

C | G | F

Contrats à terme sur obligations
du gouvernement du Canada de cinq ans

Stratégie sur écart de risque de crédit reposant sur le CGF

Description générale

La stratégie sur écart de risque de crédit reposant sur un contrat à terme implique une opération sur dérivés sur titres à revenu fixe servant à spéculer sur des prévisions de variation de l'écart entre le rendement d'un swap de taux et celui d'un contrat à terme. Une position sur rétrécissement d'écart est avantageuse si les taux des swaps baissent par rapport aux taux obligataires. Dans le cas contraire, c'est plutôt une position sur élargissement d'écart qui est avantageuse.

Motivations derrière la stratégie sur écart de risque de crédit

Bien des raisons peuvent motiver le recours aux swaps et aux stratégies sur écart de risque de crédit, mais elles concernent généralement : le risque de crédit¹, l'écart entre les taux des instruments du marché monétaire et les taux de mise en pension, la liquidité des obligations, la possibilité de titres « à taux réduit » (*specials*) sur le marché des prises en pension, voire les attentes à l'égard de la dette et du déficit publics, ainsi que tout autre facteur qui influe sur l'offre et la demande à moyen terme des swaps par rapport aux obligations.

Stratégie sur écart de risque de crédit ou swap sur actif

La stratégie sur écart de risque de crédit est simplement un type particulier de swap sur actif impliquant un contrat à terme plutôt qu'une obligation au comptant. Voici quelques-uns des avantages d'établir la stratégie à partir d'un contrat à terme actif, c'est-à-dire dont l'échéance est la plus rapprochée, plutôt qu'une obligation au comptant :

- l'emploi d'un contrat à terme élimine la nécessité de déboursier ou d'emprunter des fonds pour financer l'achat d'une obligation aux fins du swap sur actif;
- l'emploi d'un contrat à terme élimine le besoin de vendre à découvert une obligation et d'effectuer une opération de pension sur titres afin d'emprunter l'obligation vendue;
- les contrats à terme se négocient habituellement plus facilement qu'une obligation, ayant un écart acheteur-vendeur plus serré et une liquidité bien plus importante.

Élaboration de la stratégie

Un gestionnaire de portefeuille met en œuvre une stratégie sur élargissement d'écart de risque de crédit en achetant le contrat à terme actif et en payant un taux fixe pour un swap différé, dont la période d'échange a lieu de la date de livraison prévue du contrat à terme à la date d'échéance de l'obligation la moins chère à livrer (MCL) du contrat à terme.

1. Depuis quelques années, l'utilisation des écarts de swaps pour des raisons de risque de crédit a sensiblement diminué avec l'avènement de la compensation centralisée et des échanges de marge quotidiens sur les swaps.

Le contrat à terme et le swap ont tous deux la même durée en dollars (DV01). Ainsi, l'écart de risque de crédit a une durée en dollars neutre, le rendant insensible à la direction des taux d'intérêt. Une stratégie sur rétrécissement d'écart de risque de crédit s'établit de la façon inverse, c'est-à-dire par la vente du contrat à terme actif et la réception d'un taux fixe pour le swap. Le tableau 1² ci-après illustre la mise en œuvre d'une stratégie sur élargissement d'écart de risque à partir du contrat CGFH17 ayant une durée en dollars de 10 000 \$ par point de base le 20 janvier 2017.

Table 1

ÉLARGISSEMENT D'ÉCART DE RISQUE DE CRÉDIT SUR CGFH17	
POSITION SUR LE CONTRAT À TERME	Achat de 180 contrats CGFH17 (Obligation MCL = 0,75 %, échéant le 1er sept. 2021)
POSITION SUR LE SWAP	Taux fixe, valeur notionnelle de 23,45 M\$ du 31 mars 2017 au 1er sept. 2021
DV01 DU CONTRAT À TERME	0,0556
DV01 DU SWAP	0,0426
TAUX DU CONTRAT À TERME	1,165 %
TAUX DU SWAP DIFFÉRÉ	1,456 %
EXPOSITION AUX TAUX D'INTÉRÊT (DV01)	DV01 du contrat à terme = +10 000 \$ DV01 du swap = -10 000 \$ DV01 nette = 0 \$
NIVEAU DE L'ÉCART DE RISQUE DE CRÉDIT	29,0 points

Résultats possibles

Ci-dessous figurent quelques résultats possibles de la mise en œuvre de la stratégie sur élargissement d'écart de risque de crédit pour l'horizon de temps donné³.

