



Marché Obligataire

David Lasser

2 mars 2022



Obligation US Treasury maturités 2 ans et 10 ans



Obligation US Treasury environ 2 ans de maturité

Distribution annuelle d'un paiement/coupon de 1,325% / $1\frac{3}{8}$

Convergence vers le prix de remboursement 100% $100-30\frac{3}{8}$ 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

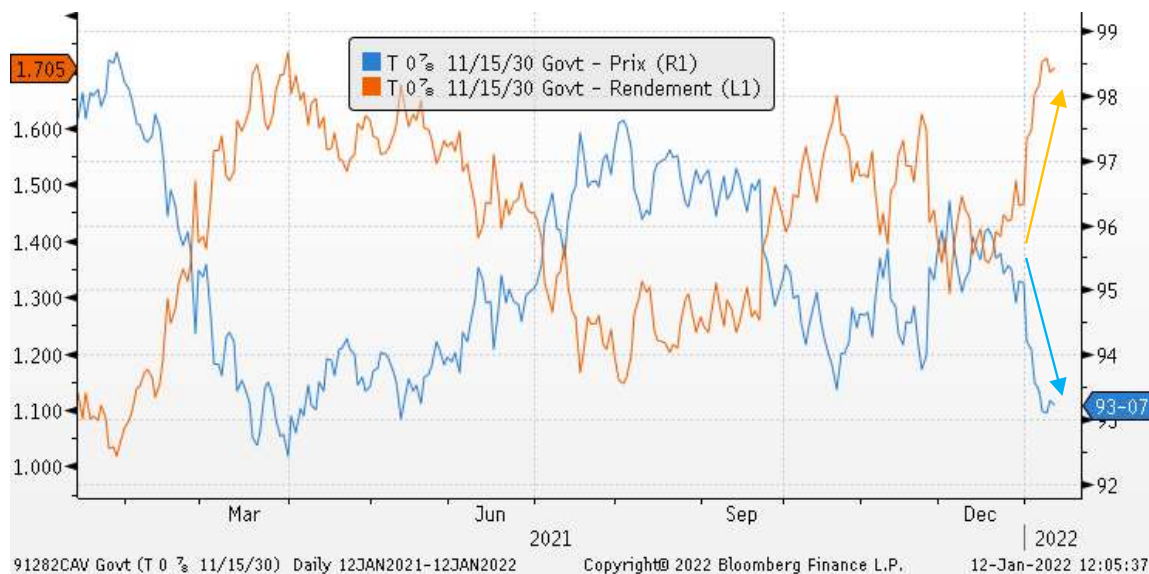
Distribution annuelle d'un paiement/coupon de 0,875% / $0\frac{7}{8}$

Cotation inférieur 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



Détail rendement et prix d'une obligation

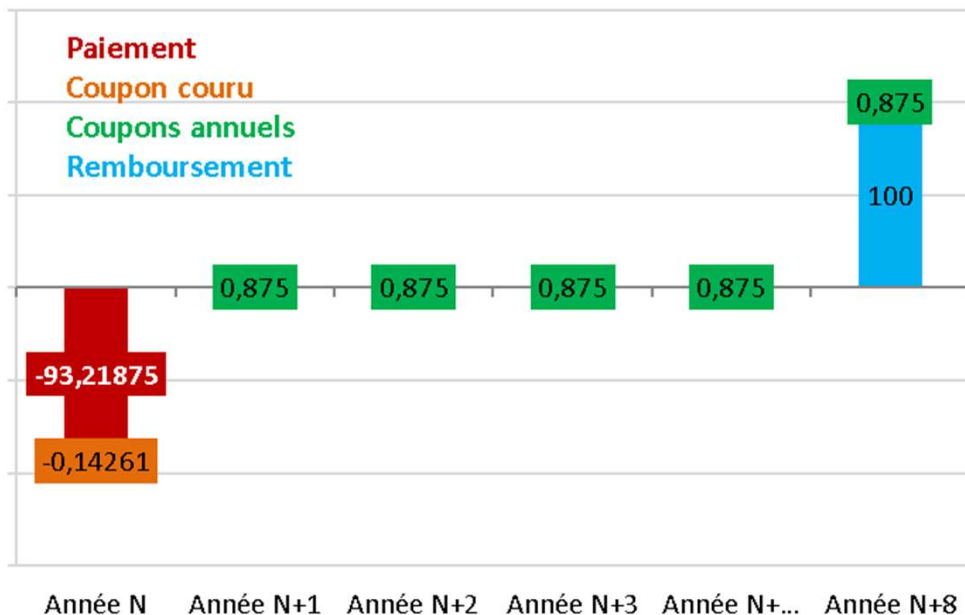


Rendement demandé dans le marché 1,705% pour une obligation à détenir 8 années (2022 -> 2030)

