

BOURSE DE MONTRÉAL

Écart de taux (BAX - CGZ)

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 0,25 % 1er novembre 2022	0,23 %
Rendement obligataire équivalent (ROE) du strip BAX de 2 ans	0,525 %
Écart de ROE du strip BAX de 2 ans/obligation du gouvernement du Canada de 2 ans	29,5 points de base
Temps restant jusqu'à l'échéance du MCL Can 0,25 % 1er novembre 2022 (700 jours)	1,92 an
Facteur de concordance de l'obligation MCL	0,9101
Prix du contrat CGZ mars	110,82
VM01 du contrat BAX (équivalent à 1 000 000 \$ de valeur nominale)	25
VM01 du contrat CGZ pour 25 000 000 \$ de valeur nominale (250 contrats CGZ)	5,550

Étape 1

Calculer la valeur à terme du strip BAX =
 $[1 + 0.00484(13/365)] [1 + 0.0049(91/365)] [1 + 0.0049(91/365)]$
 $[1 + 0.0049(91/365)] [1 + 0.00495(91/365)] [1 + 0.0053(91/365)]$
 $[1 + 0.0056(91/365)] [1 + 0.00585(93/365)][1 + 0.0061(48/365)] = 1.010126$

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

$$\text{Taux implicite du strip BAX} = \frac{(365/700) \times [\text{Valeur à terme du strip BAX} - 1]}{[\text{Valeur à terme du strip BAX} - 1]} = (365/700) \times [1,010126 - 1] = 0,528 \%$$

Étape 2

Calculer le ROE du strip BAX
 $[1.010126^{1/(1.92 \times 2)} - 1] \times 2 = 0,525 \%$

Alors, l'écart de REO entre le strip BAX de 2 ans et l'obligation Can 0,25 % 1er novembre 2022 est de 23,5 points de base; ou

Écart 2YBA = ROE du strip BAX - ROE de l'obligation du gouvernement du Canada
 $0,295 \% = 0,525 \% - 0,23 \%$

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 25 000 000 \$.

$$\text{Ratio d'équivalence} = \frac{\text{VM01 du contrat CGZ}}{\text{VM01 du contrat BAX}} = \frac{5,550 \$}{25 \$} \approx 222 \text{ contrats BAX à vendre}$$

Ainsi, la stratégie d'écart de taux implique la vente d'un total de 222 contrats BAX pour chaque tranche de 250 contrats CGZ achetés. L'opération est basée sur un montant notionnel de 25 000 000 \$ 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 12/01/2020 au 12/14/2020	13	0,484	4
BAX déc 2020	91	0,490	29
BAX mars 2021	91	0,490	29
BAX juin 2021	91	0,490	29
BAX sept 2021	91	0,495	29
BAX déc 2021	91	0,530	29
BAX mars 2022	91	0,560	29
BAX juin 2022	93	0,585	29
BAX sept 2022	48	0,610	15
		Taux implicite strip : 0,528 % Rendement obligatoire équivalent : 0,525 %	Nombre total de BAX à vendre pour un montant notionnel de 25 000 000 \$ (250 CGZ)