

# Taux CORRA en 2024 : une année pour considérer le portrait global

## L'arbre ne doit pas cacher la forêt

Les gestionnaires de fonds de titres à revenu fixe se classent généralement en deux catégories : ceux qui prennent en compte les perspectives macroéconomiques (le portrait d'ensemble) et ceux qui, avec minutie, misent sur des opérations fondées sur la valeur relative. Heureusement, les différentes conjonctures offrent habituellement moult possibilités aux deux types de gestionnaires, bien qu'il y ait de toute évidence de « bonnes périodes » pour les adeptes de la négociation macro et d'autres « bonnes périodes » pour ceux et celles qui préfèrent la négociation micro. En raison d'une évolution probable du taux directeur et de la volatilité associée à la fin (ou fin attendue) d'un cycle de politique monétaire, nous pensons que 2024 sera une année où s'efforcer de saisir le portrait global sera bien plus important que de cerner correctement les détails.

## Un exemple fondé sur le taux cible de la Banque du Canada

Récemment, on a pu constater de nouveau la divergence entre les gestionnaires « macro » et les gestionnaires « valeur relative », au vu de l'enjeu des cours acheteur et vendeur, du côté des contrats à terme de trois mois sur le taux CORRA (CRA),<sup>1</sup> maintenant largement adoptés et que les gestionnaires utilisent pour mettre en œuvre des opérations fondées sur les taux d'intérêt de notre banque centrale, au début de la courbe des taux. Étant donné qu'on peut construire une courbe des taux au comptant, utiliser cette courbe pour calculer le taux à terme implicite entre deux dates d'annonce préétablies de la Banque du Canada, puis calculer la probabilité d'un changement de taux cible à partir du taux à terme, la question se pose quant à l'importance des cours acheteur et vendeur, dans ce type de transaction.

Pour établir notre évaluation, nous avons pris en compte les cours acheteur et vendeur des contrats CRA en milieu de journée, le 30 janvier 2024. Du côté vendeur, nous pouvons calculer une probabilité implicite pour ce qui est de la politique de taux de la Banque du Canada, mais nous pouvons aussi calculer une probabilité implicite en utilisant le cours acheteur affiché. Comme c'est habituellement le cas pour ce type de transaction, si nous croyons que la probabilité d'une baisse de taux par la Banque du Canada à une certaine date est plus élevée que la probabilité établie en fonction du taux à terme (dans ce cas-ci, le taux à terme dérivé du cours vendeur), il existe alors une occasion de profit si l'événement se concrétise ou si une opinion en phase avec la nôtre en vient à être intégrée dans les cours du marché. L'inverse est également vrai. Il faudrait alors utiliser le cours acheteur, car nous serions vendeurs de contrats CRA en vue de miser sur le fait que le marché se serait rallié à notre vision d'une probabilité plus faible d'une baisse de taux.

<sup>1</sup> L'intérêt en cours sur les contrats CRA dépasse maintenant de 75 % celui des contrats BAX (contrats à terme sur acceptations bancaires canadiennes de trois mois).

Voyez à ce sujet les résultats associés au taux implicite, tant pour le cours acheteur (figure 1; important pour le vendeur de contrat à terme) que pour le cours vendeur (figure 2; important pour l'acheteur de contrat à terme), le 30 janvier 2024. Ces graphiques ne montrent que les dates d'annonce par la Banque du Canada qui sont déjà connues, mais son calendrier est grandement prévisible, si bien qu'il est possible d'établir un calendrier fiable pour 2025 et 2026<sup>2</sup>.

**FIGURE 1**

DATE ANN. FIXE – BDC	COURBE ACHETEUR – CRA	TAUX À TERME – ACHETEUR	ΔTAUX IMPLICITE	DESCRIPTION
2024-03-06	5,052 %	<b>5,030 %</b>	Inchangé	Probabilité à 12 % d'une hausse du taux de financement à un jour, de 5,00 % à 5,25 %
2024-04-10	5,041 %	<b>4,930 %</b>	Inchangé	Probabilité à 28 % d'une baisse du taux de financement à un jour, de 5,00 % à 4,75 %
2024-06-05	4,992 %	<b>4,775 %</b>	Baisse	Probabilité à 90 % d'une baisse du taux de financement à un jour, de 5,00 % à 4,75 %
2024-07-24	4,932 %	<b>4,626 %</b>	Inchangé	Probabilité à 50 % d'une baisse du taux de financement à un jour, de 4,75 % à 4,50 %
2024-09-04	4,873 %	<b>4,466 %</b>	Baisse	Probabilité à 114 % d'une baisse du taux de financement à un jour, de 4,75 % à 4,50 %
2024-10-23	4,798 %	<b>4,290 %</b>	Baisse	Probabilité à 84 % d'une baisse du taux de financement à un jour, de 4,50 % à 4,25 %
2024-12-11	4,719 %	<b>4,129 %</b>	Inchangé	Probabilité à 48 % d'une baisse du taux de financement à un jour, de 4,25 % à 4,00 %