Une obligation sur laquelle l'émetteur va payer au porteur un coupon fixe de 0,875% par an

Pour délivrer une rémunération (1,705%) supérieure au coupon (0,875%) la variable qui doit s'ajuster est le prix qui doit compenser 0,830%/an sur environ 8 années soit 6,64%. Le prix de la souche actualisée est grossièrement $100\% - 6,64\% = 93,36$ qui est proche du prix exact d'achat de 93,21875

+ le rendement demandé augmente, + le prix baisse



Paiement prix 93,21875 ou $93 + 7/32$
Coupon couru à payer $(0,875 * 59/181)/2 = 0,14261$ car coupon semi annuel
Coupons 0,875% payé semestriellement 0,4375%
Remboursement 100% le 15/11/2030

Le coupon couru 0,14261% est à payer le jour de l'achat en plus du prix de transaction. En effet l'émetteur de l'obligation paiera à date fixe un coupon 0,875% au porteur. Si il y a un échange de porteur entre 2 paiements de coupon, le nouveau détenteur paye à l'ancien la proportion qui lui revient.

Impact des taux sur le prix

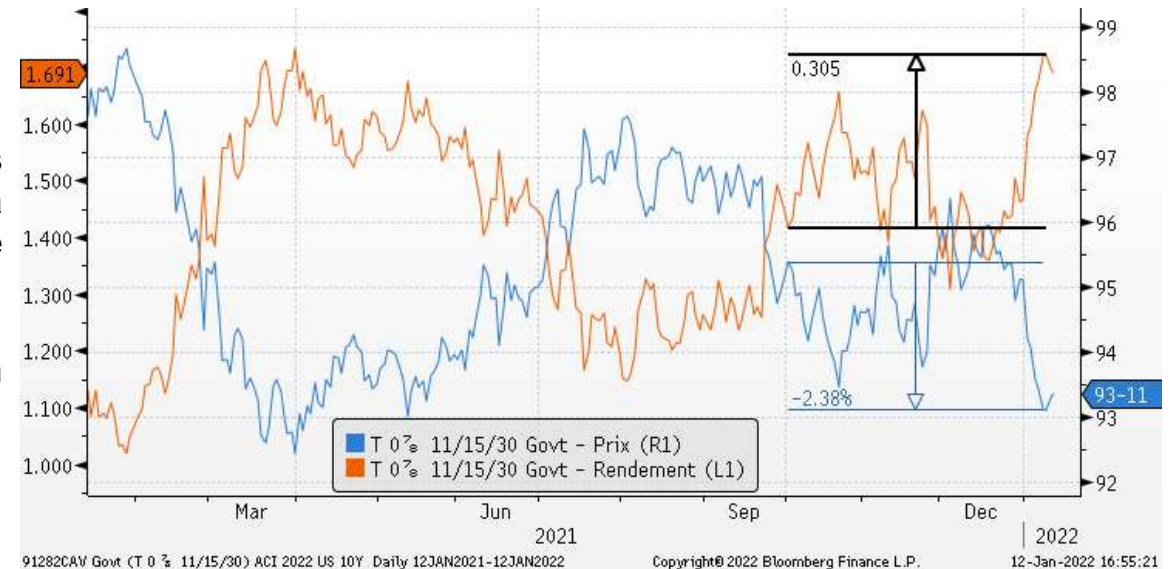


Le taux 2 ans augmenté de +0,564% ce qui a eu pour impact une baisse du prix de l'obligation de -1,22%

