

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	-0.27%	+0.63%	+3.05%
Iboxx € Gov	-0.37%	+0.9%	+3.96%
Iboxx € Corp	-0.09%	-0.26%	+1.28%
Iboxx € HY	+0.26%	-0.15%	+2.33%

Emissions à venir

Arcelor Mittal, Allianz, Bayer, Centrica, Prysmian, Stada, Veolia, DS Smith, Mohawk Industries
--

L'inflation

Pays	à 5 ans	Var. semaine
Europe	1.03%	-2 bps
Etats-Unis	1.73%	+5 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

Tandis que les chocolatiers s'activent pour confectionner nombre de cloches, œufs, poules et autres lapins, la fin du premier trimestre et l'approche du week-end de Pâques marque pour les financiers le temps d'un premier bilan. Si traditionnellement le premier trimestre de l'année est globalement porteur pour les marchés de crédit (allocations des institutionnels, marché primaire, resserrement des spreads en parallèle du marché actions...), 2015 pourra entrer dans les annales, aidée par les attentes puis l'entame du QE européen.

Voici un tableau récapitulatif des niveaux de taux, spreads et resserrements de diverses classes obligataires.

	Taux	Spread / Bund	Niveau 31/12/14	Resserrement ou Ecartement	Performance (coupon inclus)	Equivalent annuel
Maturité 10 ans						
Allemagne	0.20%	0	0.54%	-30bps	3.4%	15.2%
France	0.50%	30 bps	0.83%	-33 bps	3.57%	16.1%
Espagne	1.32%	112 bps	1.61%	-29 bps	3.1%	14%
Italie	1.35%	115 bps	1.89%	-54 bps	5.02%	23.1%
Portugal	1.78%	158 bps	2.69%	-91bps	9.44%	37.7%
Grèce	10.98%	1078 bps	9.74%	+124 bps	-5.55%	-21.5%
Financières BBB	1.48%	110 bps	1.93%	-45 bps	4.56%	18.2%
Non financières BBB	1.32%	112 bps	1.64%	-32 bps	3.12%	12.5%
Maturité moyenne de 5 ans						
HY - BB	2.86%	266 bps	3.16%	-30 bps (dont -20 de spread)	1.79%	7.2%
HY - B	6.39%	620 bps	6.89%	-50 bps (dont -40 de spread)	4.19%	16.7%

Quelles conclusions tirer de ces performances ?

1- S'il est possible que le QE continue d'exercer une pression à la hausse sur les prix (limitant ainsi le risque de perte en capital à court terme), cette performance trimestrielle n'est pas réalisable sur l'ensemble de l'année, au risque de voir des taux nettement négatifs sur l'ensemble des souverains. Certes, d'aucuns diront à juste titre que les taux réels ne seront pas forcément négatifs si l'inflation y est inférieure. A court terme, cela est envisageable et on peut imaginer des taux négatifs à 10 ans pour quelques souverains ; mais à plus long terme, et c'est l'horizon sensé d'une obligation à 10 ans, voir une inflation nettement négative signifierait : que le QE a échoué (puisque son objectif numéro 1 est de relancer l'inflation), que l'économie ne repart pas, que l'endettement des pays européens croît naturellement par la déflation... Peut-on croire que les spreads de crédit des souverains les plus endettés comme l'Italie ou la France resteraient longtemps aussi serrés dans ces conditions ? A moins que l'Europe instaure les Euroobligations, ce qui ne semble pas encore dans les tablettes, cela paraît difficile...

2- Globalement les classes les plus risquées ont relativement moins bien performé que les souverains (si l'on considère encore les souverains comme moins risqués...) ce qui peut s'expliquer par trois facteurs :

- Le marché primaire abondant, jusqu'à une quasi indigestion des investisseurs en fin de trimestre, qui pousse naturellement à l'écartement des spreads de crédit
- Le fait qu'elles n'ont pour le moment pas ou peu été concernées par le QE, à l'inverse des souverains, et n'ont donc pas profité de son effet « aspirateur »
- Les classes les plus risquées sont évidemment plus concernées par l'économie réelle qui n'a pas montré de signes de reprise significatifs

3- Le BB est la classe la moins performante du 1er trimestre : comme nous en avons parlé à plusieurs reprises, après plusieurs mois durant lesquels de nouveaux investisseurs, traditionnellement « investment grade », se sont positionnés sur cette catégorie, son rendement était devenu dès la fin 2014, peu attractif relativement au risque. Cette tendance devrait durer au cours des trimestres à venir.

4- L'écart entre le BB et le B s'est très légèrement résorbé mais reste très important et plus lié à la demande (BB plus accessible et simple d'analyse pour les investisseurs) qu'à l'offre (l'écart objectif de qualité est parfois tenu entre un BB- et un B+...).

5- Encore une fois, plus des trois quarts de la performance des obligations souveraines est issue de la plus-value et non du portage, ce qui devrait évidemment encore s'amplifier (dans un sens ou dans l'autre d'ailleurs !) vu le niveau actuel des taux, et modifier sensiblement le profil de risque des obligations « non risquées » ainsi que le profil des investisseurs obligataires : le Bund à 10 ans à 0.2% de rendement (soit moins que la plupart des frais de gestion) peut-il en effet concerner les mêmes acteurs que lorsqu'il offrait du 4% ? Alors qu'il était un actif de portage il y a encore quelques années, il devient maintenant uniquement un actif de protection ou de spéculation (comme l'or), avec donc d'autres risques, d'autres objectifs et d'autres horizons d'investissements. Si cela devient progressivement le cas des autres obligations liquides telles que la France ou certaines covered bonds, les obligations moins liquides, n'offrant pas les volumes et la rapidité d'exécution suffisants, restent en dehors de cette mutation.

6- Seule la Grèce a connu une performance nettement négative en raison des résultats électoraux puis des négociations difficiles avec l'Europe. Nous pensons cependant que les deux cas de figures seront favorables aux obligations grecques EN RELATIF aux autres souverains « risqués » (voir hebdo du 23 mars)

A l'investisseur de tirer maintenant les conclusions sur une allocation obligatoire pour les trimestres à venir, nous vous proposons de partager les nôtres les 9 avril prochain à 8h30 au cours d'un petit déjeuner dans nos locaux.

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		0,3		0,4		0,5		0,5		0,6	
A	0,14	5	0,19	10	0,27	14	0,37	19	0,49	24	0,69	30	0,76	31	0,84	32	0,92	35
BBB	0,25	17	0,38	29	0,49	36	0,61	43	0,74	49	0,95	56	1,03	57	1,12	60	1,24	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	
Taux Swaps	0,1		0,1		0,1		0,2		0,3		0,4		0,5		0,5		0,6	
AAA	0,0	-9	0,0	-8	0,0	-8	0,1	-9	0,2	-9	0,3	-9	0,4	-9	0,4	-8	0,5	-5
A/A-	0,2	11	0,3	20	0,4	28	0,5	34	0,6	39	0,8	44	-	-	-	-	-	-
BBB	0,5	45	0,7	59	0,8	71	1,0	79	1,1	82	1,3	87	4,6	411	4,6	407	4,7	411

Source : Octo AM, Bloomberg

Evolution des taux 5 ans sur 5 ans