Source : Bourse de Montréal

**FIGURE 2**

DATE ANN. FIXE – BDC	COURBE VENDEUR – CRA	TAUX À TERME – VENDEUR	ΔTAUX IMPLICITE	DESCRIPTION
2024-03-06	5,052 %	<b>5,028 %</b>	Inchangé	Probabilité à 11 % d'une hausse du taux de financement à un jour, de 5,00 % à 5,25 %
2024-04-10	5,041 %	<b>4,924 %</b>	Inchangé	Probabilité à 30 % d'une baisse du taux de financement à un jour, de 5,00 % à 4,75 %
2024-06-05	4,989 %	<b>4,768 %</b>	Baisse	Probabilité à 11 % d'une baisse du taux de financement à un jour, de 5,00 % à 4,75 %
2024-07-24	4,928 %	<b>4,622 %</b>	Baisse	Probabilité à 51 % d'une baisse du taux de financement à un jour, de 4,75 % à 4,50 %
2024-09-04	4,869 %	<b>4,461 %</b>	Inchangé	Probabilité à 15 % d'une baisse du taux de financement à un jour, de 4,50 % à 4,25 %
2024-10-23	4,794 %	<b>4,284 %</b>	Baisse	Probabilité à 86 % d'une baisse du taux de financement à un jour, de 4,50 % à 4,25 %
2024-12-11	4,715 %	<b>4,124 %</b>	Baisse	Probabilité à 50 % d'une baisse du taux de financement à un jour, de 4,25 % à 4,00 %

Source : Bourse de Montréal

Dans ces tableaux, les côtés vendeur et acheteur du marché font essentiellement la même prédiction quant à l'orientation des taux cibles de la banque centrale, à chaque date d'annonce préétablie. Cependant, étant donné que le cours acheteur et le cours vendeur diffèrent, les probabilités implicites par les deux parties au marché seront différentes. Par exemple, la première date pour laquelle le marché s'attend à une probabilité supérieure de baisse de taux (assouplissement monétaire) est le 5 juin. À la figure 2, on peut voir qu'un gestionnaire qui estime que la probabilité d'une baisse de taux de 25 points de base au plus tard le 5 juin est d'au moins 93 % aura l'occasion d'en profiter, si les faits lui donnent raison.

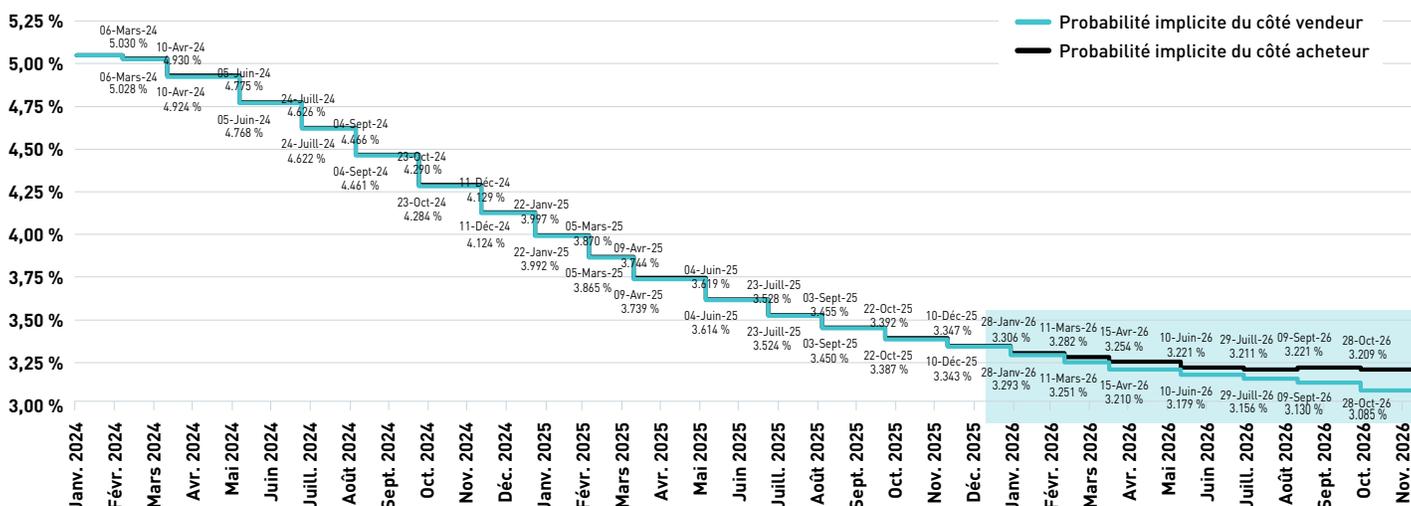
De même, un gestionnaire qui croit la probabilité d'une baisse de taux, à cette date, inférieure à 90 % (figure 1), a lui aussi l'occasion d'être avantagé si l'événement ne se produit pas ou lorsque le marché en vient à refléter sa vision. C'est seulement si un gestionnaire croit que la probabilité d'une baisse de taux, le 5 juin, se situe entre 90 % et 93 % qu'il n'a pas intérêt à négocier, en raison de l'écart acheteur-vendeur<sup>3</sup>.