FLUCTUATION DU MARCHÉ	CAUSE	RÉSULTAT DE L'OPÉRATION
Augmentation des rendements, écart inchangé	Augmentation inattendue des taux de la Banque du Canada	Aucun gain ni aucune perte ⁴
Stabilité relative des rendements, mais élargissement de l'écart de risque de crédit, lequel atteint 41 points de base, donc réduction du rendement du swap par rapport à celui du contrat à terme	Forte demande imprévue pour les obligations de cinq ans entraînant une rareté des obligations et la disponibilité des prises en pension	Gain net de 120 000 \$ (Élargissement d'écart de +12 points de base × 10 000 \$) ⁵
Stabilité générale des rendements, mais rétrécissement de l'écart de risque de crédit, lequel atteint 23 points de base, donc réduction du rendement du contrat à terme par rapport à celui du swap	Révision à la hausse des prévisions sur le déficit budgétaire du gouvernement fédéral entraînant des attentes à la hausse relativement à l'émission d'obligations de cinq ans	Perte nette de 60 000 \$ (Rétrécissement d'écart de -6 points de base × 10 000 \$)

- Il est facile de calculer la valeur notionnelle, le nombre de contrats à terme, les durées en dollars (DV01) du swap différé et du contrat à terme, ainsi que la valeur estimée de l'écart de risque de crédit à l'aide de la fonction Invoice Spread Analysis (IVSP) de Bloomberg
- Un certain nombre de résultats possibles ne sont pas mentionnés ici, puisqu'ils sont extrêmement peu probables en raison des faibles taux d'intérêt actuels. Le risque de substitution (ou le risque que l'obligation la moins chère à livrer change) est presque entièrement éliminé, compte tenu du très faible niveau des taux actuels par rapport au taux de 6 % utilisé pour calculer le facteur de concordance de chacune des obligations sous-jacentes. Le risque de contrepartie est également presque entièrement éliminé, puisque les swaps font l'objet d'une compensation centralisée et d'échanges de marge quotidiens. Le risque de livraison (ou le risque que le vendeur du contrat à terme dénoue sa position avant la date de livraison finale) est également presque entièrement éliminé, compte tenu de la pente positive de la courbe de rendement.
- À l'exception de la possibilité d'un profit ou d'une perte de taille bien négligeable en raison de la différence entre la convexité de la position sur swap par rapport à celle de la position sur le CGF.
- Il y aura un faible coût de portage qui sera (probablement) négatif en raison de la période de détention et du taux de la composante à taux variable du swap. Le coût de portage d'une opération sur écart de risque de crédit peut facilement être déterminé d'avance.

Les opinions exprimées dans cet article ne représentent pas nécessaire le point de vue de Bourse de Montréal Inc.

Le présent article est uniquement offert à titre d'information générale. Les renseignements contenus dans le présent article, y compris les données financières et économiques, les cours boursiers ainsi que les analyses et interprétations de ceux-ci, sont fournis à titre informatif seulement et ne doivent en aucun cas être interprétés dans quelque territoire que ce soit comme un conseil ou une recommandation concernant l'achat ou la vente de dérivés, de sous-jacents ou d'autres instruments financiers, ou comme un conseil de nature juridique, comptable, fiscale ou financière ou un conseil de placement. Bourse de Montréal Inc. vous recommande de consulter vos propres conseillers en fonction de vos besoins avant de prendre des décisions afin de tenir compte de vos objectifs de placement, de votre situation financière et de vos besoins individuels.

POUR PLUS D'INFORMATIONS

Robert Tasca

Directeur, Groupe des produits dérivés sur taux d'intérêt et de solutions clients
robert.tasca@tmx.com ou +1 514 871-3501

m-x.ca/futures