

Marché Obligataire

David Lasser

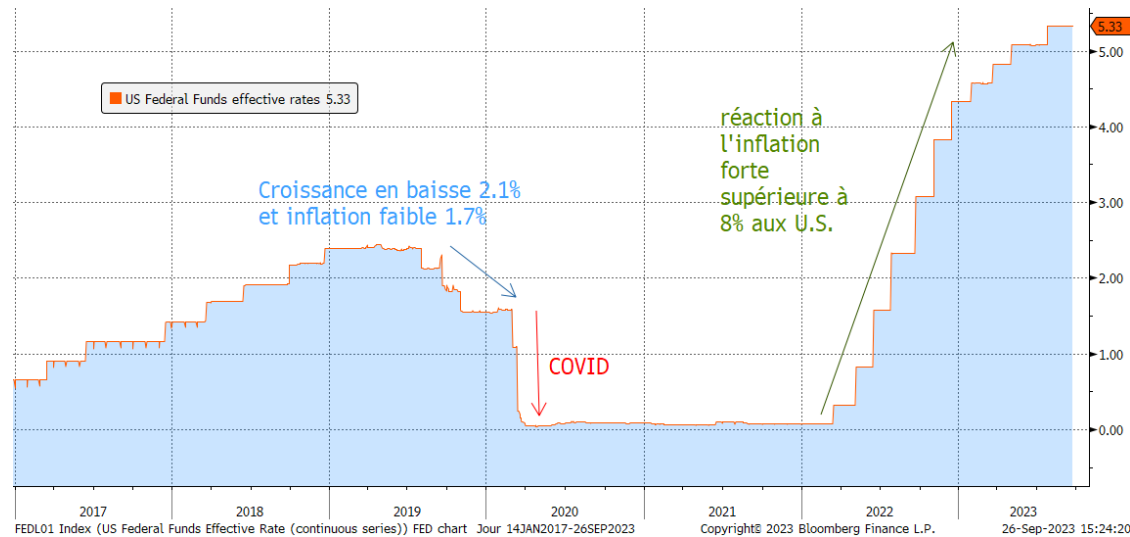
dlasser@cmb.mc

5 et 12 novembre 2025

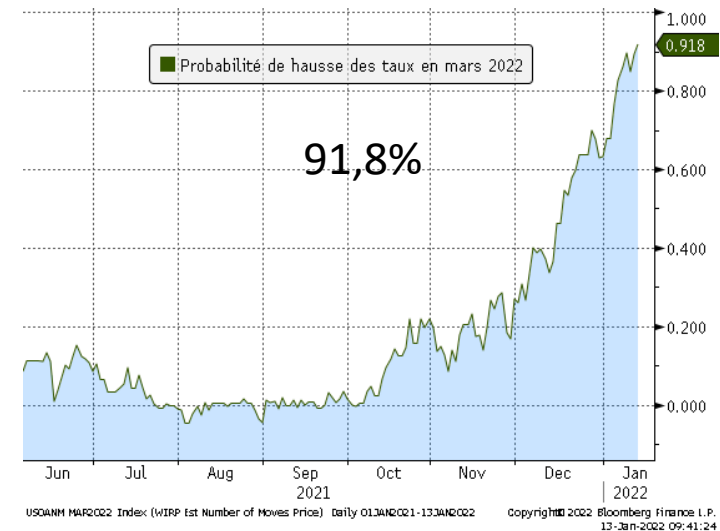
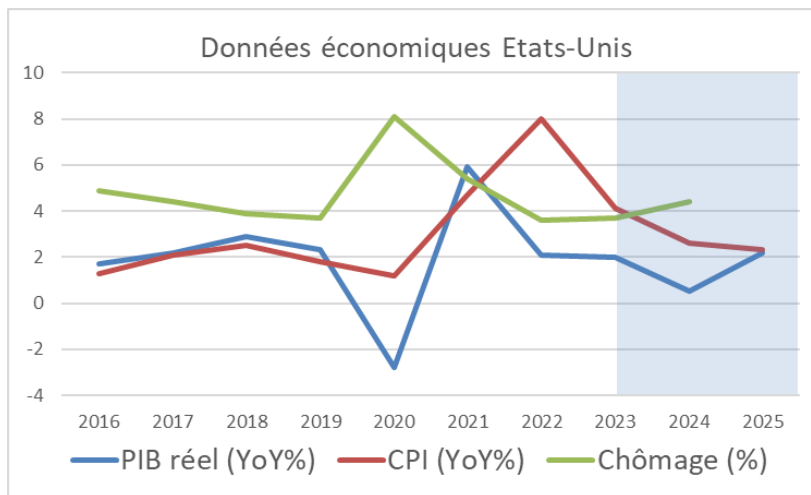
1/2

La composante taux des obligations

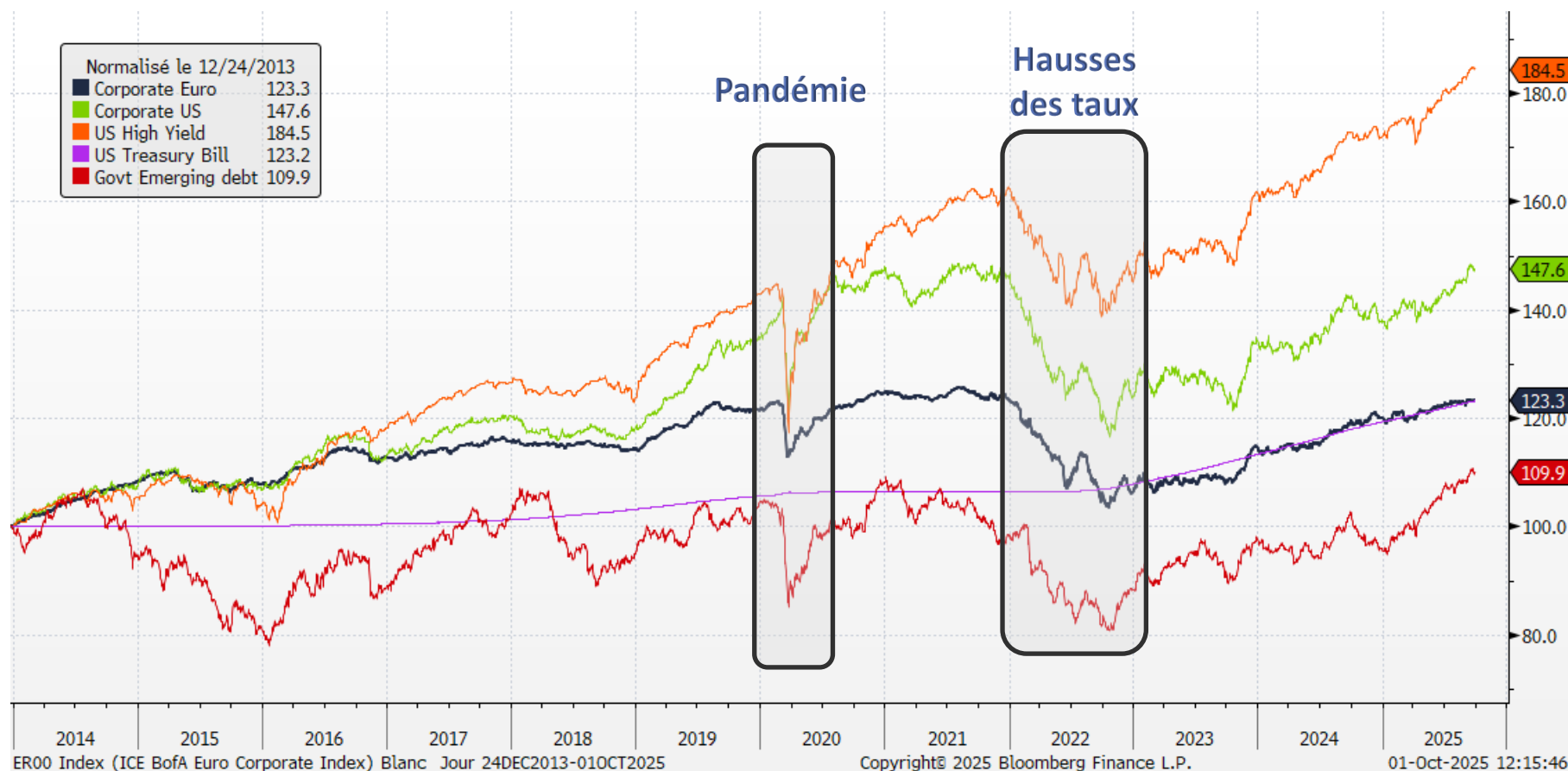
La politique monétaire de la FED en 2020 et 2022



Jerôme Powell, Chairman's FED : "the committee hasn't made any decisions about the timing of any of that, and I think we're going to have to be both humble and a bit nimble here." However, "It is really time for us to move away from those emergency pandemic settings to a more normal level."



