



BOURSE DE MONTRÉAL

Prévisions pour le marché des contrats à terme en 2026

Pleins feux sur les contrats à terme

Article 30 / Février 2026



Contrairement à bien d'autres segments du marché financier, certains aspects du marché des contrats à terme peuvent être prédits avec un degré de certitude très élevé. Par exemple, dans le marché des contrats à termes sur titres à revenu fixe avec livraison physique, il est souvent possible de prévoir certains éléments bien à l'avance en examinant la formule de composition du panier de livraison et la trajectoire attendue des taux d'intérêt à court terme. Même si ces prédictions pourraient être remises en cause par la matérialisation d'autres scénarios possibles, la certitude globale demeure assez élevée dans la plupart des cas.

Base brute positive toute l'année

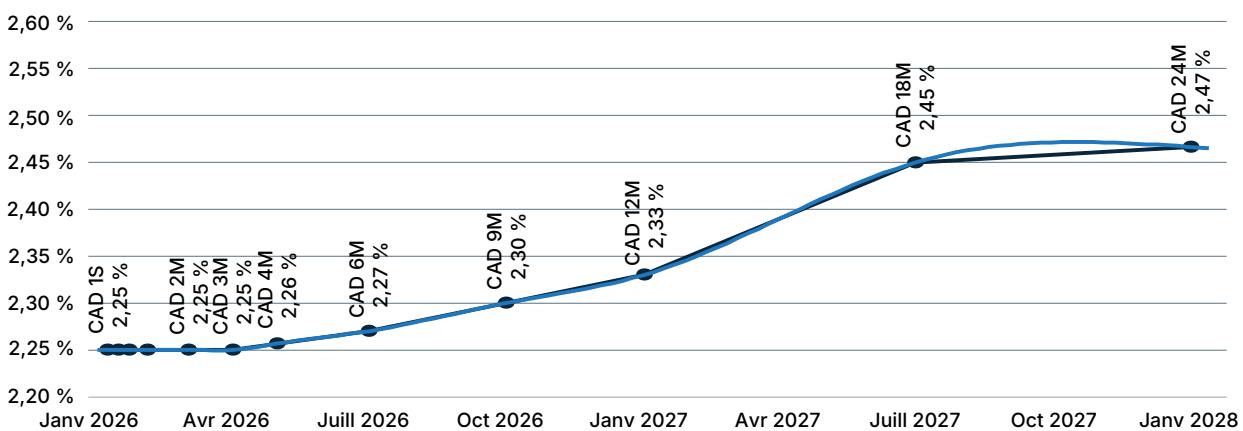
À l'exception du contrat à terme sur obligations du gouvernement du Canada de deux ans (CGZ^{MD}), nous prévoyons que « la base » entre les obligations et les contrats à terme se négociera selon une valeur positive en 2026. Le principal facteur en jeu à cet égard est le taux de coupon des obligations du panier de livraison du contrat, et en particulier celui de l'obligation la moins chère à livrer.

La base brute représente le prix auquel un investisseur pourrait exécuter un arbitrage comptant-terme, qui consiste à acheter une obligation au comptant et à vendre un contrat à terme simultanément (ou vice-versa). Lorsque les conditions entourant la courbe des taux sont normales, les obligations livrables sont assorties de coupons supérieurs au taux cible à un jour, et un arbitrage comptant-terme en vertu duquel l'investisseur détient une position vendeur sur contrat à terme ainsi que des obligations au comptant (c'est-à-dire une position acheteur sur la base) produit un portage positif. À l'inverse, lorsque les taux à un jour sont supérieurs aux taux de coupon des obligations livrables, une position acheteur sur la base de contrats à terme entraîne un portage négatif. Par conséquent, la base brute passe en territoire négatif, ce qui compense le portage négatif pour le détenteur de la position acheteur. Il y a parfois confusion lorsque cela se produit, car la plupart des investisseurs s'attendent à ce que les cotations de la base soient positives¹.

