

### Écart de risque de crédit

Une position de marché sur un écart de spread sur actif obligataire gouvernemental peut être obtenue à bon coût en utilisant des contrats à terme sur obligations au lieu d'obligations au comptant. Pour initier une position acheteur/vendeur sur le marché à terme obligataire, seule une marge initiale est requise. Les contrats à terme sur obligations, comme les contrats à terme sur obligations du gouvernement du Canada de dix ans (CGB), ont aussi des écarts étroits de cours acheteur-vendeur. De plus, les contrats à terme sur obligations représentent une excellente occasion pour les investisseurs qui ne peuvent pas vendre à découvert des obligations ou pour les investisseurs étrangers qui n'ont pas facilement un accès au marché obligataire du gouvernement canadien. Les contrats à terme éliminent aussi la nécessité de faire des opérations de financement sur le marché des opérations de pension.

La stratégie d'écart de risque de crédit s'établit à partir d'un swap de taux d'intérêt différé qui débute au dernier jour de livraison du contrat à terme et se termine à la date d'échéance de l'obligation au comptant sous-jacente (l'obligation la moins chère à livrer ou MCL). Cet écart représente la différence entre le taux fixe du swap pour la même échéance et le taux du MCL du contrat à terme. Les stratégies d'écart de risque de crédit peuvent se négocier en bourse par le biais de la fonctionnalité d'échanges d'instruments dérivés hors bourse pour contrats (ou la fonctionnalité EFR).

Les opérations d'écart du risque de crédit permettent aux investisseurs d'exprimer leur opinion sur le risque de crédit subjectif pour deux instruments de dette financière (par exemple, une obligation gouvernementale souveraine et un swap de taux d'intérêt). Un écart de risque plus large reflète une augmentation possible du risque de crédit alors qu'un écart plus étroit indique une diminution possible.

### Analyse du risque de crédit : deux stratégies

#### Protéger un swap de taux d'intérêt différé à l'aide de contrats CGB

La fonction *futures invoice spread analysis* (ou IVSP) de Bloomberg calcule le taux du contrat à terme différé par rapport au swap de taux d'intérêt différé correspondant de façon à ce que les investisseurs puissent évaluer leurs opérations potentielles d'écart de risque crédit. La fonction analytique IVSP peut aussi être utilisée pour déterminer le nombre de contrats CGB requis pour protéger une valeur notionnelle de 10 \$ millions en swap de taux d'intérêt. Pour cette analyse, nous avons utilisé le contrat CGB juin 2012 et l'obligation de référence la moins chère à livrer est l'obligation Can 3½ % 1er juin 2012.



Si on tient compte des taux implicites sur le marché aujourd'hui, un investisseur doit prendre une position sur 82 contrats CGB pour couvrir une valeur notionnelle de 10 \$ millions du swap différé correspondant. Plus précisément, il faut 82 contrats CGB pour que la position soit à durée neutre, où la valeur monétaire d'un point de base (VM01) de la patte fixe du swap (7 549 \$ par tranche de 10 \$ millions de valeur notionnelle) est égale à la VM01 du contrat à terme CGB (7 587 \$ par tranche de 10 \$ millions de valeur notionnelle). Remarquez que la légère différence dans la VM01 de la position est due à l'arrondissement à 82 contrats CGB. Cette position couvre toute variation de taux d'intérêt et la position de marché restante est l'écart (écart de swap de 0,382 % ou 38,2 points de base) entre le taux du contrat à terme (1,902 %) et le taux fixe du swap (2,284 %).

Cette analyse peut être faite sur différents segments de la courbe de rendement en utilisant les contrats CGZ et CGF, et le swap différé pour les mêmes échéances. Selon les résultats obtenus, un investisseur pourrait détenir une position acheteur ou une position vendeur sur les contrats à terme voulus et prendre une position de marché opposée sur le swap à échéance correspondante. À l'échéance des contrats à terme, l'investisseur peut rouler les contrats, liquider la position ou accepter la livraison physique de l'obligation au comptant.

## Prendre position sur un écart de swap en utilisant l'écart de risque de crédit

Un investisseur peut acheter ou vendre les contrats à terme voulus et prendre la même position de marché sur l'écart à échéance correspondante en utilisant la fonctionnalité EFR.

Un EFR est une opération sur la base. Les investisseurs exécutent une opération EFR s'ils croient que la différence de prix entre la patte au comptant (le dérivé hors bourse dans le cas d'une opération EFR) et la patte à terme de l'opération s'élargira (position acheteur sur la base) ou rétrécira (position vendeur sur la base). De façon plus précise, un investisseur qui exécute une opération EFR utilise un contrat à terme sur obligations et un swap de taux d'intérêt de la même échéance prend position quant à la direction de l'écart du swap.

Un EFR est un type d'opération qui procure aux participants au marché une façon de liquider une position sur le marché hors cote ou d'initier une nouvelle position sur ce marché par le biais du marché à terme. Ainsi, une opération EFR est l'échange simultané d'une position acheteur/vendeur de contrats à terme contre une position de swap de taux d'intérêt receveur/payeur où les deux pattes ont une sensibilité comparable aux variations de taux (exprimé normalement sous forme de ratio d'équivalence en fonction de la valeur d'un point de base du contrat à terme et du swap)

Le concept derrière une opération EFR est semblable au concept d'une opération d'échange physique pour contrats (EFP) à l'exception qu'au moment où l'opération EFR est convenue, elle implique l'échange d'une position à terme pour un swap de taux d'intérêt (où le swap de taux représente la patte au comptant de l'opération EFR) plutôt que l'échange d'une obligation physique.

## Exemple d'une opération EFR comprenant le contrat CGB

### 1. Position initiale :

Négociateur A : Acheteur du contrat CGB

### 2. Opération EFR :

- Vente du contrat CGB au négociateur B
- Achat du swap receveur fixe du négociateur B

**Résultat** Le négociateur A échange une position acheteur du contrat CGB pour un swap receveur fixe (position hors cote)

### 1. Position initiale :

Négociateur B : Swap receveur fixe (position hors cote)

### 2. Opération EFR :

- Achat du contrat CGB du négociateur A
- Vente du swap receveur fixe au négociateur A

**Résultat** Le négociateur B échange un swap receveur fixe (position hors cote) pour une position acheteur du contrat CGB.

Suite >>

## Comment déclarer une opération EFR à la Bourse?

Une opération EFR doit être déclarées au service des Opérations de marché (SOM) pour être approuvée puis saisie dans le système de négociation SOLA. Tant le participant agréé représentant l'acheteur que celui du vendeur doivent compléter et soumettre le formulaire de rapport EFP/EFR prescrit par la Bourse.

Ce formulaire est disponible à l'adresse [http://www.m-x.ca/efp\\_formulaire\\_fr.php](http://www.m-x.ca/efp_formulaire_fr.php). Si l'opération EFR (ou EFP) est exécutée avant la fermeture de la séance de négociation du contrat à terme visé par l'opération, le formulaire de rapport EFP/EFR doit être soumis immédiatement après l'exécution de l'opération. Si l'opération est exécutée après la fermeture, le formulaire de rapport EFP/EFR doit être soumis au plus tard à 10 h (heure de Montréal) le jour de négociation suivant.

## Conclusion

La stratégie d'écart de risque de crédit est une stratégie simple et efficace pour prendre position sur le risque de crédit associé entre le marché obligataire du gouvernement canadien et le swap de taux d'intérêt de même échéance. La position de marché est un écart entre l'obligation sous-jacente la moins chère à livrer (MCL) du contrat à terme et le taux du swap différé correspondant.