Impact de la politique monétaire sur les marchés avec une hausse des taux



Performances éparses, volatilités hétérogènes, phases de corrélation des marchés

Dette souveraine : impact politique budgétaire

La Banque d'Angleterre a dû intervenir en urgence pour éviter un resserrement des conditions de crédit à l'économie réelle à cause d'inquiétudes sur la solvabilité de la Grande-Bretagne, suite à la présentation des « Trussonomics » (Première ministre Liz Truss 45 jours en poste).

En tant que prêteur-en-dernier ressort l'institution a permis d'éviter que les fonds de pension succombent à une crise de liquidité. En cause, les appels de marge sur des stratégies à base de produits dérivés et d'effets de levier.



UKT 1,25 31/07/2051 :

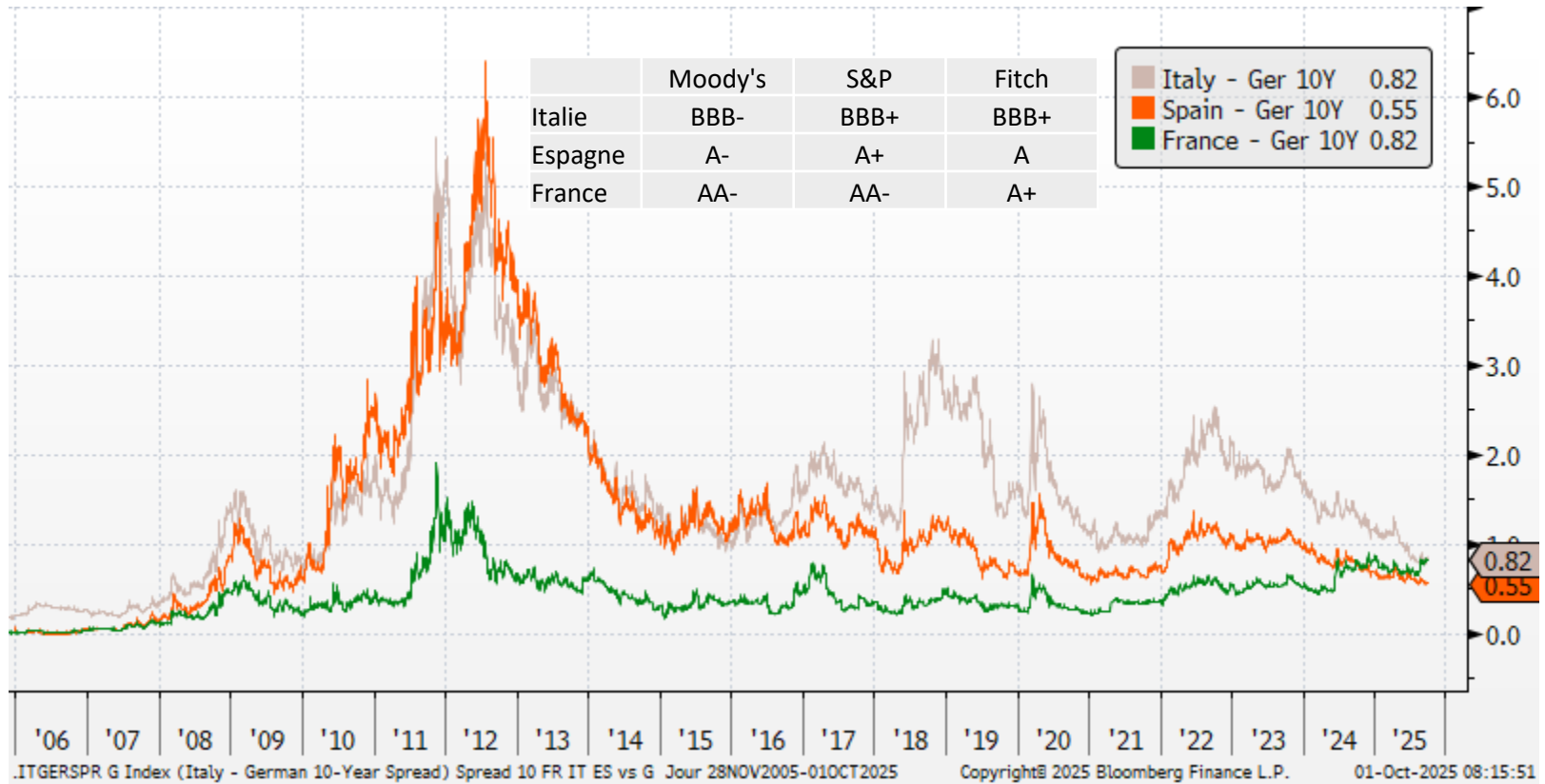
Prix 14/09 60,291 27/09 43,218 (=> -28%)

3/10 54,607 (+26%)

14/10 45,171

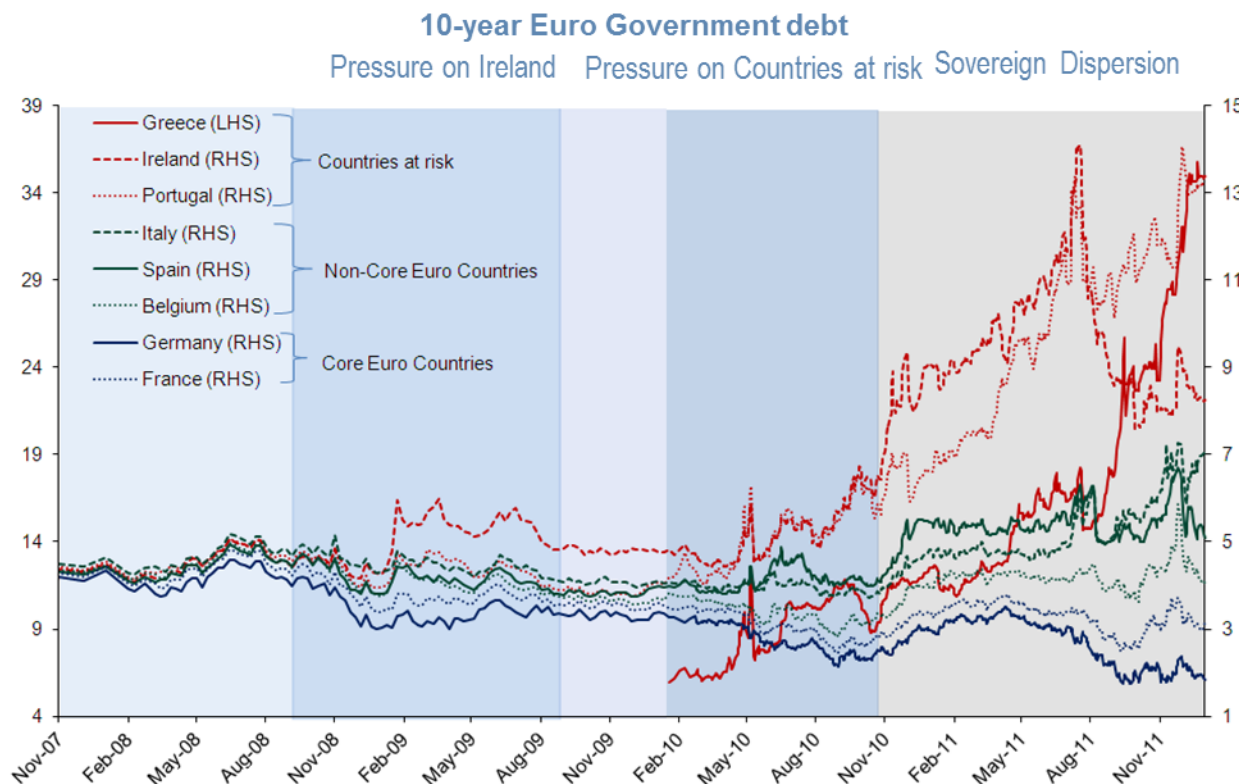
Dette souveraine en Europe prime entre états

En zone euro, écarts de rendement entre la dette France, Italie, Espagne contre la référence sur la zone, la dette souveraine allemande maturité 10 ans.