Puisque la Banque du Canada ne devrait relever son taux cible que de façon marginale en 2026, comme l'illustre la figure 1, la seule obligation figurant dans les paniers de livrables qui est assortie d'un coupon inférieur à environ 2,45 %, soit le taux attendu de la Banque d'ici l'été 2027, est la plus susceptible d'être l'obligation livrable du contrat CGZ (2 ans) de juin 2026. Les adjudications d'obligations entraîneront l'émission de nouveaux titres, mais ceux créés à l'issue des adjudications de 5, 10 ou 30 ans ne présenteraient pas des coupons aussi faibles, à moins d'une chute conséquente des taux d'intérêt. Et même dans ce cas de figure, ces titres demeureraient peu susceptibles de devenir les obligations les moins chères à livrer pour ces contrats.

¹ Pour en savoir plus sur la base négative, consulter l'article intitulé [« Prévoir et comprendre la base négative des contrats à terme »](#), publié par la Bourse de Montréal en avril 2021.

FIGURE 1
Swap sur indice de taux à un jour (CAD)



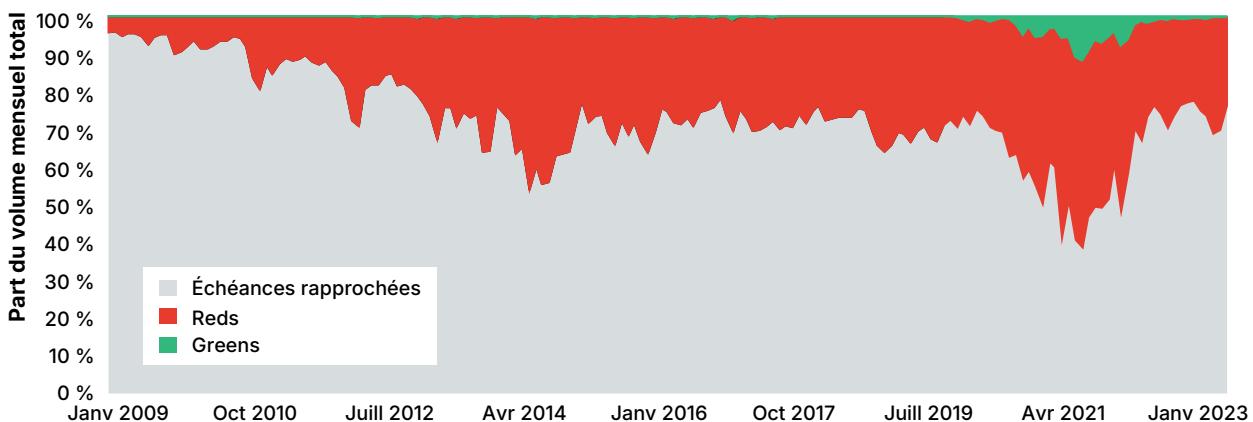
Source : Base de données sur les titres à revenu fixe Sapphire de BMO Marchés des capitauxⁱ

En conclusion, compte tenu des attentes actuelles, le contrat de deux ans pourrait afficher une base négative par rapport aux obligations dans la seconde moitié de l'année, mais il est improbable que cela se produise pour les autres contrats dans le contexte actuel.

Activité accrue pour les contrats à terme sur le taux CORRA Reds et Greens

Cette tendance est déjà bien établie, et devrait se poursuivre au cours de la nouvelle année et peut-être au-delà. Un aspect des anciens contrats BAX que de nombreux gestionnaires déploraient était que les 5^e et 8^e contrats de la série, appelés les Reds ou le Red Pack, ainsi que les quatre contrats suivants, appelés les Greens ou le Green Pack, comptaient souvent pour seulement 20 % à 30 % du volume des contrats BAX. Ce manque d'activité ne favorisait pas une liquidité profonde, ce qui limitait le type d'opérations pouvant être effectuées. Nous illustrons ce phénomène à la figure 2 à l'aide des contrats BAX (acceptations bancaires de 90 jours), aujourd'hui disparus. Il faut d'ailleurs préciser que ce graphique avait été initialement préparé pour souligner l'essor des Greens et des Reds, qui ont enfin représenté plus de 50 % du volume des BAX à la fin de 2020 et au début de 2021.

