

**INITIATION A LA GESTION OBLIGATAIRE**

*Cours de Mr. Alexandre PIAZZA*

(Matière 4426)

*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 Hybride, 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%, et que cette Hybride ne sera plus considérée comme fonds propres par les agence de notation 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 spd Z spd 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 spd Z spd 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.