En 2010 apparaît la dislocation franche du marché des dettes souveraines en Europe. Apparition de prime entre dettes d'Etats, baisse notation de crédit, envolée des CDS.

Propagation systémique du risque Etat, en plusieurs phases



- Pas de soutien aux Etats a priori
- Pas de solution politique collective: les 17 pays euros sont différents
- Décision de l'UE de réduire en premier les déficits budgétaires
- Pas de mesures économiques pour améliorer la productivité

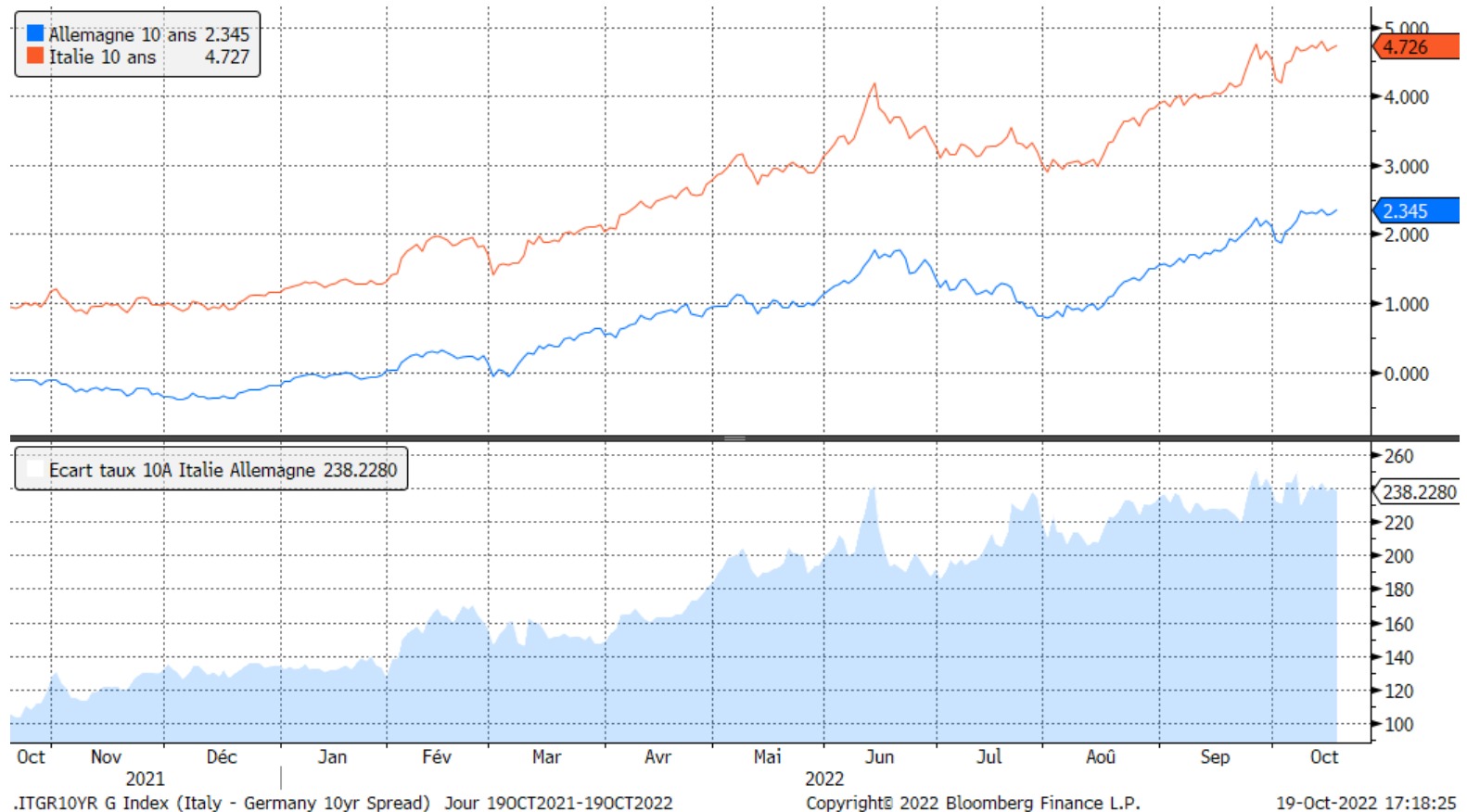
Décision Troïka : BCE, Commission Européenne et FMI

Naissance MES (Mécanisme Européen de Stabilité) :

MESF, Mécanisme Européen de Stabilité Financière (Commission Européenne)

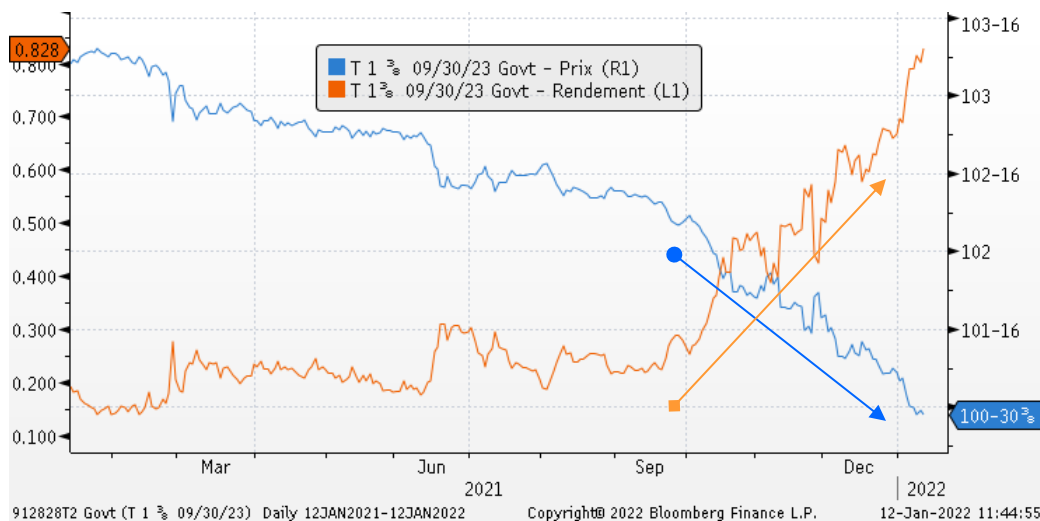
FESF, Fonds Européen de Stabilité Financière (Etats membres et FMI)

2022 outil antifragmentation de la BCE pour assurer la transmission et l'efficacité de sa politique monétaire à tous les pays de la zone.



Le programme Transmission Protection Instrument (TPI) de la BCE est soumis à une conditionnalité forte, basée notamment sur des perspectives d'endettement soutenable et le respect des règles européennes (budgétaire, politique macro).

Obligation US Treasury maturités 2 ans et 10 ans



Obligation US Treasury environ 2 ans de maturité

Distribution sur l'année d'un paiement/coupon de $1,325\% / 1^{3/8}$ (aux US 2 paiements semestriels de $1,325\% / 2 = 0,6625\%$)

Convergence vers le prix de remboursement 100% $100-30^{3/8}$ soit 100,94921875% prix en décimal