FIGURE 2
Volume du BAX par série, janv. 2009 à ce jour

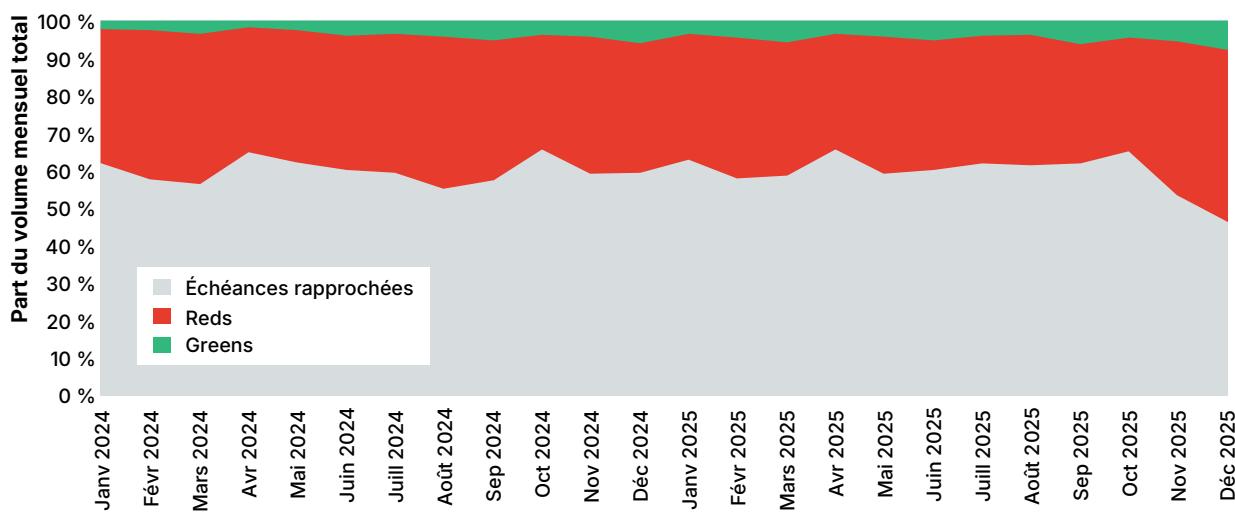


Source : Bourse de Montréal, calculs de l'auteur

Après que le taux de référence est passé du taux CDOR au taux CORRA en 2024, les contrats BAX ont été remplacés par les contrats à terme de trois mois sur le taux CORRA (CRA^{MC}). Nous pouvons produire un graphique similaire pour les nouveaux contrats du segment à court terme, comme illustré à la figure 3. Fin décembre 2025, le volume des contrats sur le taux CORRA Greens et Reds a encore dépassé celui des contrats d'échéance rapprochée, qui couvrent les quatre premières dates d'échéance. Fait encore plus notable, les contrats sur le taux CORRA ont généralement affiché une dynamique plus saine. En effet, les contrats d'échéance rapprochée ont rarement dépassé une part de 60 % récemment, alors que cela était courant pour les anciens contrats sur acceptations bancaires. Il va de soi que les participants au marché doivent se réjouir de la liquidité et de l'activité accrues observées du 5^e au 12^e contrat CRA.