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

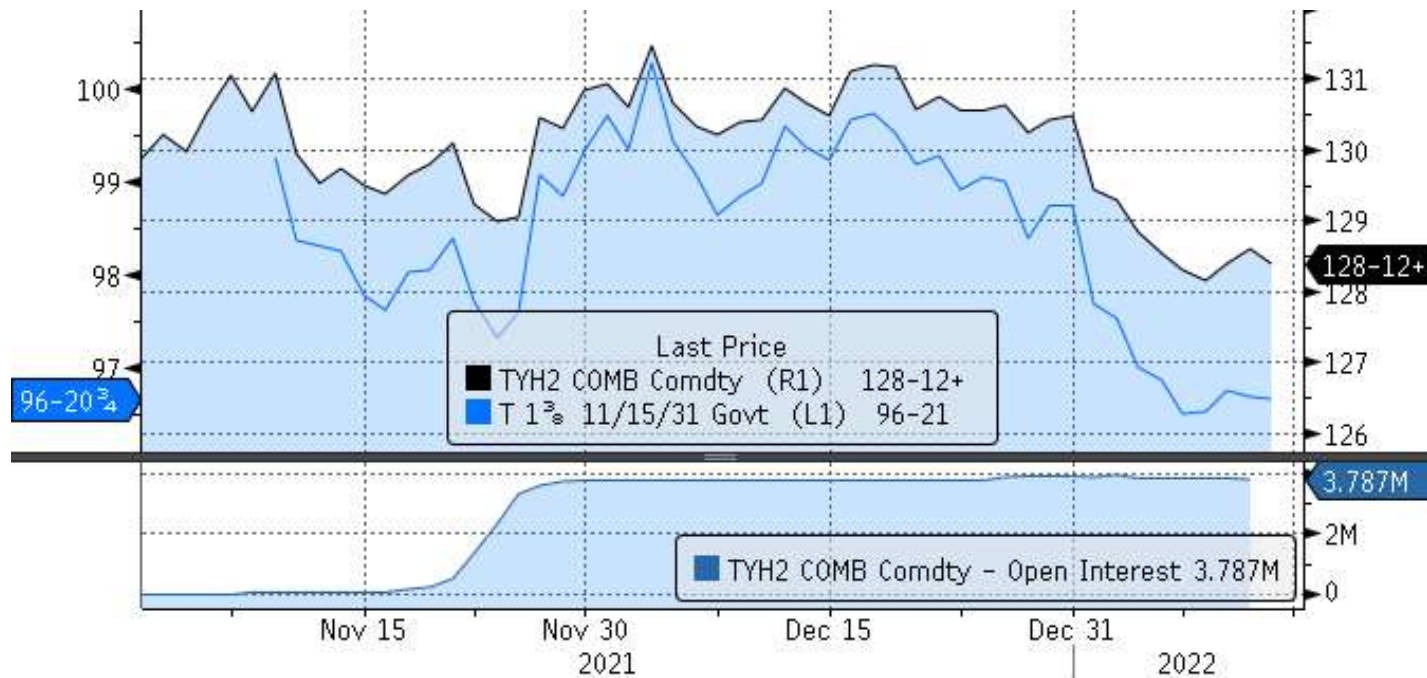
Sur la même période le taux 10 ans a plus faiblement augmenté avec +0,305% mais cela a engendré une baisse du prix plus important de l'obligation de -2,38%.

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.

Une protection contre la hausse des taux

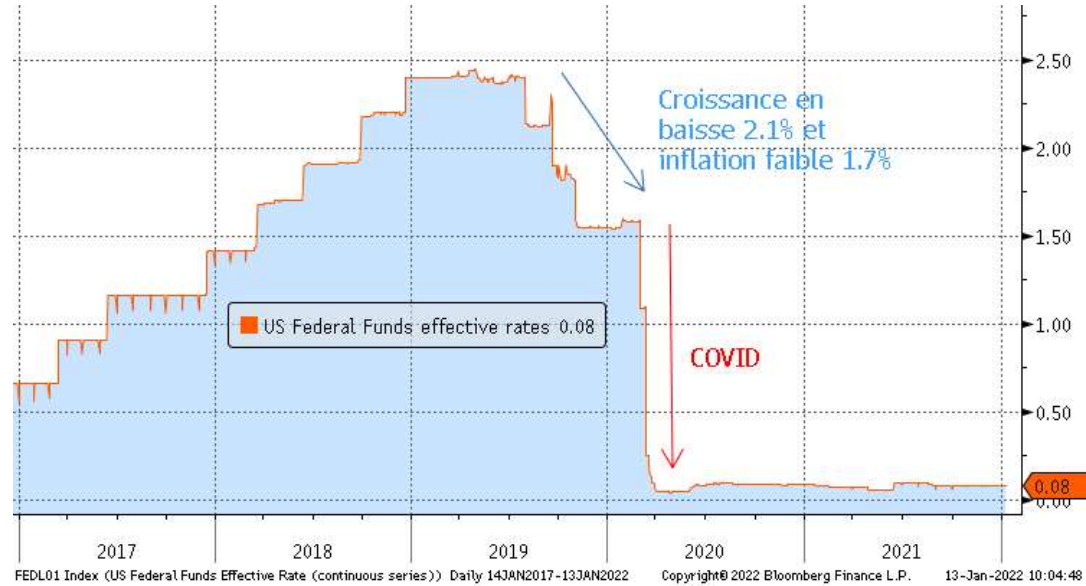


TYH2 Comdty (US 10YR NOTE (CBT)Mar22) Daily 31OCT2021-13JAN2022 Copyright© 2022 Bloomberg Finance L.P. 13-Jan-2022 11:16:21