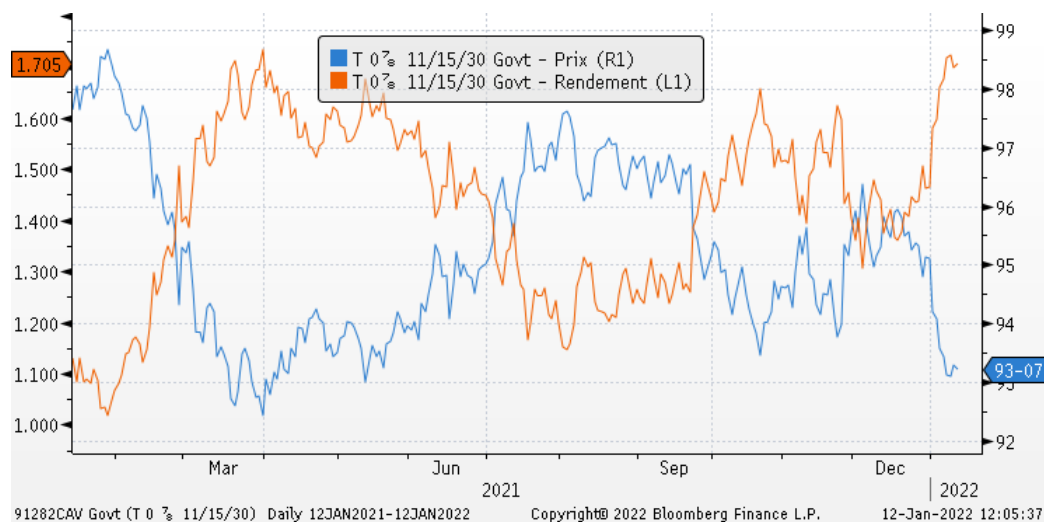
À partir de septembre accélération de la baisse du prix avec la hausse du rendement dans le marché environ 0,22% en septembre21 versus 0,828% en janvier22

Obligation US Treasury proche 10 ans de maturité

Distribution sur l'année d'un paiement/coupon de $0,875\% / 0^{7/8}$

Cotation inférieure au prix de remboursement 100% 93-07 soit 93,21875% prix en décimal

À partir de septembre accélération de la baisse du prix avec la hausse du rendement dans le marché environ 1,25% en septembre21 versus 1,705% en janvier22



Effet duration : (sensibilité différente des obligations aux mouvements de taux)

Taux 2 ans +0,60% (de octobre à fin décembre) prix en baisse de -1,27%

Taux 10 ans +0,50% (entre juillet et octobre) prix en baisse de -4,10%

Effet duration d'une obligation

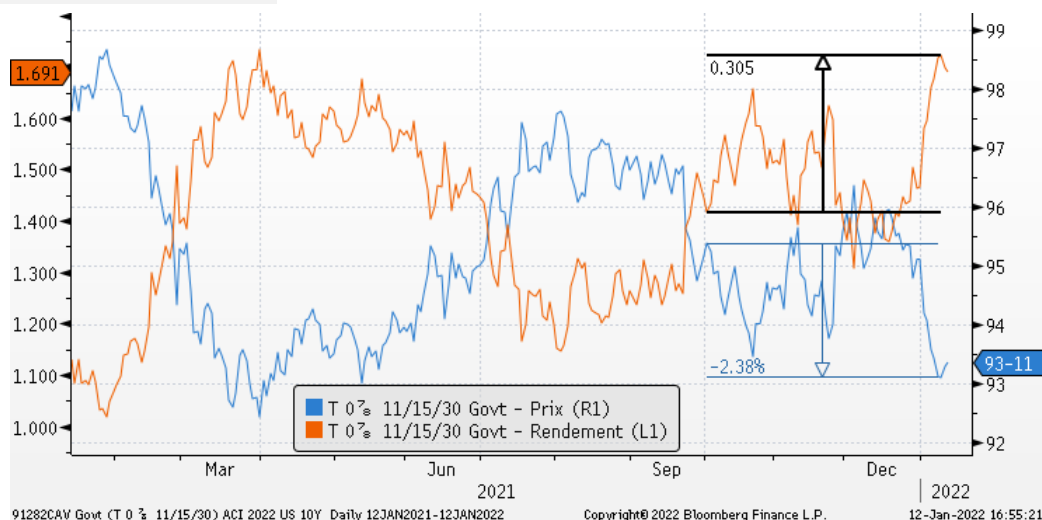


Le taux 2 ans augmenté de +0,564% ce qui a eu pour impact une baisse du prix de l'obligation de -1,22%

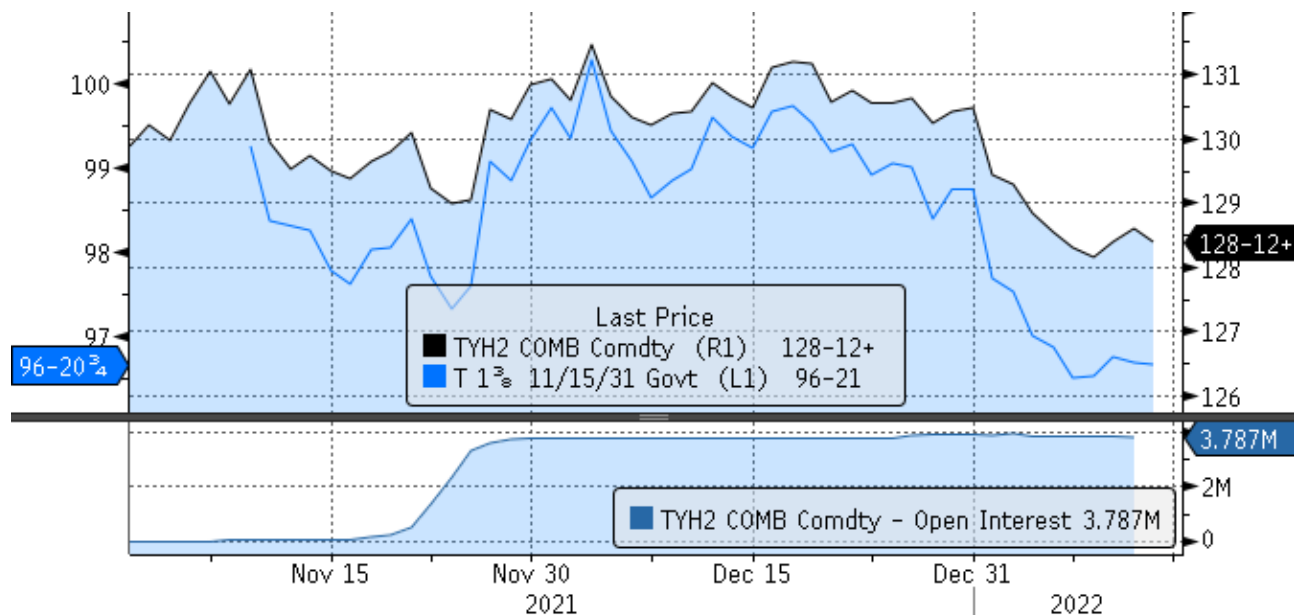
L'obligation d'échéance 30/09/2023 a une duration proche de 2 ans.

Sur la même période le taux 10 ans a plus faiblement augmenté avec +0,305% mais cela a engendré une baisse plus importante du prix de l'obligation de -2,38%.

L'obligation d'échéance 15/11/2030 a une duration proche de 9 ans



La variation du prix est plus forte sur les obligations avec une duration longue. Elles ont une sensibilité plus importante aux variations des taux d'intérêt.



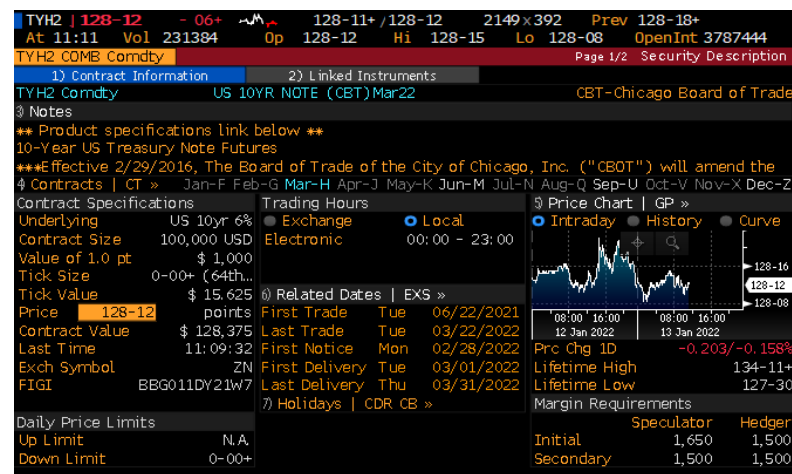
TYH2 Comdty (US 10YR NOTE (CBT)Mar22) Daily 31OCT2021-13JAN2022

Copyright© 2022 Bloomberg Finance L.P.

13-Jan-2022 11:16:21

Pour protéger les titres détenus contre la hausse des taux. Vente de contrats futures. Il s'agit d'un instrument dit hors bilan, l'investissement ne consomme pas de cash. En revanche, les pertes sont comblées par des appels de marge.