FIGURE 3

Volume du CRA par série, janv. 2024 à déc. 2025



Source : Bourse de Montréal, calculs de l'auteur

Faible activité de l'option d'atout attendue

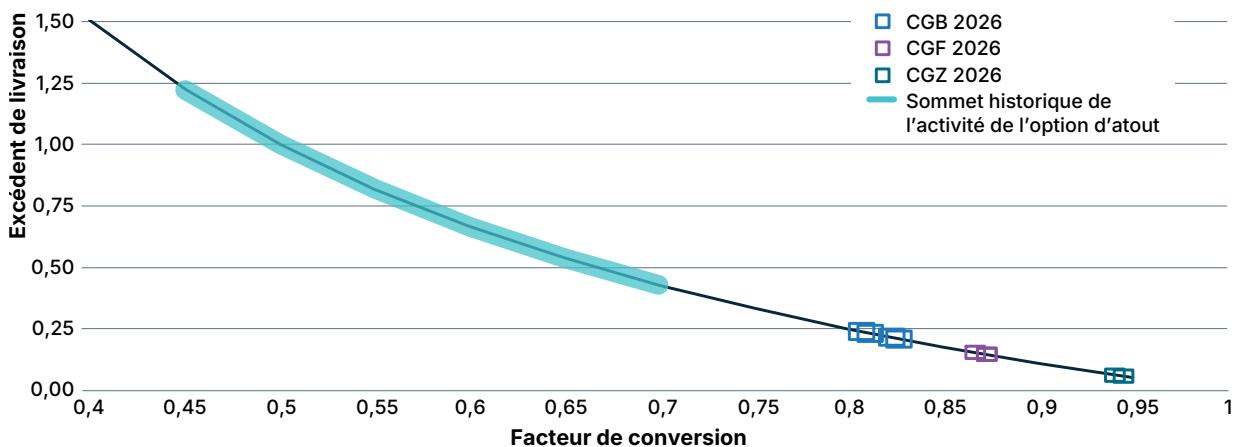
Les investisseurs qui ont recours aux contrats à terme sur titres à revenu fixe canadiens (tels que le CGZ^{MD} de 2 ans, le CGF^{MD} de 5 ans et le CGB de 10 ans) comportant une période de livraison plutôt qu'aux obligations au comptant seront ravis de découvrir que l'option d'atout n'est pas susceptible de poser un problème cette année, contrairement à bon nombre des années qui ont suivi la pandémie.

Si l'on s'attend moins à observer une activité liée à l'option d'atout, c'est principalement parce qu'il est improbable que des obligations à très faibles coupons fassent partie du panier de livraison des contrats de 5 ans et de 10 ans cette année. Lorsqu'une obligation à coupons faibles est l'obligation la moins chère à livrer, il s'ensuit un facteur de concordance faible pour cette obligation, et l'excédent de livraison est par conséquent plus élevé. Le terme « excédent de livraison » désigne, dans le cas d'une position vendeur sur la base des contrats à terme, les obligations que l'on peut vendre afin de générer un profit si l'occasion de livrer des obligations plus tard dans l'après-midi se présente pendant la période de livraison. Un excédent de livraison plus modeste entraîne un profit plus faible lorsque les gestionnaires monétisent l'option intégrée des contrats à terme à livraison physique.

Dans un avenir prévisible, les excédents de livraison seront inférieurs à 25 % pour tous les contrats sur titres à revenu fixe entraînant une livraison physique à la Bourse de Montréal². Il s'agit de la conséquence directe du fait que les coupons obligataires se situent maintenant entre 2,5 % et 3,5 %, contrairement aux obligations à très faibles coupons adjugées pendant la pandémie de COVID-19. Il est à noter que l'activité de l'option d'atout a été observée beaucoup plus souvent lorsque les excédents se situaient entre 40 % et 125 %, comme illustré dans la partie surlignée de la figure 4.

FIGURE 4

Excédent de livraison en fonction du facteur de conversion



Source : Bourse de Montréal, calculs de l'auteur

L'activité liée à l'option d'atout devrait se poursuivre, car les pupitres de négociation accumulent souvent des positions vendeur sur la base des contrats à terme et les emmène en livraison, mais le portage positif de ces positions décourage l'exercice anticipé. De plus, la possibilité de réaliser un profit en livrant en fin de journée a presque entièrement disparu en 2026³, à moins qu'un événement imprévu fasse en sorte qu'une obligation à très faibles coupons devienne l'obligation la moins chère à livrer pour un contrat CGF ou CGB.