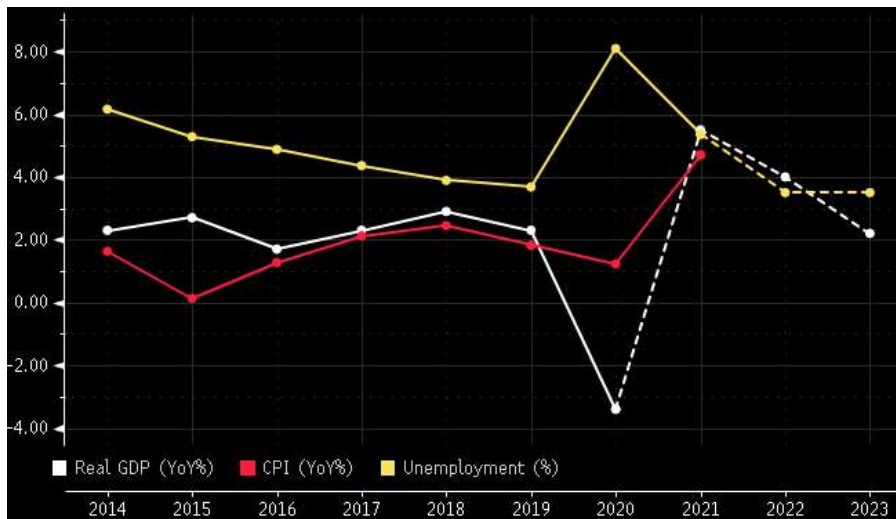
Pour protéger les titres détenus contre la hausse des taux. Vente de contrats futures. Il s'agit de hors bilan, cela ne consomme pas de cash excepté l'appel de marge en cas de perte.

TYH2 128-12	-06+	128-11+ / 128-12	2149x392	Prev 128-18+
At 11:11	Vol 231384	Op 128-12	Hi 128-15	Lo 128-08
OpenInt	3787444			
TYH2 COMB Comdty Page 1/2 Security Description				
1) Contract Information 2) Linked Instruments				
TYH2 Comdty US 10YR NOTE (CBT)Mar22 CBT-Chicago Board of Trade				
3) Notes				
** Product specifications link below **				
10-Year US Treasury Note Futures				
***Effective 2/29/2016, The Board of Trade of the City of Chicago, Inc. ("CBOT") will amend the				
4 Contracts CT » Jan-F Feb-G Mar-H Apr-J May-K Jun-M Jul-N Aug-Q Sep-U Oct-V Nov-X Dec-Z				
Contract Specifications				
Underlying	US 10yr 6%	Trading Hours	Exchange	Local
Contract Size	100,000 USD	Electronic	00:00 - 23:00	
Value of 1.0 pt	\$ 1,000			
Tick Size	0-00+ (64th...)			
Tick Value	\$ 15.625	6) Related Dates EXS »		
Price	128-12	First Trade	Tue	06/22/2021
Contract Value	\$ 128,375	Last Trade	Tue	03/22/2022
Last Time	11:09:32	First Notice	Mon	02/28/2022
Exch Symbol	ZN	First Delivery	Tue	03/01/2022
FIGI	BBG011DY21W7	Last Delivery	Thu	03/31/2022
7) Holidays CDR CB »				
Daily Price Limits				
Up Limit	N.A.			
Down Limit	0-00+			
8) Price Chart GP »				
Intraday History Curve				
Prc Chg 1D -0.203 / -0.158%				
Lifetime High 134-11+				
Lifetime Low 127-08				
Margin Requirements				
Initial Speculator Hedger				
Secondary 1,500 1,500				

La politique monétaire de la FED



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."

