

## Écart de taux

Un investisseur s'attend à ce que les écarts entre les obligations de sociétés de premier ordre et les obligations du gouvernement du Canada continuent de s'agrandir à court terme compte tenu de la hausse des faillites et de la détérioration des bilans de sociétés. De plus, il croit que l'écart actuel entre le papier commercial à court terme et les obligations canadiennes d'échéance équivalente ne reflète pas cette perspective et qu'il y aura un mouvement des capitaux vers des obligations du gouvernement du Canada.

## Stratégie

Le négociateur peut capitaliser sur ces perspectives de menace de resserrement du crédit en achetant des contrats CGZ et en vendant un *strip* de contrats BAX successifs. Les acceptations bancaires sont des instruments à court terme du marché monétaire dont le paiement du capital et des intérêts est garanti par l'une des grandes banques canadiennes. On peut négocier un *strip* BAX contre des titres de plus longue échéance comme les obligations du gouvernement du Canada, stratégie appelée « écart de taux GdC 2 ans/BAX » ou « écart 2YBA ». Un *strip* peut être acheté (ou vendu) par l'achat (ou la vente) d'une série de contrats BAX de mois d'échéance différés successifs, en combinaison avec une position actuelle sur le marché au comptant ou à terme.

On peut acheter l'écart (achat du CGZ/vente de *strip* BAX) si on anticipe un agrandissement de l'écart de rendement entre les obligations et les BAX. Cet écart peut être considéré comme un risque de crédit ou un mouvement vers des titres de qualité si on s'attend à ce que les questions de crédit prennent plus de place. On peut aussi vendre l'écart (vente du CGZ/achat de *strip* BAX) en anticipation d'un rétrécissement de l'écart de rendement entre les obligations du GdC et les BAX si l'on croit que les questions de crédit seront moins importantes.

Les acceptations bancaires représentent des risques de crédit privés par rapport au risque de crédit public réduit compris dans les rendements des obligations du gouvernement du Canada. Comme le risque de crédit est une notion importante, l'opération est exécutée en utilisant la stratégie d'écart et ne doit pas être considérée comme une stratégie d'arbitrage. Afin d'évaluer la valeur de cet écart, il est nécessaire de comparer des pommes avec des pommes. En d'autres mots, il faut s'assurer que le rendement du *strip* BAX se compare avec le rendement obligataire équivalent (ROE) associé à l'obligation du GdC.

Afin de comparer le *strip* BAX avec le rendement de l'obligation de 2 ans, nous déterminons le ROE du *strip* BAX de la façon suivante: 1) calculer la valeur à terme (VT) du *strip*; et 2) utiliser cette information pour trouver le ROE du *strip* (ROE *strip* BAX).

## DONNÉES :

Rendement de l'obligation MCL Can 0,75 % 1er mai 2014	1,00 %
Rendement obligataire équivalent (ROE) du <i>strip</i> BAX de 2 ans	1,235 %
Écart de ROE du <i>strip</i> BAX de 2 ans/obligation du gouvernement du Canada de 2 ans	23,5 points de base
Temps restant jusqu'à l'échéance du MCL Can 0,75 % 1er mai 2014 (640 jours)	1,75 an
Facteur de concordance de l'obligation MCL	0,9179
Prix du contrat CGZ septembre	108,56
VM01 du contrat BAX pour 1 000 000 \$ de valeur nominale	25
VM01 du contrat CGZ pour 50 000 000 \$ de valeur nominale (250 contrats CGZ)	9 430

## Étape 1

$$\begin{aligned} \text{Calculer la valeur à terme du strip BAX} = & \\ & [1 + 0,0115(49/365)] [1 + 0,0126(91/365)] [1 + 0,0123(91/365)] \\ & [1 + 0,0120(91/365)] [1 + 0,0119(91/365)] [1 + 0,0122(91/365)] \\ & [1 + 0,0127(91/365)] [1 + 0,0134(45/365)] = 1,021773 \end{aligned}$$

La valeur à terme du *strip* BAX sous-entend un taux implicite du *strip* BAX calculé comme suit :

$$\begin{aligned} \text{Taux implicite du strip BAX} &= (365/640) \times [\text{Valeur à terme du strip BAX} - 1] \\ &= (365/640) \times [1,021773 - 1] = 1,242 \% \end{aligned}$$

## Étape 2

$$\begin{aligned} \text{Calculer le ROE du strip BAX} \\ [1,021773]^{1/1,75 \times 2} - 1 \times 2 = 1,235 \% \end{aligned}$$

Alors, l'écart de REO entre le *strip* BAX de 2 ans et l'obligation Can 0,75 % 1er mai 2014 est de 23,5 points de base; ou

$$\begin{aligned} \text{Écart 2YBA} &= \text{ROE du strip BAX} - \text{ROE de l'obligation du gouvernement du Canada} \\ 0,235 \% &= 1,235 \% - 1,00 \% \end{aligned}$$

Le négociateur croit que l'écart REO s'élargira en fonction des craintes de risque de crédit et de mouvement attendu vers les obligations du gouvernement du Canada.

## Étape 3

Nous effectuons le ratio d'équivalence suivant afin de déterminer le bon nombre de contrats BAX à acheter ou à vendre pour un montant notionnel de 50 000 000 \$.

$$\text{Ratio d'équivalence} = \frac{\text{VM01 du contrat CGZ}}{\text{VM01 du contrat BAX}} = \frac{9\,430 \$}{25 \$} \approx 377 \text{ contrats BAX à vendre}$$

Ainsi, la stratégie d'écart de taux implique la vente d'un total de 377 contrats BAX pour chaque tranche de 250 contrats CGZ achetés. L'opération est basée sur un montant notionnel de 50 000 000 \$ ou 250 contrats CGZ.

Le nombre total de contrats BAX nécessaires à la protection des contrats CGZ est ensuite fractionné en un nombre requis de contrats pour chaque flanc du *strip*.

Contrat	Jours dans la période	Taux %	Contrats BAX à vendre
Période tampon 07/30/2012 à 09/17/2012	49	1,15	29
BAX sept 2012	91	1,26	54
BAX déc 2012	91	1,23	54
BAX mars 2013	91	1,20	54
BAX juin 2013	91	1,19	54
BAX sept 2013	91	1,22	54
BAX déc 2013	91	1,27	54
BAX mars 2014	45	1,34	27
<i>Strip</i> BAX 2 ans	640 jours	1,242 %	380
		<u>Taux implicite <i>strip</i></u> 1,235 %	Nombre total de BAX à vendre pour un montant notionnel de 50 000 000 \$ (250 CGZ)
		Rendement obligataire équivalent	*Le résultat diffère un peu du ratio d'équivalence à cause de l'arrondissement des contrats.