Changement de l'obligation la moins chère à livrer : aucun problème à l'horizon

Bien que nous ayons mentionné, au dernier paragraphe de la section précédente, la possibilité d'un changement imprévu de l'obligation la moins chère à livrer d'un contrat, la probabilité d'une telle substitution est très faible pour toute l'année 2026, et ce, pour l'ensemble des contrats de la Bourse de Montréal.

Le changement de l'obligation la moins chère à livrer est une possibilité pour tous les contrats sur titres à revenu fixe canadiens. Cependant, la constance et la prévisibilité du calendrier des adjudications, de même que l'aversion de la Banque du Canada pour la réouverture d'anciennes émissions font en sorte que les obligations susceptibles de composer le panier de livrables sont prévisibles. La liste d'obligations livrables potentielles se compose presque toujours d'obligations dont les échéances sont espacées de six mois pour les contrats de 10 ans et 5 ans, et espacées de trois mois pour les contrats de 2 ans. Dans ce contexte, il faudrait généralement que les taux d'intérêt augmentent de centaines de points de base ou que les courbes s'accentuent très fortement (ou les deux) pendant la durée d'un contrat pour provoquer un changement de l'obligation la moins chère à livrer.

2 Le contrat LGB^{MD} (30 ans) a une date de livraison fixe et ne comporte donc pas d'option d'atout intégrée. Les contrats avec règlement en espèces comme le CRA (contrat à terme de trois mois sur le taux CORRA) ne comportent pas d'option d'atout intégrée.

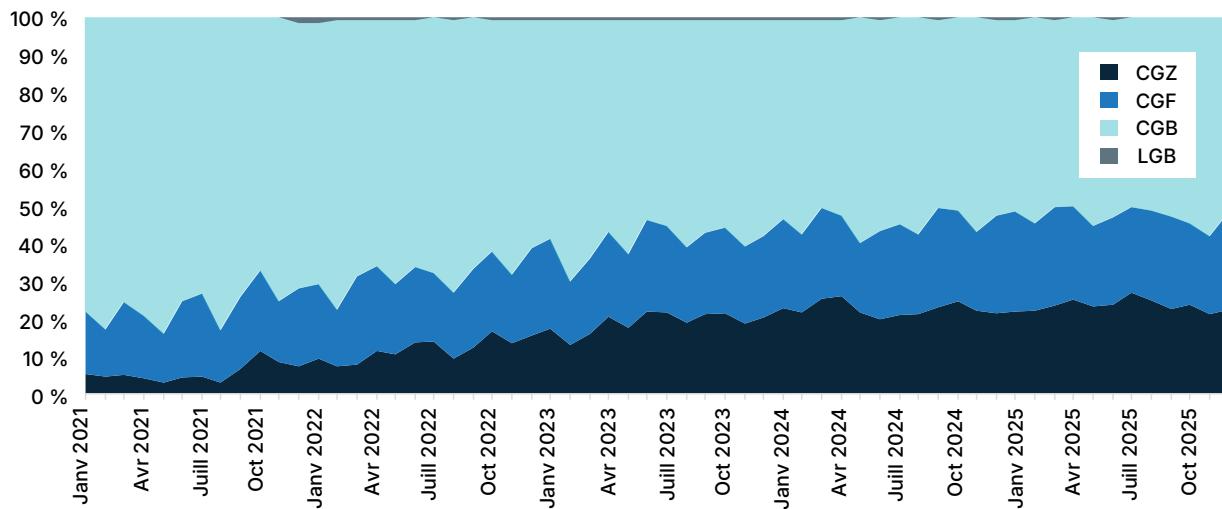
3 L'option d'atout a donc une valeur très proche de zéro.