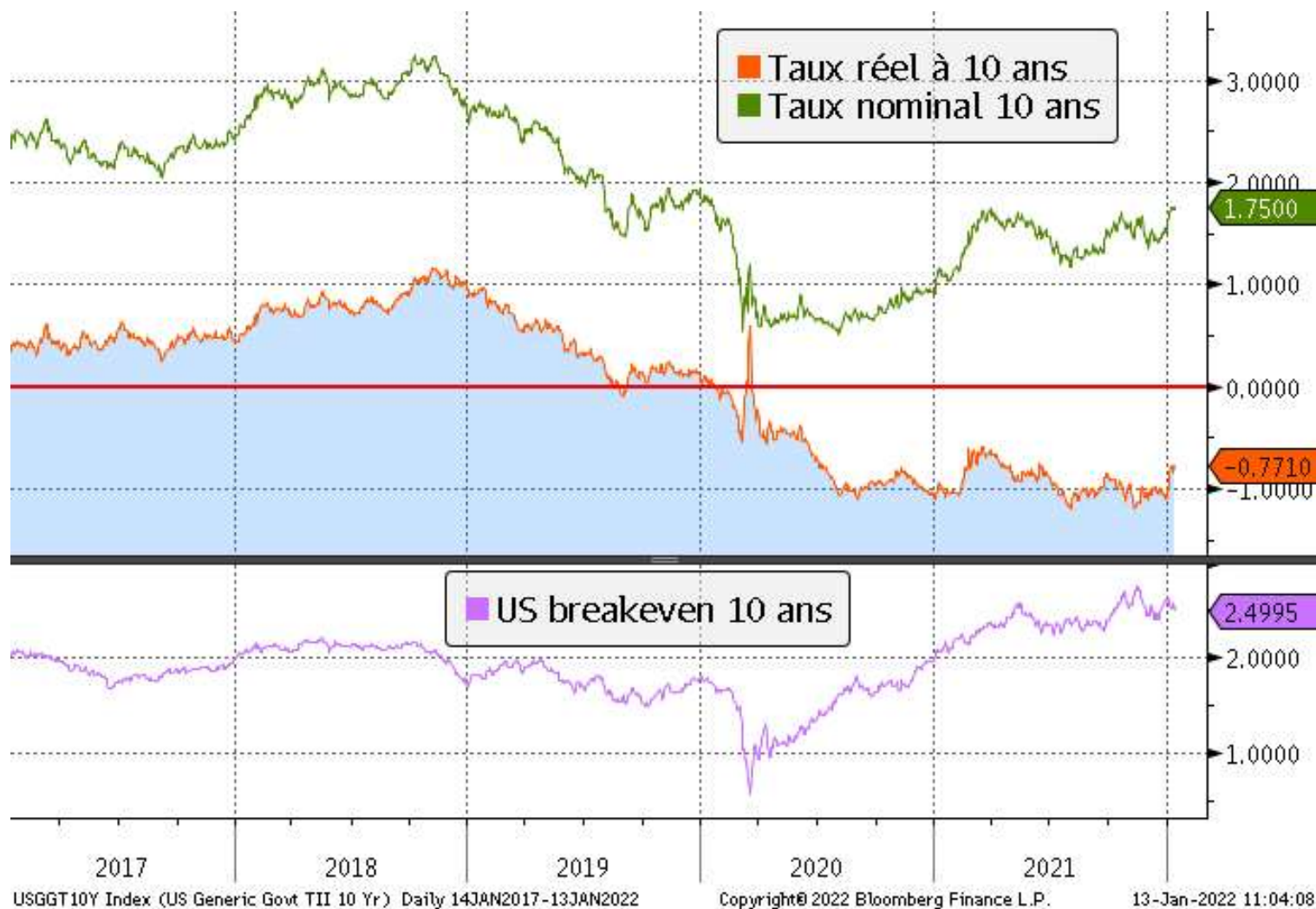


L'inflation constatée



A la sortie de la crise covid il y a une forte inflation jugée temporaire

L'inflation à long terme



Les taux réels sont devenus négatifs. Car les taux nominaux à 10 ans sont inférieurs aux prévisions d'inflation

Une protection contre l'inflation



US Treasury Inflation bond



La vie des titres corporates

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 :

