

BOURSE DE MONTRÉAL

Octobre 2023

# Adieu, modèle du BAX. Ce fut un beau parcours.

La crise financière de 2008 a dévoilé l'effet déstabilisateur potentiel du risque de base entre, d'une part, les taux sur les acceptations bancaires canadiennes ou ceux des contrats à terme sur acceptations bancaires canadiennes de 3 mois (BAX) et, d'autre part, un véritable taux sans risque. Après 15 ans, et bien des efforts, l'inertie du marché a finalement été surmontée; aussi est-il temps de remplacer, dans divers modèles, les contrats BAX par les contrats à terme de trois mois sur le taux CORRA (CRA), qui se taillent de plus en plus leur place sur le marché.

Nous avons écrit à ce sujet sur le site de la Bourse de Montréal il y a près de six ans, ainsi qu'en janvier 2023.

En effet, comme nous l'avions souligné en octobre 2017, le défi, quand on modélise les probabilités de variation des taux de la Banque du Canada en fonction du BAX, réside dans le fait que l'instrument sous-jacent n'est pas équivalent au taux de financement à un jour fixé par la Banque du Canada. Plutôt, il comporte une prime de risque variant dans le temps qui doit être prise en compte dans le modèle<sup>1</sup>.

« [...] d'ici la fin de 2023, les contrats à terme sur taux CORRA (taux des opérations de pension à un jour) éclipsent ou auront pratiquement éclipsé le contrat à terme sur acceptations bancaires canadiennes de trois mois (BAX<sup>MC</sup>). »

– [Un pronostic sur les contrats à terme](#), Bourse de Montréal, janvier 2023.

Dans le premier article, nous avons consacré près de la moitié des pages à la notion problématique selon laquelle les contrats à terme sur acceptations bancaires canadiennes de trois mois (BAX) sont assortis d'une prime de risque et qu'ils ne peuvent mener à des attentes exactes en ce qui a trait au taux cible du financement à un jour de la Banque du Canada, sans ajustement de ladite prime de risque. Dans l'article de janvier 2023, nous avons prédit que, d'ici la fin de l'année, le contrat BAX perdrait de sa popularité en tant que dérivé sur taux d'intérêt à court terme le plus négocié au Canada, pour céder sa place au contrat à terme sur le taux CORRA. Nous y sommes donc. Par conséquent, il y a lieu de modifier les modèles pour y incorporer les contrats CRA (contrats à terme de trois mois sur le taux CORRA) à la place du BAX.

## Le CRA s'impose de plus en plus

En date du 15 septembre, jour où nous avons procédé aux analyses mentionnées ci-après, l'intérêt en cours pour tous les contrats CRA s'approche rapidement de l'intérêt en cours pour tous les contrats BAX, comme l'illustre la figure 1. En fait, cela était quasi inévitable, à un certain moment de cette année, car les pupitres de négociation de swaps ont lentement cessé de publier les cotes et les opérations (y compris les opérations de couverture) en fonction du taux CDOR (Canadian Dollar Offered Rate), pour privilégier plutôt le taux CORRA (Canadian Overnight Repo Rate Average, soit le taux canadien moyen des opérations de pension à un jour). Les contrats BAX vont en fait afficher un intérêt en cours nul d'ici la fin de juin 2024, car toutes les positions en cours restantes seront converties en positions correspondantes sur contrats CRA.

<sup>1</sup> À noter que cet article n'est plus disponible sur le site Web de la Bourse de Montréal.

**FIGURE 1**  
**BAX c. CRA, 18 mois**



Source : Bourse de Montréal

Avec l'adoption croissante des contrats CRA, le volume quotidien de négociation ainsi que la liquidité ont atteint un point où, bientôt, ces contrats auront dépassé, si ce n'est déjà fait, les contrats BAX en termes d'établissement des cours et de réactions face aux faits nouveaux sur le marché. Ainsi, il s'agit maintenant, ou ce sera bientôt le cas, de l'instrument à revenu fixe qui se fonde le plus sur l'information, et le plus utile pour déterminer les attentes en matière de taux d'intérêt à court terme.

