

**INITIATION A LA GESTION OBLIGATAIRE**

*Cours de Mr. Alexandre PIAZZA*

*Durée : 1h30*

*Aucun document autorisé/la dernière question est optionnelle*

*Calculatrice non programmable autorisée*

1 – Quelles sont les deux principales composantes du taux de rendement d’une obligation corporate ?

2 – De manière succincte, énoncez les principales étapes d’une émission obligataire

3 – Définissez le « reoffer » d’une obligation

4 – Qu’est-ce que le Z-Spread ? A quoi sert-il principalement ?

5 – Qu’est-ce que l’ASW-Spread ? Quelle est sa différence avec le Z-Spread ?

6 - Qu’est-ce qu’une Hybride ? Quel est l’impact d’une émission hybride pour les actionnaires ?

7 – Quelle est la différence entre le marché primaire et le marché secondaire ?

8 – Qu’est-ce que le Clean Price et le Dirty Price d’une obligation ?

9 – Qu’est-ce qu’une obligation « High Yield » ? Est-t-elle plus sensible ou moins sensible aux mouvements de l’emprunt d’état de référence ?

Soit la courbe swap suivante, à utiliser pour les exercices 11, 12, 13 et 14 :

Swap 1y : 0,39%

Swap 2y : 0,49%

Swap 3y : 0,66%

Swap 4y : 0,90%

Swap 5y : 1,15%

Swap 6y : 1,38%

Swap 7y : 1,59%

Swap 8y : 1,77%

Swap 9y : 1,94%

Swap 10y : 2,08%

10 – Soit deux obligations, émises par la même entité, même séniorité, maturité 5 ans avec un rendement de marché de 3,05% et maturité 6 ans avec un rendement de marché de 3.1%. Laquelle de ces deux obligations rémunère-t-elle mieux le risque de crédit ? Expliquez.

11 – Soit une obligation Tiers one, perpétuelle et callable dans 1 ans, se négociant à Z+450 bps. La dette senior de cet émetteur à 1 an se négocie autour de Z+100 bps et la prime de subordination est d’environ 100 bps supplémentaire.

a - Que remarque-t-on ? Que peut-on en conclure sur le sentiment du marché sur la probabilité de call ?

b- Le « back-end » (coupon en cas de non-call) est de Euribor 3M + 150 bps. Sachant que l’euribor 3 mois est de 0.25% cette Tiers one ne sera plus considérée comme fonds propres après la date de call, quel sera le raisonnement économique de l’émetteur pour choisir call ou non-call ?

12 – Soit une obligation de maturité 5 ans, émise au pair avec un coupon de 3% payable annuellement. Cette obligation se négocie sur le marché avec un taux de rendement contre swap de 100 bps :

 a – Calculez le prix de marché de cette obligation ?

b – Calculez la duration de cette obligation ?

c – Calculez la sensibilité de cette obligation ?

e – Calculez le nouveau prix de marché si les taux d’intérêts s’écartent (augmentent) de 10 bps ?

f – A quel problème se heurte-t-on dans le calcul du prix si les taux s’écartent de 50 bps ? Expliquez et représentez le problème graphiquement.

g – Soit l’emprunt d’état de référence « cheapest-to-deliver » avec une duration de 4.85.Le facteur de concordance du contrat future correspondant est de 0.72. Quelle quantité de contrats futures faut-il vendre pour couvrir notre position contre les variations de l’emprunt d’état de référence ?

13 – Soit une obligation de maturité 9 ans avec un coupon de 2.5%, se négociant sur le marché à 74 bps contre swaps et à G+96 bps.

 a – Quel est le taux de rendement de marché de l’emprunt d’état de référence ?

b – L’emprunt d’état de référence à un coupon de 1.5%. Calculez son prix de marché.

14 – Vous pensez que les taux vont se resserrer (baisser) :

 a – Préférez-vous acheter des obligations à gros coupons ou a coupons faibles ? Expliquez.

 b – Préférez-vous acheter des obligations de maturité longue ou courte ? Expliquez.

 c – Préférez-vous acheter du High Yield ou des emprunts d’Etats ? Expliquez.

15 – Vous recevez sur Bloomberg les axes d’un trader :

Security Rating Cash G+ Z+ YTM Country

ENFP 6 1/8 15 BBB+ 108.941 54 18 0.65 FR

ACEIM 3 3/4 18 BBB- 105.332 199 149 2.56 IT

RWE 6 1/2 21 BBB+ 128.994 170 78 2.36 GR

ORGAU 3 1/2 22 BBB 104.126 164 126 2.91 AU

TENN 4 1/2 22 A- 116.162 143 64 2.32 NL

VIEFP 5 1/8 22 BBB+ 119.101 234 88 2.60 FR

GSZFP 2 5/8 22 A 103.065 78 44 2.23 FR

HERIM 3 1/4 21 BBB 101.208 162 135 3.07 IT

Vous devez investir 10 M€. Votre horizon d’investissement est autour de 10ans (9/11 ans) et vous n’avez pas de contrainte de rating. Laquelle achèteriez-vous ? Donnez au moins deux arguments et soulignez le point faible relatif de cet investissement.

16 – Voici la courbe d’ENEL, opérateur d’électricité italien.

Security Cash G+ Z+ YTM

ENELI 4 5/8 06/24/15 105.29/105.37 104/99 73/68 1.14/1.0

ENELI 4 09/14/16 106.58/106.92 135/123 97/85 1.55/1.4

ENELI 5 1/4 06/20/17 111.35/111.57 150/144 115/109 1.89/1.8

ENELI 4 1/8 07/12/17 107.64/107.78 151/147 114/109 2.08/2.0

ENELI 3 5/8 04/17/18 106.36/106.58 159/154 113/110 2.24/2.2

ENELI 5 3/4 10/24/18 116.04/116.24 163/159 119/115 2.74/2.6

ENELI 4 7/8 03/11/20 112.12/112.42 177/172 139/134 3.09/3.0

ENELI 5 07/12/21 112.70/113.06 178/173 150/145 3.44/3.40

Votre horizon d’investissement est entre 4 et 5 ans. Sur laquelle investiriez-vous ? Donnez au moins deux arguments.