Notre hypothèse quant à l'absence de changement d'obligation en 2026 nécessiterait d'être revue si les taux d'intérêt bondissaient ou si la courbe de rendement s'accentuait considérablement. Or, aucune de ces éventualités, et encore moins un scénario où elles matérialiseraient toutes les deux, ne devrait faire partie des prévisions centrales de la plupart des économistes et gestionnaires de portefeuille en 2026.

Les contrats CGF (5 ans) pourraient gagner en importance

Le volume de négociation et l'intérêt en cours⁴ des contrats CGZ (2 ans) et CGF (5 ans) ont connu une croissance constante depuis leur relance après 2020. Ces deux contrats représentent désormais presque la moitié des contrats sur titres à revenu fixe à livraison physique négociés à la Bourse de Montréal, particulièrement au cours des mois d'échéance ou à l'approche de ceux-ci, comme l'illustre la figure 5.

FIGURE 5
Part de volume par contrat



Source : Bourse de Montréal, calculs de l'auteur

À première vue, la croissance du contrat de deux ans a éclipsé celle du contrat de cinq ans en raison de son essor de 2021 jusqu'à la fin 2025. Il y a une part de vérité dans cette analyse. Cette croissance a été largement favorisée par une conjoncture économique où la banque centrale jouait un rôle actif, ce qui incitait de nombreux gestionnaires à négocier des obligations de courte échéance en prévision de l'évolution de sa politique.

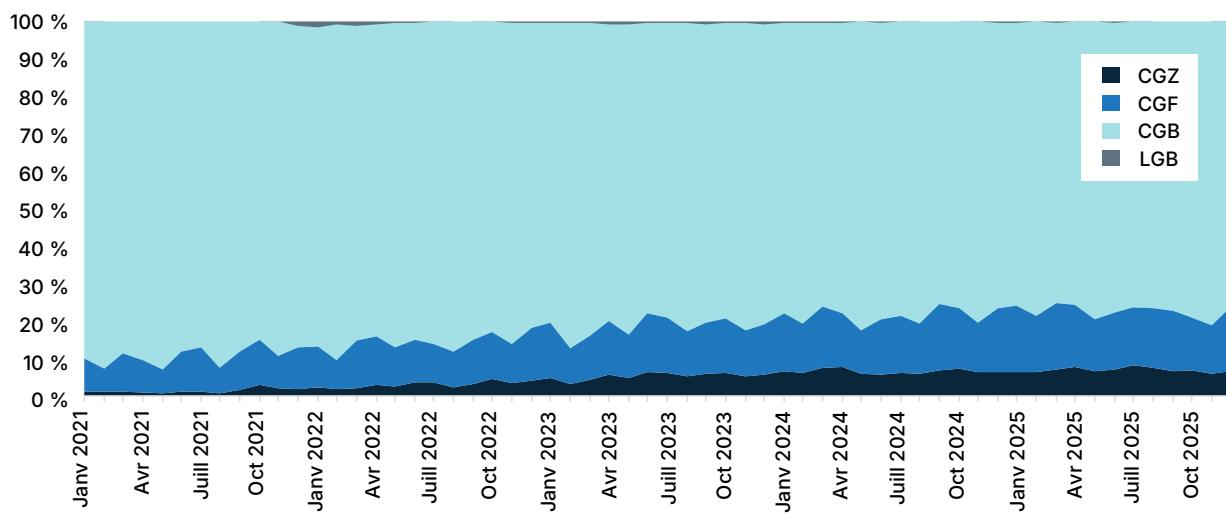
Étant donné que la politique monétaire du Canada a (presque) bouclé la boucle, ayant évolué de la conjoncture de faibles taux d'intérêt après 2020, en passant par les années de forte inflation, pour maintenant revenir à une politique souple dans un contexte d'incertitude commerciale, est-ce que 2026 pourrait donner lieu à une période profitable pour la négociation au milieu de la courbe, ce qui favoriserait la croissance des contrats CGF (5 ans)?