## Avantages du CRA par rapport au BAX et au swap sur indice de taux à un jour

Fait plutôt rafraîchissant : le nouveau contrat CRA est bien plus simple et bien plus facile à utiliser que le contrat BAX pour ce qui est de la modélisation et du calcul des fluctuations du taux d'intérêt implicite de notre banque centrale. Comme mentionné plus haut, il était fastidieux de procéder à un ajustement de la prime de risque variable dans le temps intégrée aux contrats BAX en vue de parvenir à un taux sans risque. Les contrats CRA, par contre, constituent une mesure directe des attentes quant au taux CORRA, et il n'est pas nécessaire de procéder à un ajustement pour prime de risque. Le taux CORRA est en moyenne moins volatil, et il se situe plus près du taux cible du financement à un jour de la Banque du Canada, comparativement au taux CDOR, ce qui en fait une possibilité d'exposition intéressante pour qui veut miser sur les attentes de taux d'intérêt.

Par ailleurs, les contrats CRA sont disponibles pour tous les participants au marché<sup>2</sup>; l'établissement de leurs cours se fait de façon continue et en temps réel à la Bourse de Montréal durant les heures de négociation prolongées; ils se négocient de façon anonyme, par voie électronique. Ce sont là les mêmes avantages que le contrat BAX avait par rapport au marché hors cote des swaps sur indice de taux à un jour (OIS). Ce marché OIS existe toujours, et demeurera utile dans certaines situations, mais il est moins transparent et il exige un temps de préparation considérablement plus long en vue d'une négociation, ainsi que plus de « paperasserie » entre les contreparties. Le manque de transparence et un marché qui exclut des « petits » participants, néanmoins importants, justifieront l'adoption du CRA en tant que nouvel étalon-or pour les opérations de couverture sur taux d'intérêt à court terme hautement liquides.

<sup>2</sup> En fait, les participants au marché, gros ou petits, dont les lignes directrices pour les placements englobent la possibilité de recourir à des contrats à terme négociés en bourse.

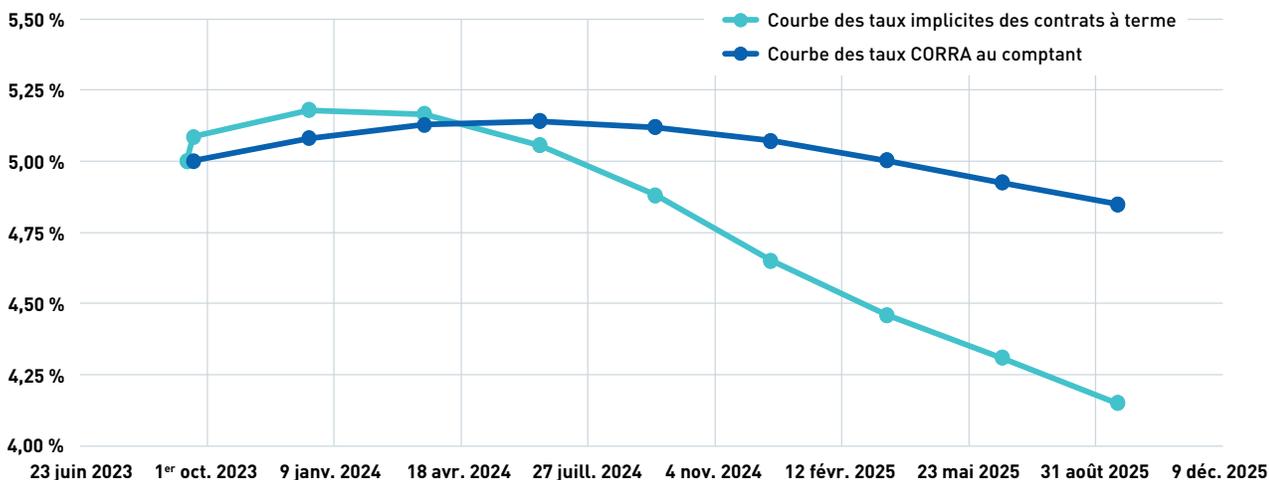
# Nouveau modèle d'annonces à dates fixes par la Banque du Canada

Tout comme avec le BAX par le passé, nous pourrons, avec le CRA – et sans qu'il soit nécessaire d'estimer la prime de risque d'une structure de taux à terme pour les acceptations bancaires –, construire un modèle pour calculer le taux cible implicite de la Banque du Canada pour les périodes se situant entre les dates d'annonces préétablies de l'institution.