Une autre façon de parvenir à la même conclusion consiste à observer les taux implicites pour les dates d'annonce fixes de la Banque du Canada, taux générés à partir des cours acheteur et vendeur inscrits dans le même graphique. À la figure 3, les deux séries du graphique en escalier pour les dates d'annonce sont si rapprochées qu'on arrive à peine à les distinguer, sauf après décembre 2025 (partie surlignée). Après décembre 2025, l'écart acheteur-vendeur s'élargit sensiblement, et la probabilité implicite par le côté acheteur de la cotation du CRA diffère de celle du côté vendeur d'une façon plus marquée.

<sup>2</sup> Nous avons fait l'exercice, en supposant que les réunions de la Banque auront lieu les mêmes semaines qu'en 2023; les résultats sont présentés à la fin de cet article.

<sup>3</sup> En supposant bien sûr que ce gestionnaire ait une opinion bien arrêtée sur le sujet.

**FIGURE 3**  
**Taux à terme implicites – en fonction du CRA**  
**Dates d’annonce préétablies de la Banque du Canada**



Source : Bourse de Montréal

Même si nous sommes convaincus de l’importance des détails, tout porte à croire qu’il importe davantage, pour les opérations sur le début de la courbe, de chercher à avoir une bonne vue d’ensemble plutôt que de miser sur les cours acheteur-vendeur pour glaner de petits gains (huit premiers contrats CRA), et ce, tout particulièrement en 2024<sup>4</sup>. Par exemple, le contrat CRAM24 (contrat à terme de trois mois sur le taux CORRA commençant en juin 2024 et se terminant en septembre 2024), extrêmement sensible à la probabilité d’une baisse de taux le 5 juin, a affiché une fourchette très large, de 32 cents, dans les quatre premières semaines de négociation de 2024. Cette fourchette de prix représente plus que la différence entre une probabilité à 93 % de baisse de taux et une faible probabilité de hausse de taux.

En ce qui a trait à l’écart acheteur-vendeur actuel, un négociateur patient pourrait bien avoir été en mesure de réaliser des transactions à des niveaux légèrement supérieurs à ceux figurant dans les calculs ci-dessus, s’il les a réalisées sur tous les contrats simultanément. Précisons que pour faire nos calculs, nous nous sommes limités à tenir compte de la liquidité observable, un lundi pris de façon aléatoire.

Pour ce type d’opérations en 2024, il vaudra donc mieux regarder la forêt (baisse ou hausse de taux, et quand) et ne pas s’attarder aux arbres comme tels.

4 Comme on peut le voir ci-dessus, 12 contrats sont inscrits, mais pour le moment, en raison du manque d’intérêt en cours et de fournisseurs de liquidité, surtout dans les 11<sup>e</sup> et 12<sup>e</sup> contrats, l’écart acheteur-vendeur est bien plus large. Voilà donc qui rend plus difficile la négociation fondée sur la probabilité de changements à la politique monétaire en 2026; cela dit, on peut penser que la plupart des gestionnaires de fonds n’ont pas encore les yeux rivés sur 2026.