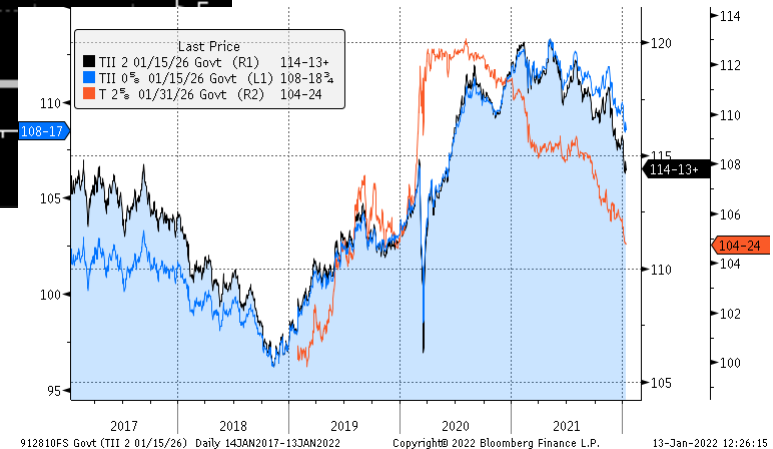
1 contrat future US 10Y représente l'équivalent de 100k\$ de nominal
1 contrat future US 2Y représente l'équivalent de 200k\$ de nominal
Les principaux tenors sont couverts via futures 2Y, 5Y, 10Y, 30Y



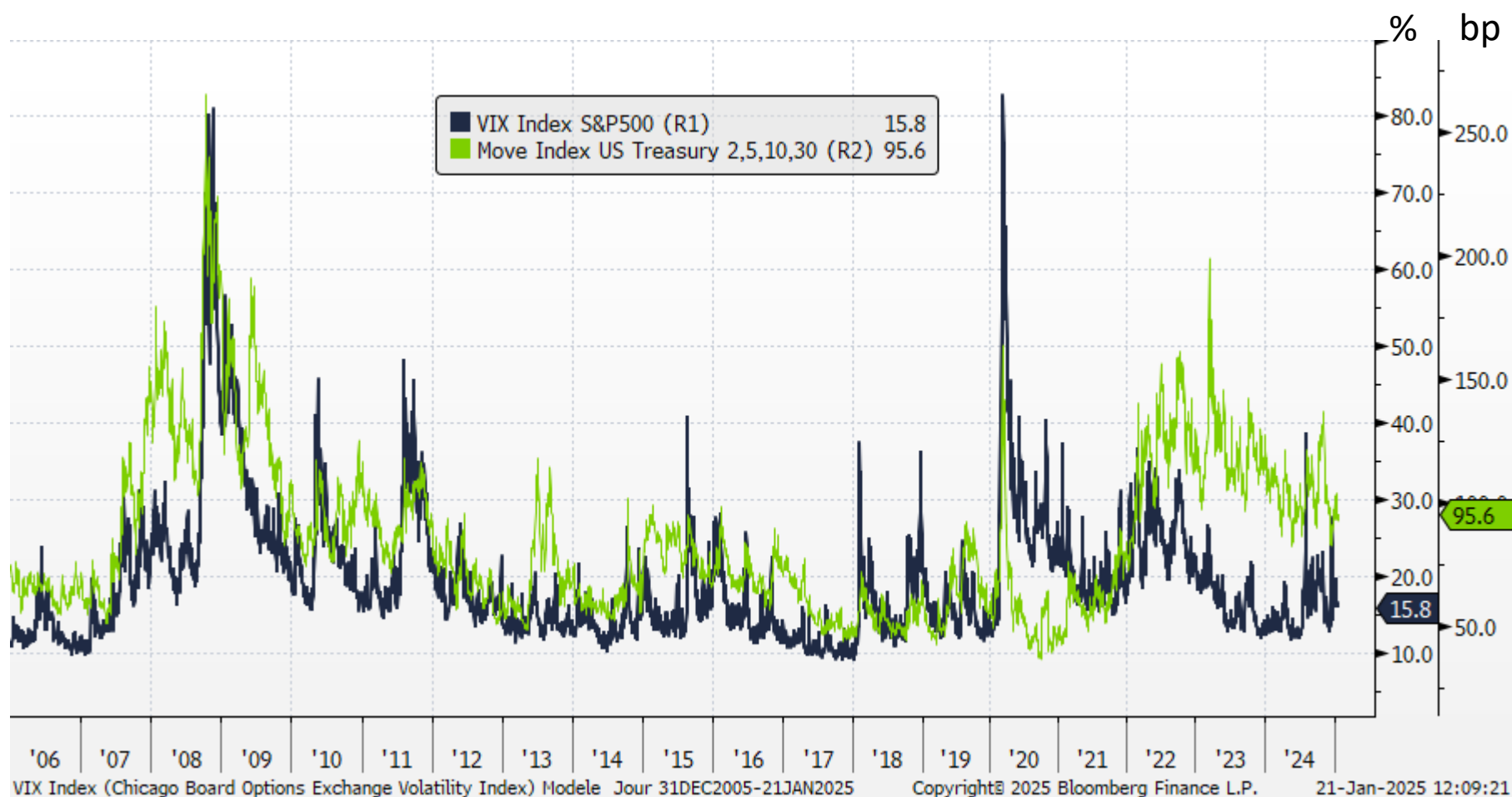
Titres indexés, une protection contre l'inflation



Les titres US Treasury Inflation ont performé l'obligation souveraine taux nominale de même maturité



Indicateur de volatilité ou nervosité sur le marché des taux américains : ICE Bofa MOVE index



L'indice donne la volatilité du rendement du marché obligataire américain en suivant un panier d'options de gré à gré sur les bons et obligations du Trésor américain.
La volatilité implicite pondérée est extraite d'options à 1 mois sur les tenors 2, 5, 10, 30 Treasury (pondération 20%, 20%, 40%, 20%)

2/2

La composante crédit des obligations

Deux émissions primaires Volkswagen dans une année de hausse des taux en 2022.

Evolution en prix :



BT717891 Corp (VW 0 $\frac{7}{8}$ 01/31/28) Jour 29DEC2021-29DEC2022 Copyright© 2022 Bloomberg Finance L.P. 29-Dec-2022 16:17:20

Valorisation le 24/01/2022 au prix de 99,594 avec un coupon de 0 $\frac{7}{8}$ remboursée à 100% le 31/01/2028

Valorisation le 07/11/2022 au prix de 99,80 avec un coupon de 4 $\frac{1}{4}$ remboursée à 100% le 15/02/2028

Entre les deux émissions le rendement souverain allemand 5 ans est passé de -0,378% à +2,236%.
Le taux swap 5 ans euro de +0,079% à +3,0856% (soit +0,3926% hors mouvement de taux +2,614%)

Le 29/12/2022, VW 0 $\frac{7}{8}$ 31/01/2028 et VW 4 $\frac{1}{4}$ 15/02/2028 ont un rendement offert similaire de 4,69% et 4,66% pour des prix différents 83,094 et 98,169.

Les taux swap et la prime de crédit

La prime ou spread correspond à l'écart entre l'obligation achetée et une référence. Il s'agit d'un supplément de rémunération exigé par les investisseurs comme rémunération des risques auxquels ils s'exposent :

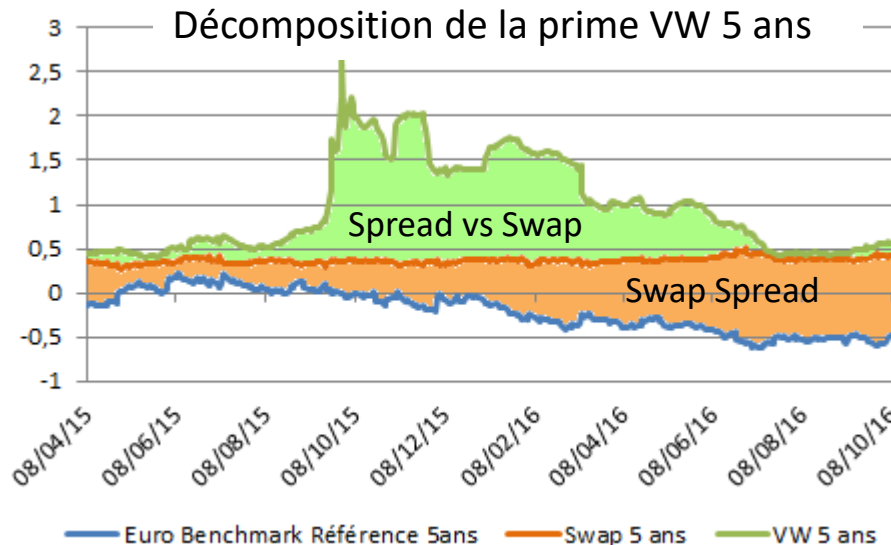
- Risque de défaut de l'émetteur,
- Risque de liquidité,
- Risque juridique / politique,

La référence est généralement l'obligation souveraine de la zone ou le taux swap de la maturité la plus proche.

