

L'allocation Octo

Classe d'actif	Allocation
Financières sécurisées	+
Financières senior	+
Financières sub.	++
Corporates Inv. Grade	-
Corporates Cross-over	-
Haut Rendement	++
Etats Core	+
Etats périphériques	+

Perspectives

Taux	Perspective à 3 mois
Euro Courts	Stable
Euro Longs	Baisse
US Courts	Hausse
US Longs	Hausse

Indices obligataires

Perf	Sem.	Mois	YTD
Iboxx € Overall	+0.02%	+1.57%	+3.32%
Iboxx € Gov	+0.00%	+2.19%	+4.35%
Iboxx € Corp	-0.11%	+0.06%	+1.37%
Iboxx € HY	-0.47%	+0.26%	+2.06%

Emissions à venir

Suez Environnement, Prysmian, AG Insurance, Lufthansa, Deutsche Annington, UCB, Mirvac

L'inflation

Pays	à 5 ans	Var. semaine
Europe	1.05%	+1 bp
Etats-Unis	1.68%	+7 bps

OCTO Asset Management
 117 avenue des Champs Elysées
 75008 Paris
www.octo-am.com
 Tél : 0033.1.45.02.66.07
 Email : contact@octo-am.com

La finance, comme l'histoire, est un éternel recommencement... avec des cycles beaucoup plus rapides et qui s'entremêlent. Cette semaine l'a encore montré avec d'un côté le cycle américain et de l'autre le cycle européen : les USA cherchant à gérer la sortie de l'économie sous perfusion, l'Europe cherchant à calibrer la puissance de la perfusion tout en tentant de résoudre une énième crise grecque. Au final, après un écartement significatif des périphériques et des corporates en début de semaine, les marchés de crédit finissent la semaine étals.

Côté USA, tout le monde aura largement signalé la suppression du mot « patience », ce qui pousse à l'interrogation. Le vocabulaire est un univers fini et il n'existe pour définir une émotion, un sentiment ou une action que quelques mots. La finance et l'économie étant qui plus est en dehors de la sphère purement littéraire, ce langage se réduit encore et on imaginerait mal Madame Yellen ou Monsieur Draghi employer, pour définir chaque nuance de leur « patience », les mots « persistance », « endurance », « constance », « persévérance », « stoïcisme », « résolution », « calme », « sang-froid » etc... au risque de rendre les discours incompréhensibles par le financier lambda et intraduisibles pour le reste du monde...

L'effet collatéral de ce langage standardisé est cependant assez néfaste, car les analystes, à qui l'on préfère donner quelques mots bien clairs, finissent par chercher les nuances dans des critères à la limite de l'absurde : le temps des pauses, le nombre de répétitions de chaque mot sur une ou plusieurs réunions, le remplacement d'un mot répété par un autre au bout de x réunions... cherchant ainsi à faire des banquiers centraux des algorithmes... et pensant qu'ils peuvent gérer le banquier central et utiliser son discours et ses attitudes pour spéculer... Les algorithmes étant en général la plupart dans le même sens, puisque basés sur un langage binaire et mathématique et sur les mêmes corrélations. Et pourtant... cette démarche nous semble bien vaine, prétentieuse et même dangereuse pour le système financier, augmentant même le risque systémique, puisqu'un mot répété (comme le mot « patience ») entrera progressivement dans les algorithmes, et déclenchera, à sa suppression, des mouvements massifs et dans le même sens, partout autour de la planète.

Mais peut-on vraiment faire de Madame Yellen ou d'un autre banquier central un algorithme ? Ayant probablement vu que son mot « patience », utilisé probablement la première fois comme elle en aurait utilisé un autre, prenait trop d'ampleur, elle a ainsi préféré le supprimer tout en le modifiant par un synonyme complet : « la non-impatience » ! ... Troublant ainsi les algorithmes qui n'ont pas encore, et la marge est grande, atteint la complexité et la finesse du cerveau humain, qui plus est celui de nos banquiers centraux... De notre côté, nous nous contenterons donc de prévoir à plus long terme : les USA vont mieux, les taux américains, notamment sur la partie courte remonteront d'ici la fin d'année (à 3 ou 6 mois d'écart, quelle importance ?), ce qui devrait provoquer une certaine volatilité sur les marchés. Le début d'année était exceptionnel, pourquoi ne pas profiter de ce surplus de performance pour récupérer une poche de trésorerie et attendre sinon la tempête, du moins la bonne brise que l'on voit tous arriver...