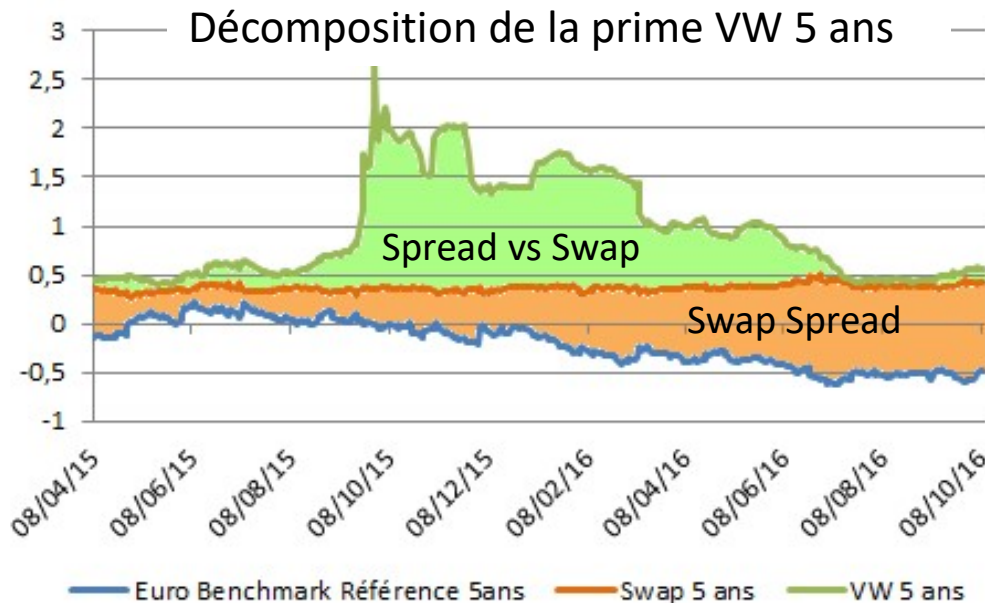
- Risque de défaut de l'émetteur,
- Risque de liquidité,
- Risque juridique / politique,

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 ½ 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) <u>G-Sprd</u>	97.6	Street Convention	0.495298
12) <u>I-Sprd</u>	56.1	Equiv 2 /Yr	0.494686
13) <u>Basis</u>	56.3	Mmkt (Act/ 360)	
14) <u>Z-Sprd</u>	56.3	True Yield	0.495290
15) <u>ASW</u>	55.8	Current Yield	0.741
16) <u>OAS</u>	96.7		



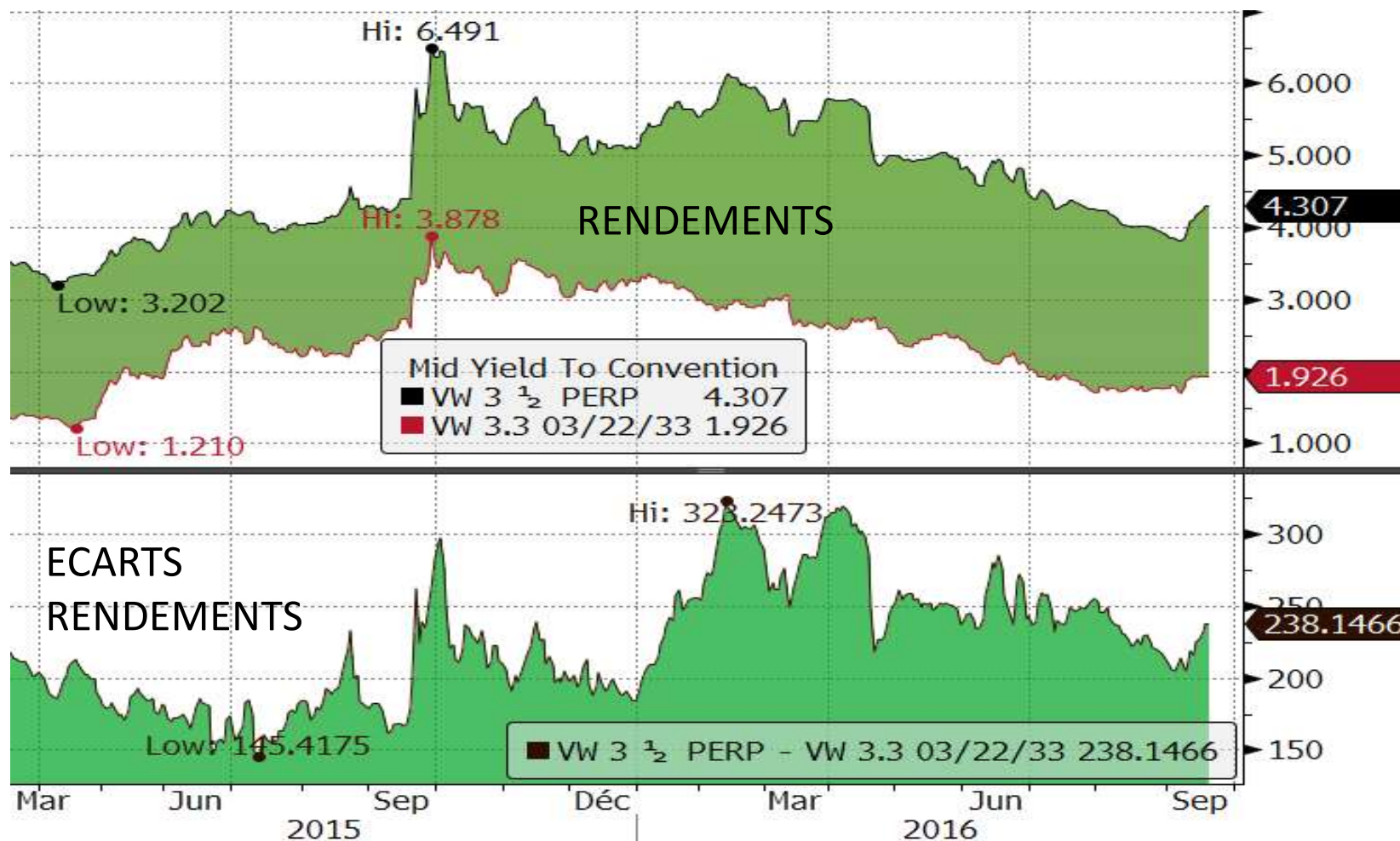
Le **spread de crédit** est composé du risque spécifique de l'émetteur (**spread vs swap**) et de la prime de risque de crédit du marché (**swap spread**)

