oui	16	1,625	0,142	101,248	2,807 %	-0,1	106,5
103,138	1 sept. 2025	Oui	16	1,750	0,153	101,792	2,740 %	-0,6	74,3
101,046	1 sept. 2025	Oui	16	1,375	0,121	100,097	2,698 %	-1,1	104,8
98,144	1 sept. 2025	Oui	16	0,625	0,055	97,996	2,662 %	-1,9	88,6
98,462	1 sept. 2025	Oui	16	0,500	0,044	98,452	2,651 %	-2,9	81,2
									90,5

Dans cet exemple, l'écart de rendement à terme représente l'écart de rendement correspondant à la juste valeur de l'indice au 17 septembre 2025, date de livraison du contrat à terme, s'il était possible de négocier simultanément les 22 obligations de sociétés et leurs obligations de référence sans frais d'opération. La juste valeur du contrat serait simplement de 100 – écart de rendement à terme, soit $100 - 90,5/100 = 99,095$. Le contrat serait considéré comme hypothétiquement bon marché par rapport à sa juste valeur (un achat) s'il se négociait en dessous de 99,095 pb et dispendieux par rapport à sa juste valeur (une vente) s'il se négociait au-dessus de 99,095 pb. Rappelons toutefois qu'un certain écart entre les cours acheteur-vendeur est nécessaire, compte tenu des difficultés associées à la négociation du portefeuille de composantes de l'indice.



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

© Bourse de Montréal Inc., 2026. 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. 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 celui-ci pourrait 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. Bourse de Montréal et MX sont des marques déposées de Bourse de Montréal Inc. Groupe TMX, TMX, le logo de TMX, TMX Group, Bourse de Toronto et Bourse de croissance TSX sont des marques de commerce de TSX Inc. et elles sont utilisées sous licence.

« FTSE^{MD} » est une marque de commerce des sociétés du London Stock Exchange Group et elle est utilisée par FTSE International Limited (« FTSE ») sous licence. « Russell^{MD} » est une marque de commerce de Frank Russell Company (« Russell »). FTSE, Russell ou leurs concédants de licence détiennent tous les droits relatifs à l'indice FTSE Canada des écarts de crédit bancaire (l'« indice »). FTSE, Russell ainsi que les sociétés de leur groupe ou concédants de licence : a) n'assument aucune responsabilité, perte, dépense ou obligation ni aucuns dommages-intérêts relativement à un produit dérivé fondé sur l'indice; et b) déclinent toute responsabilité quant à toute erreur ou omission, à l'adaptation à un usage particulier ou aux résultats pouvant être obtenus de l'usage de l'indice ou de données connexes. Aucune partie ne peut se fier à l'indice ou aux données connexes contenues dans la présente communication, et l'indice et les données connexes appartiennent à FTSE, à Russell ou aux sociétés de leur groupe. Il est interdit d'utiliser ou de distribuer l'indice sans le consentement écrit exprès de FTSE ou de Russell. FTSE et Russell ne font pas la promotion du contenu de la présente communication ni des produits financiers ou dérivés auxquels celle-ci se rapporte, ni ne soutiennent ou cautionnent ce contenu ou les produits financiers ou dérivés dont il est question.