# Tableau des dates d'annonce; 2024-2026<sup>5</sup>

FIGURE 4

DATE ANN. FIXE - BDC	COURBE ACHETEUR - CRA	TAUX À TERME - ACHETEUR	ΔTAUX IMPLICITE	DESCRIPTION
2024-03-06	5,052 %	<b>5,030 %</b>	Inchangé	Probabilité à 12 % d'une hausse du taux de financement à un jour, de 5,00 % à 5,25 %
2024-04-10	5,041 %	<b>4,930 %</b>	Inchangé	Probabilité à 28 % d'une baisse du taux de financement à un jour, de 5,00 % à 4,75 %
2024-06-05	4,992 %	<b>4,775 %</b>	Baisse	Probabilité à 90 % d'une baisse du taux de financement à un jour, de 5,00 % à 4,75 %
2024-07-24	4,932 %	<b>4,626 %</b>	Inchangé	Probabilité à 50 % d'une baisse du taux de financement à un jour, de 4,75 % à 4,50 %
2024-09-04	4,873 %	<b>4,466 %</b>	Baisse	Probabilité à 114 % d'une baisse du taux de financement à un jour, de 4,75 % à 4,50 %
2024-10-23	4,798 %	<b>4,290 %</b>	Baisse	Probabilité à 84 % d'une baisse du taux de financement à un jour, de 4,50 % à 4,25 %
2024-12-11	4,719 %	<b>4,129 %</b>	Inchangé	Probabilité à 48 % d'une baisse du taux de financement à un jour, de 4,25 % à 4,00 %
2025-01-22	4,650 %	<b>3,997 %</b>	Baisse	Probabilité à 101 % d'une baisse du taux de financement à un jour, de 4,25 % à 4,00 %
2025-03-05	4,580 %	<b>3,870 %</b>	Baisse	Probabilité à 52 % d'une baisse du taux de financement à un jour, de 4,00 % à 3,75 %
2025-04-09	4,523 %	<b>3,744 %</b>	Inchangé	Probabilité à 2 % d'une baisse du taux de financement à un jour, de 3,75 % à 3,50 %
2025-06-04	4,434 %	<b>3,619 %</b>	Baisse	Probabilité à 52 % d'une baisse du taux de financement à un jour, de 3,75 % à 3,50 %
2025-07-23	4,359 %	<b>3,528 %</b>	Inchangé	Probabilité à 11 % d'une hausse du taux de financement à un jour, de 3,50 % à 3,75 %
2025-09-03	4,299 %	<b>3,455 %</b>	Inchangé	Probabilité à 18 % d'une baisse du taux de financement à un jour, de 3,50 % à 3,25 %
2025-10-22	4,233 %	<b>3,392 %</b>	Inchangé	Probabilité à 43 % d'une baisse du taux de financement à un jour, de 3,50 % à 3,25 %
2025-12-10	4,173 %	<b>3,347 %</b>	Baisse	Probabilité à 61 % d'une baisse du taux de financement à un jour, de 3,50 % à 3,25 %
2026-01-28	4,117 %	<b>3,306 %</b>	Inchangé	Probabilité à 22 % d'une hausse du taux de financement à un jour, de 3,25 % à 3,50 %
2026-03-11	4,072 %	<b>3,282 %</b>	Inchangé	Probabilité à 13 % d'une hausse du taux de financement à un jour, de 3,25 % à 3,50 %
2026-04-15	4,038 %	<b>3,254 %</b>	Inchangé	Probabilité à 1 % d'une hausse du taux de financement à un jour, de 3,25 % à 3,50 %
2026-06-10	3,987 %	<b>3,221 %</b>	Inchangé	Probabilité à 12 % d'une baisse du taux de financement à un jour, de 3,25 % à 3,00 %
2026-07-29	3,945 %	<b>3,211 %</b>	Inchangé	Probabilité à 16 % d'une baisse du taux de financement à un jour, de 3,25 % à 3,00 %
2026-09-09	3,913 %	<b>3,221 %</b>	Inchangé	Probabilité à 11 % d'une baisse du taux de financement à un jour, de 3,25 % à 3,00 %
2026-10-28	3,879 %	<b>3,209 %</b>	Inchangé	Probabilité à 17 % d'une baisse du taux de financement à un jour, de 3,25 % à 3,00 %

Source : Bourse de Montréal

<sup>5</sup> Les dates pour les années 2025 et 2026 sont approximatives; elles n'ont pas encore été fixées et publiées par la Banque du Canada.