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

La vie des titres corporates

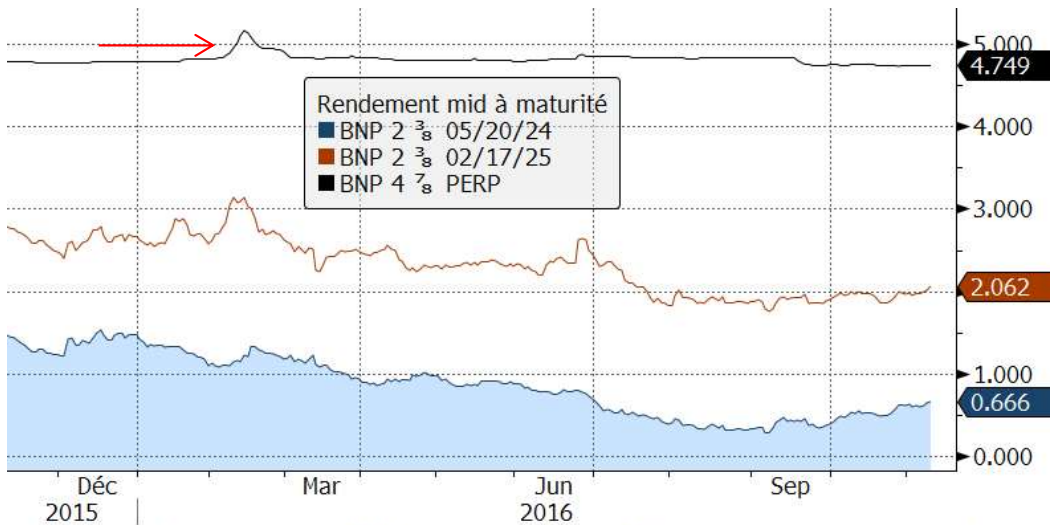
Evolution et comparaison entre la dette perpétuelle vs la dette senior émetteur Volkswagen :

Volkswagen Perpétuelle call 20/03/2030 @ 100 Rating BBB-
 Volkswagen Senior 22/03/2033 Rating BBB+