D'abord, nous pouvons créer une courbe des taux CORRA au comptant à partir de la courbe des taux à terme, en fonction des sept ou huit premiers contrats – cela est suffisant pour arriver à environ deux ans de taux au comptant, pour la courbe des taux. Les taux implicites du CRA, et la courbe des taux au comptant qui en résulte, sont illustrés à la figure 2.

**FIGURE 2**

## Courbe des taux à terme implicites et courbe des taux au comptant – CRA

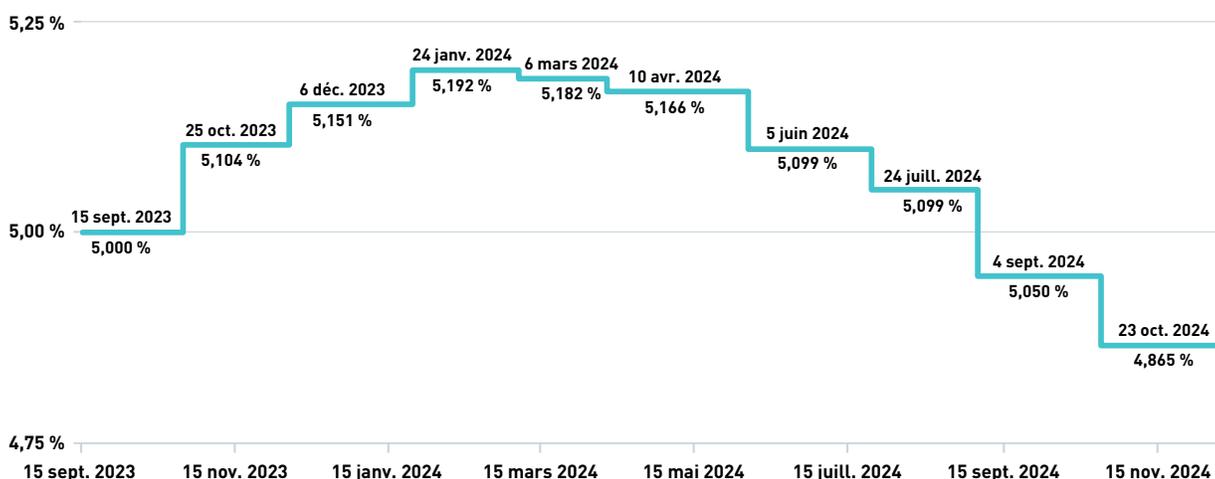


Source : Bourse de Montréal

Avec la courbe des taux au comptant, il est possible de calculer les taux à terme implicites, pour les périodes entre les dates d'annonce préétablies<sup>3</sup>, dates auxquelles la Banque du Canada fait normalement part de ses décisions d'ajustements au sujet de son taux cible. Bien que le taux cible puisse changer en tout temps, la plupart des changements à la politique monétaire sont annoncés aux dates préétablies. Notre estimation des taux implicites fondée sur le CRA, réalisée le 15 septembre, est illustrée dans le graphique en escalier de la figure 3. On prévoit que le taux cible atteindra un sommet à 5,187 % (haute probabilité d'une autre hausse de 25 points de base) avant d'amorcer une baisse extrêmement lente.

**FIGURE 3**

## Taux à terme implicites – CRA Dates d'annonces fixes de la Banque du Canada



Source : Bourse de Montréal

<sup>3</sup> Nous pourrions aussi tenter de prédire les prochaines dates d'annonces officielles, si la Banque du Canada n'a toujours pas publié ce calendrier.

Enfin, nous pouvons examiner le changement entre deux « états » de taux de financement à un jour et calculer la probabilité d'une modification du taux cible entre ces deux états. Par exemple, à la figure 4, nous avons calculé que, au vu du taux à terme implicite entre le 25 octobre et le 6 décembre, et aussi en fonction du cours du contrat CRA au 15 septembre, la probabilité d'une hausse du taux cible, de 5 % à 5,25 %, est de 41 %. Si un gestionnaire de placement pense que la probabilité d'une autre hausse de taux est supérieure à 41 %, il pourrait en profiter en vendant le contrat de décembre 2023 (CRAZ23).