**FIGURE 5**

DATE ANN. FIXE - BDC	COURBE VENDEUR - CRA	TAUX À TERME - VENDEUR	ΔTAUX IMPLICITE	DESCRIPTION
2024-03-06	5,052 %	<b>5,028 %</b>	Inchangé	Probabilité à 11 % d'une hausse du taux de financement à un jour, de 5,00 % à 5,25 %
2024-04-10	5,041 %	<b>4,924 %</b>	Inchangé	Probabilité à 30 % d'une baisse du taux de financement à un jour, de 5,00 % à 4,75 %
2024-06-05	4,989 %	<b>4,768 %</b>	Baisse	Probabilité à 11 % d'une baisse du taux de financement à un jour, de 5,00 % à 4,75 %
2024-07-24	4,928 %	<b>4,622 %</b>	Baisse	Probabilité à 51 % d'une baisse du taux de financement à un jour, de 4,75 % à 4,50 %
2024-09-04	4,869 %	<b>4,461 %</b>	Inchangé	Probabilité à 15 % d'une baisse du taux de financement à un jour, de 4,50 % à 4,25 %
2024-10-23	4,794 %	<b>4,284 %</b>	Baisse	Probabilité à 86 % d'une baisse du taux de financement à un jour, de 4,50 % à 4,25 %
2024-12-11	4,715 %	<b>4,124 %</b>	Baisse	Probabilité à 50 % d'une baisse du taux de financement à un jour, de 4,25 % à 4,00 %
2025-01-22	4,645 %	<b>3,992 %</b>	Inchangé	Probabilité à 3 % d'une baisse du taux de financement à un jour, de 4,00 % à 3,75 %
2025-03-05	4,576 %	<b>3,865 %</b>	Baisse	Probabilité à 54 % d'une baisse du taux de financement à un jour, de 4,00 % à 3,75 %
2025-04-09	4,518 %	<b>3,739 %</b>	Inchangé	Probabilité à 4 % d'une baisse du taux de financement à un jour, de 3,75 % à 3,50 %
2025-06-04	4,429 %	<b>3,614 %</b>	Baisse	Probabilité à 54 % d'une baisse du taux de financement à un jour, de 3,75 % à 3,50 %
2025-07-23	4,355 %	<b>3,524 %</b>	Inchangé	Probabilité à 9 % d'une hausse du taux de financement à un jour, de 3,50 % à 3,75 %
2025-09-03	4,295 %	<b>3,450 %</b>	Inchangé	Probabilité à 20 % d'une baisse du taux de financement à un jour, de 3,50 % à 3,25 %
2025-10-22	4,229 %	<b>3,387 %</b>	Inchangé	Probabilité à 45 % d'une baisse du taux de financement à un jour, de 3,50 % à 3,25 %
2025-12-10	4,168 %	<b>3,343 %</b>	Baisse	Probabilité à 63 % d'une baisse du taux de financement à un jour, de 3,50 % à 3,25 %
2026-01-28	4,112 %	<b>3,293 %</b>	Inchangé	Probabilité à 17 % d'une hausse du taux de financement à un jour, de 3,25 % à 3,50 %
2026-03-11	4,067 %	<b>3,251 %</b>	Inchangé	Probabilité à 1 % d'une hausse du taux de financement à un jour, de 3,25 % à 3,50 %
2026-04-15	4,032 %	<b>3,210 %</b>	Inchangé	Probabilité à 16 % d'une baisse du taux de financement à un jour, de 3,25 % à 3,00 %
2026-06-10	3,978 %	<b>3,179 %</b>	Inchangé	Probabilité à 28 % d'une baisse du taux de financement à un jour, de 3,25 % à 3,00 %
2026-07-29	3,935 %	<b>3,156 %</b>	Inchangé	Probabilité à 37 % d'une baisse du taux de financement à un jour, de 3,25 % à 3,00 %
2026-09-09	3,900 %	<b>3,130 %</b>	Inchangé	Probabilité à 48 % d'une baisse du taux de financement à un jour, de 3,25 % à 3,00 %
2026-10-28	3,863 %	<b>3,085 %</b>	Baisse	Probabilité à 66 % d'une baisse du taux de financement à un jour, de 3,25 % à 3,00 %

Source : Bourse de Montréal



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., 2024. 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 le présent 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.