La vie des titres dettes subordonnées

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



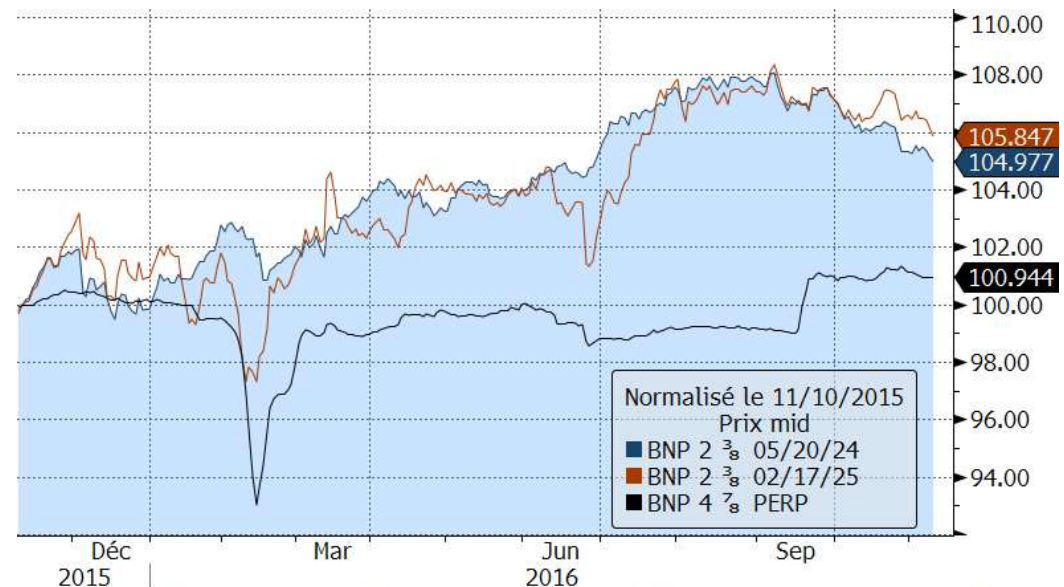
EK270171 Corp (BNP 2 3/8 05/20/24) Jour 10NOV2015-09NOV2016 Copyright© 2019 Bloomberg Finance L.P. 20-Sep-2019 12:12:24

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

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 :



Action suspendue par le régulateur :

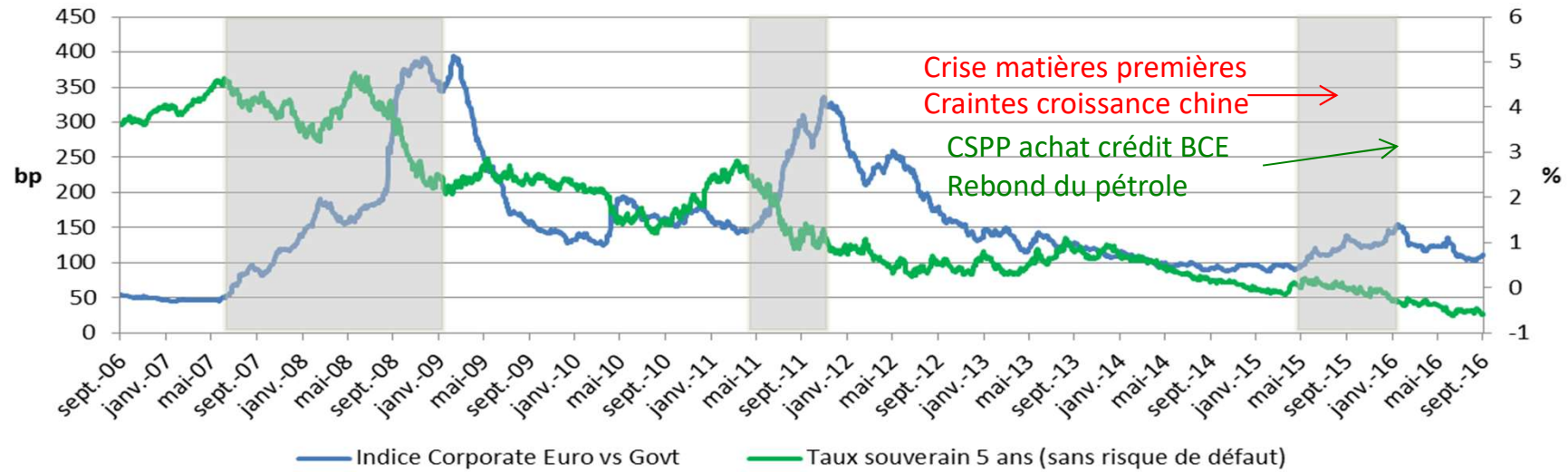


Obligation Banco Popular AT1 8,25 perpetual :



La vie des titres corporates

Risque de taux, Risque de crédit : corrélation faible et négative en période de crises



Indicateurs de prime de risque : forte corrélation entre spread de crédit et volatilité implicite actions