Une interpolation peut être réalisée pour établir une comparaison à la maturité exacte.

VW 0 ¾ 10/14/21 (XS1216647716)			
Spread	107.48 bp	vs	DBR 2 ¾ 01/21
Price	101.256148		113.226
Yield	0.495298	Wst	-0.579540 Ann
Wkout	10/14/2021	@	100.00 Consensus Yld 6 6
Settle	10/12/16		10/12/16

Spreads		Yield Calculations	
11) G-Sprd	97.6	Street Convention	0.495298
12) I-Sprd	56.1	Equiv 2 /Yr	0.494686
13) Basis	56.3	Mmkt (Act/ 360)	
14) Z-Sprd	56.3	True Yield	0.495290
15) ASW	55.8	Current Yield	0.741
16) OAS	96.7		



Le **spread de crédit** est composé du risque spécifique de l'émetteur (**spread vs swap**) et de la prime de risque de crédit du marché (**swap spread**)

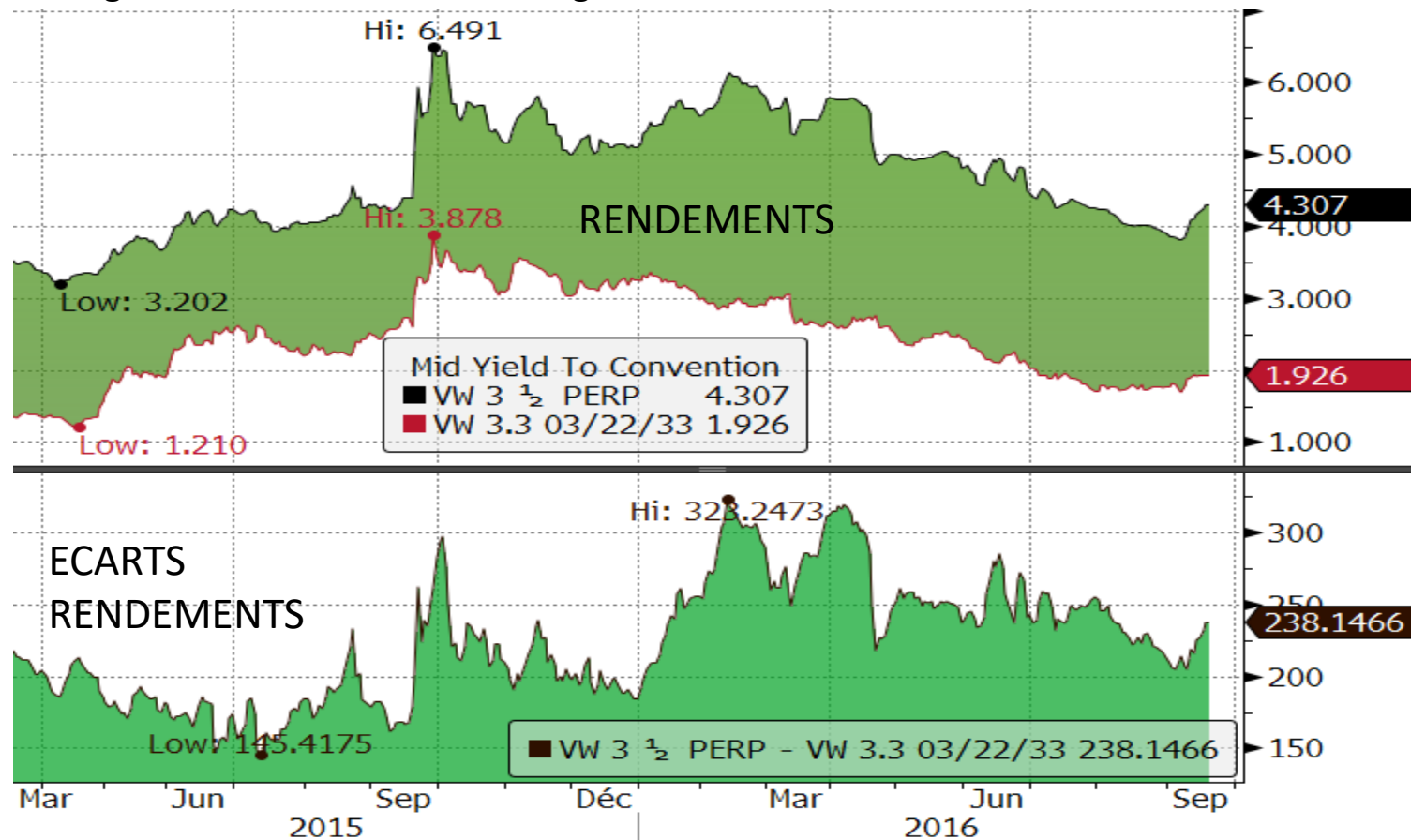
L'émetteur Volkswagen s'est écarté sur le scandale des émissions de Nox (exemple avec l'émission VW 0,75% 14/10/21). Le trucage des émissions de CO2 répandu chez les constructeurs calme l'ampleur des risques inhérents au constructeur VW

Les différentes primes de crédit corporate

Evolution et comparaison entre la dette hybride perpétuelle vs la dette senior émetteur Volkswagen :

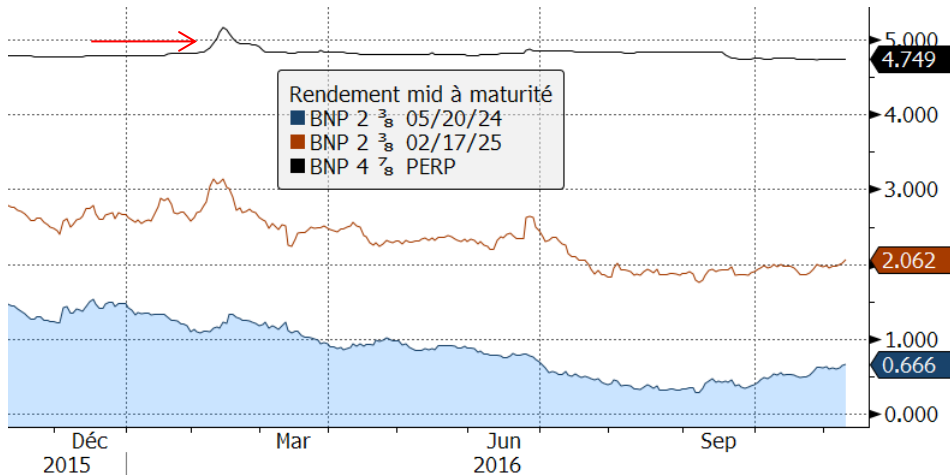
Volkswagen Perpétuelle call 20/03/2030 @ 100 Rating BBB-