En Europe, la tendance n'est pas à la gestion de sortie de crise... mais à la gestion de crise tout court ! Une fois de plus, la Grèce, et c'était prévisible depuis le dernier compromis, se retrouve dos au mur, réclamant à l'Europe une nouvelle avance pour payer sa dette détenue en majorité, à quelques nuances près, par l'Europe elle-même... beau montage... Et les obligations grecques repartent pour la énième fois à la baisse, au plus bas même depuis 2013... éternel recommencement disait-on en début d'édition...

Mais après cinq ans d'efforts considérables des différentes parties, imaginons une sortie de la Grèce de la Zone Euro, le fameux « Grexit » ou « Grexident », menace brandie par certains comme si le dossier était confié à quelques inconscients capables de jouer l'avenir d'une construction européenne issue d'une guerre mondiale, sur un coup de dés (n'y réfléchissons pas trop cependant, on pourrait finir par en douter...). En quelques mots un grexident signifierait que les euros grecs ne seraient plus acceptés en Europe, la Grèce revient à la Drachme, la dévalue, retrouve des taux d'emprunt acceptables et une économie à peu près équilibrée.

Aujourd'hui les obligations gouvernementales grecques à 10 ans (qui valent 55% du nominal) pricent déjà un haircut immédiat de 70% et un taux post-grexit de 2% (taux du PSI de 2011), scénario envisageable puisque déjà mis en place pour le PSI de 2011, mais déjà extrême, voire plancher. Les obligations grecques sont donc déjà au prix d'une sortie de la Zone Euro.

Mais quid du Portugal ou même de l'Italie, de l'Espagne ou de la France eux aussi dans une situation économique plus que précaire si la solidarité européenne ne tient plus ?

Si la Grèce sort de l'Euro cela signifie pour un investisseur étranger qu'il doit pricer le risque de sortie de la Zone pour tout pays membre : les taux du Portugal, de l'Italie, de l'Espagne et probablement aussi de la France retrouveront instantanément leurs niveaux de 2012, voire plus : 12% pour le Portugal, 6% pour l'Espagne, 7% pour l'Italie, les actions dévissent, les spreads bancaires et corporates également et imaginez maintenant ce que cela provoquerait sur votre portefeuille... -20, -30, -50% de pertes ? A titre d'exemple, une obligation italienne à 10 ans perdra 50 figures, passant ainsi d'environ 135% à 85%... un risque majeur donc tandis que la rémunération de ces mêmes obligations est aujourd'hui quasi nulle : 1.2% pour l'Italie 10 ans, 0.43% pour la France, 1.6% pour le Portugal...

L'asymétrie du risque est donc totale entre la Grèce et les autres pays de la Zone Euro, l'une portant toute la rémunération d'un risque finalement commun à tous.

En conclusion, si on croit à une sortie de la Grèce de la zone Euro, il est urgent de tout vendre car l'ensemble des obligations baissera violemment ; si on ne croit pas à une sortie de la Grèce de la Zone Euro, autant acheter quelques obligations grecques, qui portent toute la rémunération du risque global européen et dont la décote issue d'un plan ou d'une dévaluation est déjà dans les cours.

Niveaux des taux et spreads

LES CORPORATES

	1 an	2 ans	3 ans	4 ans	5 ans	7 ans	8 ans	9 ans	10 ans
Taux Swaps en %	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,4	0,4	0,5	0,5
A	0,13 4	0,18 9	0,26 13	0,35 17	0,47 22	0,66 28	0,73 30	0,81 32	0,89 35
BBB	0,25 16	0,37 28	0,48 35	0,59 41	0,71 46	0,92 54	1,00 56	1,09 60	1,22 68

Taux de rendement actuariel moyen en %

Spread / swaps moyen en bps

Source : Octo AM, Bloomberg

LES FINANCIERES

	1Y	2Y	3Y	4Y	5Y	7Y	8Y	9Y	10Y
	1 an	2 ans	3 ans	4 ans	5 ans	7 ans	8 ans	9 ans	10 ans
Taux Swaps	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,4	0,4	0,5	0,5
AAA	0,0 -9	0,0 -8	0,0 -9	0,1 -10	0,1 -10	0,3 -10	0,3 -10	0,4 -10	0,5 -8
A/A-	0,2 12	0,3 19	0,4 26	0,5 31	0,6 35	0,8 41	- -	- -	- -
BBB	0,5 43	0,6 56	0,8 68	0,9 76	1,0 79	1,2 85	4,6 413	4,6 409	4,7 413

Source : Octo AM, Bloomberg

Evolution des taux 5 ans sur 5 ans