**FIGURE 4**

DATES D'ANNONCES FIXES	TAUX AU COMPTANT	TAUX À TERME	REMARQUE
25 octobre 2023	5,031 %	5,104 %	Probabilité de 41 % que le taux du financement à un jour passe de 5,00 % à 5,25 %
6 décembre 2023	5,068 %	5,151 %	Probabilité de 60 % que le taux du financement à un jour passe de 5,00 % à 5,25 %
24 janvier 2024	5,099 %	5,192 %	Probabilité de 77 % que le taux du financement à un jour passe de 5,00 % à 5,25 %
6 mars 2024	5,122 %	5,182 %	Probabilité de 73 % que le taux du financement à un jour passe de 5,00 % à 5,25 %
10 avril 2024	5,132 %	5,166 %	Probabilité de 66 % que le taux du financement à un jour passe de 5,00 % à 5,25 %
5 juin 2024	5,139 %	5,099 %	Probabilité de 39 % que le taux du financement à un jour passe de 5,00 % à 5,25 %
24 juillet 2024	5,133 %	5,050 %	Probabilité de 20 % que le taux du financement à un jour passe de 5,00 % à 5,25 %

## CRA et BAX : points à souligner

Bien que les contrats à terme CRA et BAX aient plusieurs similitudes, quelques aspects des contrats CRA pourraient être moins familiers<sup>4</sup> à certains participants.

Comme les contrats BAX, les contrats CRA ont un taux d'intérêt à 90 jours, mais ils s'échangent en fonction de l'évolution du cours, à la Bourse de Montréal. Le taux d'intérêt implicite est simplement 100 moins le prix du contrat. Et comme le contrat BAX, le CRA fait l'objet d'un règlement en espèces; chaque point de base équivaut à 25 \$ par contrat. Douze contrats trimestriels sont inscrits aux fins de négociation, la liquidité étant surtout concentrée dans les huit premiers contrats.

À la différence du BAX, qui comporte un taux d'intérêt pour 90 jours et qui est réglé en espèces à la fin du processus au taux CDOR publié, le règlement d'un contrat CRA est fondé sur le taux CORRA composé quotidiennement sur un trimestre de référence. C'est là une méthode identique à celle qui est utilisée pour les contrats SOFR (Secured Overnight Financing Rate) aux États-Unis, laquelle sert d'ailleurs de référence pour un taux réalisable dans les marchés, à la différence du taux CDOR auquel le BAX est réglé.

## Et enfin...

Les participants pourraient également effectuer les constatations suivantes :

- Jusqu'à la fin de juin 2024, les opérations mixtes entre les contrats CRA (instruments à taux véritablement sans risque) et les contrats BAX peuvent être utilisées comme outil de valeur relative pour profiter des changements à la prime de risque inhérente au BAX<sup>5</sup>.
- Tous les contrats BAX arrivant à échéance après juin 2024 seront convertis en contrats CRA en suivant une méthode précise et publiée<sup>6</sup>. Nous doutons qu'un grand nombre de participants au marché vont soumettre leurs positions à fort effet de levier à une période de liquidité limitée pour contrats BAX dans les derniers mois d'existence de ce produit. Par conséquent, nous nous attendons à ce que presque tout l'intérêt en cours des contrats BAX soit fermé ou converti en positions CRA bien avant la fin de juin 2024.
- À l'instar des contrats BAX qui ont été mis à contribution pendant des dizaines d'années, les contrats CRA peuvent être utilisés pour construire des scénarios de négociation fondés sur la courbe afin de tirer parti d'une courbe CORRA qui s'accroît ou qui s'aplatit.
- Du fait qu'un contrat CRA s'étale habituellement sur une période couvrant deux dates d'annonces de la Banque du Canada, le modèle présenté ci-dessus suppose qu'aucun changement de taux n'a été annoncé à la première date, au moment de calculer la probabilité implicite pour la seconde date.

<sup>4</sup> Vous trouverez toutes les caractéristiques du contrat et tous les renseignements sur la transition au nouveau taux d'intérêt de référence sur notre [microsite consacré au taux CORRA](#).

<sup>5</sup> [Avis informationnel A23-005](#) – Ajout des écarts intermarchandises CRA/BAX sur le terminal Bloomberg et Refinitiv.

<sup>6</sup> [L' Avis informationnel A23-007](#) contient un lien vers le plan initial de mise en œuvre des clauses de repli pour les contrats BAX, notamment les attentes en ce qui a trait aux conversions. À noter que la date de conversion formelle devrait être confirmée au quatrième trimestre de 2023.



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](mailto:irderivatives@tmx.com)

[m-x.ca/futures](https://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. BAX, CRA, 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. et elles sont utilisées sous licence.