Volkswagen Senior 22/03/2033 Rating BBB+



Les dettes financières subordonnées

Comparaison rendement et prix de l'émetteur BNP dettes SENIOR, TIER2, TIER1



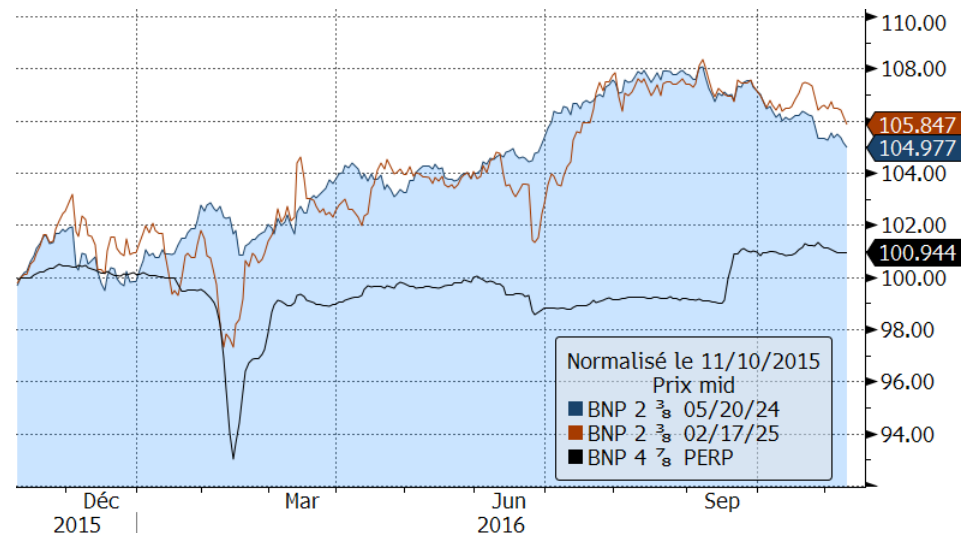
EK270171 Corp (BNP 2 3/8 05/20/24) Jour 10NOV2015-09NOV2016 Copyright© 2019 Bloomberg Finance L.P. 20-Sep-2019 12:12:24

Primes de rendement bien distinctes (0,666%/2,062%/4,749%)

→ Pour la perpétuelle la hausse de 40bps de rendement en mars 2016 a coûté -6,75% en valorisation (effet maturité)

Graphique prix base 100 pour observer la volatilité **mais ne représente pas la performance (coupon/portage absent)**.

La Tier2 a une volatilité plus élevée que la Senior mais sa performance est meilleure sur la période (coupon identique 2,375%). La dette perpétuelle a une volatilité très élevée (à noter son coupon 4,875%)



EK270171 Corp (BNP 2 3/8 05/20/24) Jour 10NOV2015-09NOV2016 Copyright© 2019 Bloomberg Finance L.P. 20-Sep-2019 12:16:35

Matérialisation du **risque de défaut** avec la notation

Moody's	S&P / FITCH	Commentaire
Aaa	AAA	Le risque est quasi nul , la qualité de la signature est la meilleure possible.
Aa	AA	Quasiment similaire à la meilleure note, l'émetteur noté AA est très fiable .
A	A	Bonne qualité mais le risque peut être présent dans certaines circonstances économiques.
Baa	BBB	Solvabilité moyenne
Ba	BB	A partir de cette note, l'obligation commence à être spéculative (High Yields). Le risque de non-remboursement est plus important sur le long terme.
B	B	La probabilité de remboursement est incertaine. Il subsiste un risque assez fort .
Caa	CCC	Risque très important de non-remboursement sur le long terme.
	D	Situation de faillite de l'emprunteur.

Investment Grade

High Yield

Les agences communiquent également une **tendance** sur la notation :

- Une perspective « outlook » à moyen terme :
Positive (Pos) / Stable (Sta) / Négative (Neg)
- Une surveillance « watch list » à court terme :
Positive (*+) / Incertain (*) / Négative (*-)

Décomposition d'un indice corporate IG euro à différentes dates :

- Le poids des émetteurs notés AAA est très faible.
- Il y a une dégradation générale vers des notations plus faibles.

Rating	Poids %		
	2010	2014	2025
AAA	3,15	0,09	0,44
AA	22,67	9,99	7,74
A	49,21	48,08	42,21
BBB	24,96	41,84	49,45

La vie des titres et taxonomie des risques

Fusion de Banco Popular et de Banco Santander (juin 2017) :

En raison de la situation de stress sur la liquidité de Banco Popular, la BCE a jugé que la banque était défaillante ou sur le point de le devenir. En conséquence, le Conseil de Résolution Unique (CRU) et l'autorité nationale espagnole de résolution (FROB) ont décidé que la cession était dans l'intérêt du public car elle protégeait les déposants de Banco Popular.

Comme le prévoit la nouvelle réglementation européenne (BRRD), le FRU (Fonds de Résolution Unique) est entré en scène et **les actionnaires et les créanciers subordonnés ont été mis à contribution.**

Le FRU a repris Banco Popular et a exercé les pouvoirs qui sont les siens :

- Il a déprécié intégralement les actions et AT1 et,
- a converti les Tier 2 en nouvelles actions

Le CRU a par la suite cédé Banco Popular à Banco Santander pour 1€.

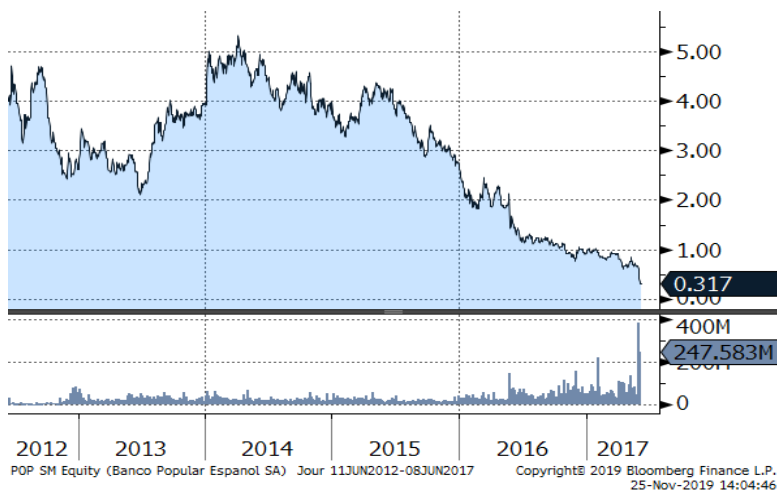
Impact sur les différents actifs Banco Popular :

Obligation Banco Popular **Senior** 2% 2020 :

Impacts :



Action suspendue par le régulateur :



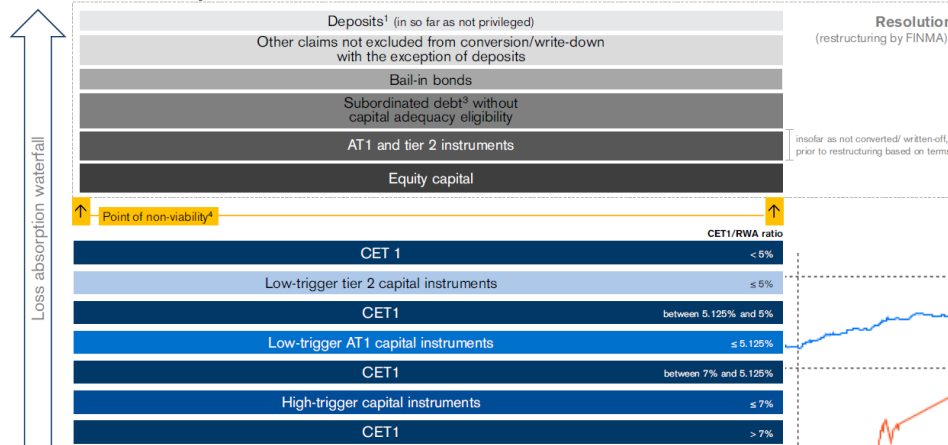
Obligation Banco Popular **AT1** 8,25 perpetual :



Régime Suisse de renflouement, dans une situation Going Concern, soit avant la faillite, avant que le PONV (Point Of Non Viability) soit enclenché :

- 1/ le CET1 tombe à 6.9%, les AT1 HT sont activées et le capital est renfloué
- 2/ cela ne suffit pas, le CET1 tombe à 4.9%, alors les AT1 et T2 LowTrigger sont activés.
- 3/ Utilisation par la FINMA du Viability EVENT. Et dans ce cas, activation déjà des HighTrigger puis LowTrigger.
- 4/ Cela ne suffit pas, alors la FINMA déclarera que le PONV est atteint et dans ce cas toutes les dettes peuvent être impactées selon la hiérarchie du créancier.