⁴ Au moment d'écrire ces lignes, l'intérêt en cours des contrats CGZ se situait près d'un sommet historique et se chiffrait à environ 347 000 contrats.

À la figure 5, nous avons recalculé la part de volume par contrat afin de la rajuster selon la VM01 de chaque contrat et avons constaté, à la figure 6, que le volume mensuel rajusté selon la VM01 des CGF est demeuré stable depuis la fin de la forte inflation, soit vers le milieu de 2023. Il est amplement possible que ce contrat gagne en importance à mesure que les gestionnaires délaisseront les opérations fondées sur la prévision de la politique monétaire sur l'horizon de 2 ans, cherchant plutôt à prévoir les changements de la forme de la courbe au moyen d'opérations sur la pente 2 ans-5 ans ou 5 ans-10 ans, ou de stratégies de papillon 2-5-10, dans un contexte de faibles taux à un jour sur le long terme et d'un assouplissement de la banque centrale.

FIGURE 6

Part de volume par contrat rajustée selon la VM01



Source : Bourse de Montréal, calculs de l'auteur



Kevin Dribnenki écrit des articles sur les dérivés sur titres à revenu fixe et les possibilités qu'offrent les marchés canadiens. M. Dribnenki a géré pendant plus de dix ans des portefeuilles de titres à revenu fixe à valeur relative, d'abord à titre de gestionnaire de portefeuille pour le Régime de retraite des enseignantes et des enseignants de l'Ontario, puis pour la société BlueCrest Capital Management. Au cours de cette période, il a géré des portefeuilles d'obligations canadiennes sur le marché au comptant ainsi que des portefeuilles internationaux alpha à effet de levier. Il a aussi donné plusieurs conférences sur les titres à revenu fixe et les dérivés. Il est titulaire d'un baccalauréat en économie de l'Université de Victoria et d'un MBA de la Richard Ivey School of Business, et il est analyste financier agréé (CFA).

Pour plus d'information

irderivatives@tmx.com

m-x.ca/futures

i BMO Marchés des capitaux est un nom commercial utilisé par BMO Groupe financier pour les services de vente en gros de la Banque de Montréal, de BMO Harris Bank N.A. (membre de la FDIC), de Bank of Montreal Ireland Plc et de Bank of Montreal (China) Co. Ltd., et pour les services de courtage auprès des clients institutionnels de BMO Capital Markets Corp. (membre de la SIPC) aux États-Unis, de BMO Nesbitt Burns Inc. (membre du Fonds canadien de protection des épargnants) au Canada et en Asie et de BMO Capital Markets Limited (autorisée et réglementée par la Financial Conduct Authority) en Europe et en Australie. « BMO Marché des capitaux » est une marque de commerce de la Banque de Montréal, utilisée avec la permission de celle-ci.

© Bourse de Montréal Inc., 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. Les points de vue, les opinions et les conseils contenus dans le présent document sont uniquement ceux de l'auteur. Ni Groupe TMX Limitée ni ses sociétés affiliées ne garantissent l'exhaustivité des renseignements qui figurent dans le présent document et ne sont responsables des erreurs ou des omissions que ceux-ci pourraient comporter ni de l'utilisation qui pourrait en être faite. Le présent document ne vise pas à offrir des conseils en placement, en comptabilité ou en fiscalité ni des conseils juridiques, financiers ou autres, et l'on ne doit pas s'en remettre à celui-ci à de telles fins. L'information présentée ne vise pas à encourager l'achat de titres inscrits à la Bourse de Montréal, à la Bourse de Toronto ou à la Bourse de croissance TSX. Le Groupe TMX et ses sociétés affiliées ne cautionnent ni ne recommandent les titres mentionnés dans le présent document. CGF, CGZ, CRA, CGB, LGB, Bourse de Montréal et MX sont des marques déposées de Bourse de Montréal Inc. TMX, le logo de TMX, Groupe TMX, Bourse de Toronto et Bourse de croissance TSX sont des marques de commerce de TSX Inc. et elles sont utilisées sous licence.