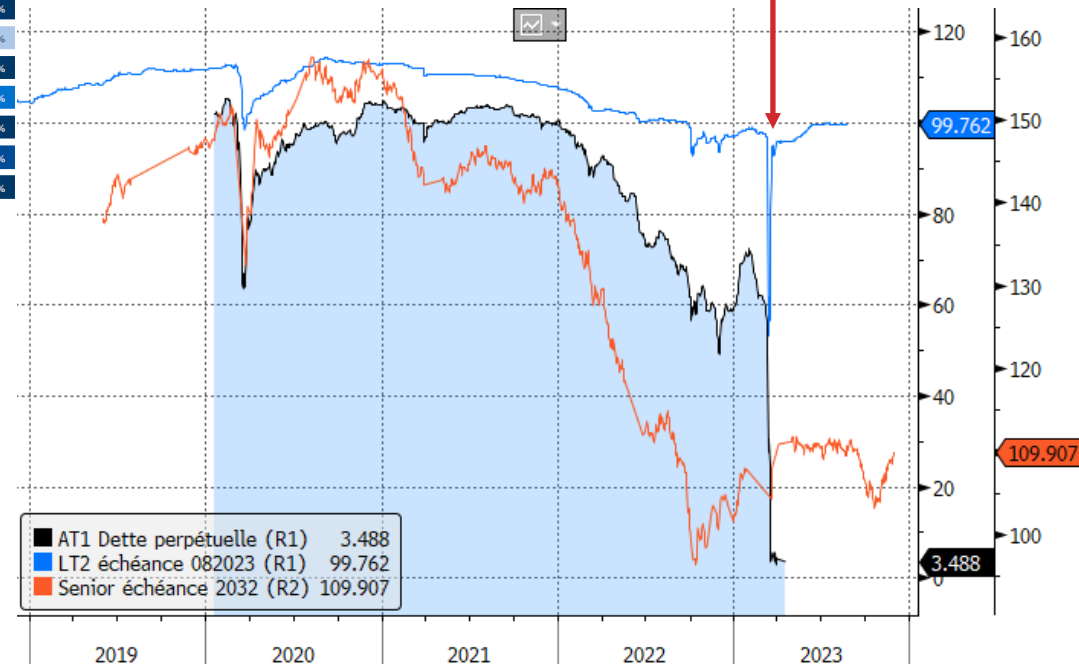
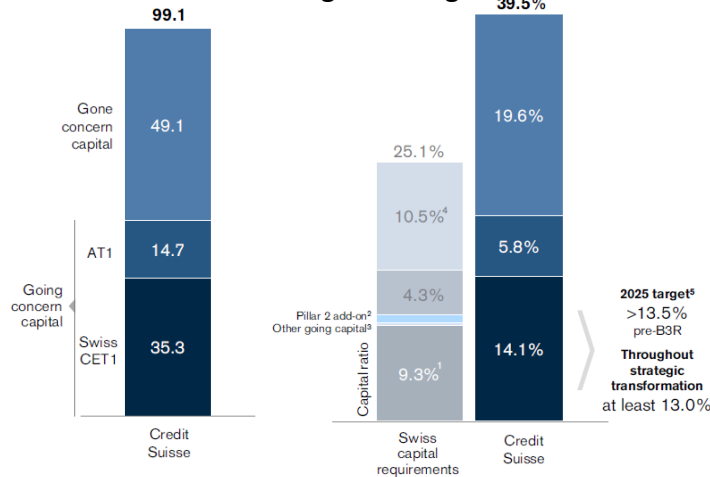
Bail-in hierarchy in Switzerland



La FINMA a confirmé que le soutien extraordinaire du gouvernement a déclenché l'événement de viabilité. Les conditions de l'AT1 exigent en effet un amortissement permanent complet en cas d'engagement irrévocable de soutien extraordinaire de la part du secteur public. Le CS T2 Coco situé dans la partie opérationnelle n'est pas concernée.

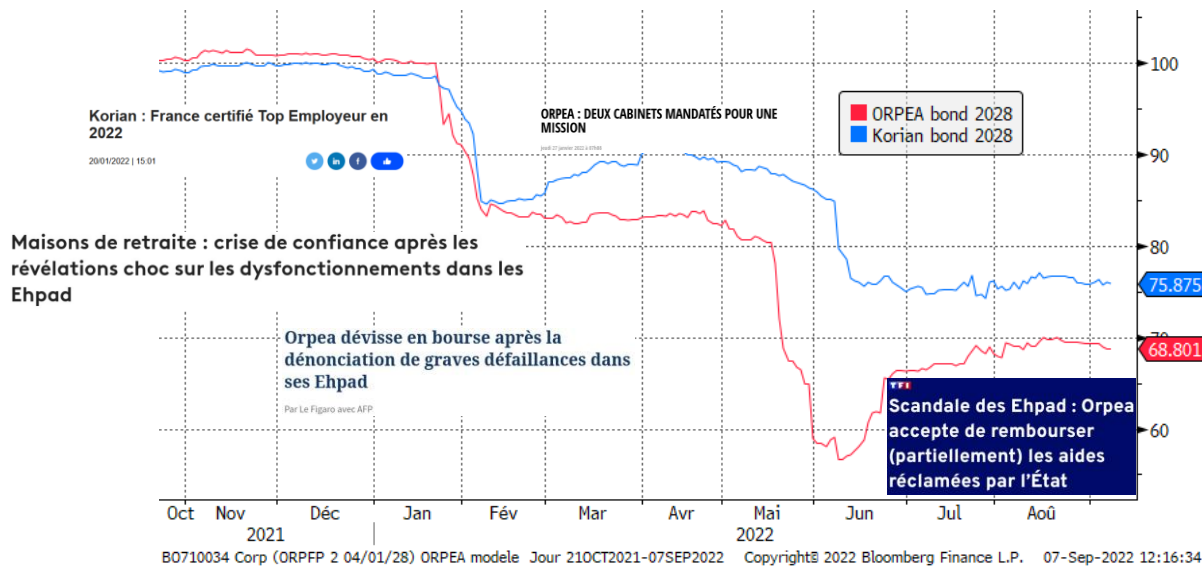
Dettes de Crédit Suisse :

Crédit Suisse versus exigences réglementaires :



La vie des titres corporate : un scandale

ORPEA / Korian



Scoring ESG

ORP FP €

20.61

-0.46

P20.61 / 20.64 P

727 x 1197

A 13:59 d

Vol 129,730

O 20.80 P

H 20.97 P

B 20.61 P

Val 2.692M

ORP FP Equity

% Rapport

% Joindre IR

Pg 5/5

Description de titre: Action

Profils

Emission

Ratios

C.A. et BPA

ESG

Scores Bloomberg | ESG SCORE »

Score

Variation 2A

vs Rivaux

Environnement

4.41

-0.34

Meilleur quartile

Société

2.87

+1.84

Sup. à médiane

Gouvernance

6.81

+0.00

Sup. à médiane

*Score provisoire. D'autres scores thématique sont à venir.

Scores de tiers | DSCO ESG »

Rating MSCI

Sustainalytics

Score de risque

30.94

Catégorie de risque

High

Niveau des controverses

4.00

Détail des revenus | CCB »

Health Care Faciliti...

100.00%

Température | ESG TR »

Scopes 1+2 Moyen terme

3.20

Scope 3 Moyen terme

3.20

Scopes 1+2+3 Moyen terme

3.20

EU SFDR | ESGD SFDR »

Politique de biodiversité

Y

Initiatives réduction GES

Y

Pol. sur droits humains

Y

% de femmes au conseil

50.00

Dettes durables | SRCH »

Mnt en circ (M€, USD)

Dettes verte

48

Dettes sociale

496

Développement dur...

496

Lié au dév. durable

496

Transition

496

Taxo UE | ESG EUTAXO »

% rev éligibles estim

0.00

% rev efforts SC estim

--

DNSH moy nivea...

67.46

DNSH moy nivea...

--

MSS obligatoires ...

90.91

MSS facultatifs ...

40.00

Emprunte CO2 | GX CARBON »

Type données GES

Reported

Total GES

150.35

Total GES/Ventes

34.98

Total GES/EVIC

8.43

Objectifs Net Zéro

N

Science-Based Targets

N

Audit qui identifie des dysfonctionnements (sous-effectif, masse salariale, procédures de plaintes trop complexe....)

Avec la constitution d'une nouvelle Direction générale, Orpéa entend « corriger les pratiques défaillantes identifiées » jusqu'ici et se doter des ressources humaines et affecter les ressources financières nécessaires.

Korian change de nom et devient Clariane

Orpea change de nom et devient Emeis