

## 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	+0.04%	+0.34%	+3.42%
Iboxx € Gov	-0.04%	+0.18%	+4.27%
Iboxx € Corp	+0.09%	+0.57%	+1.78%
Iboxx € HY	-0.29%	+0.64%	+2.81%

## Emissions à venir

Elis, Banco Popolare, Permanent TSB, Smiths, Kloeckner Pentaplast, Black rock, Brisa
--

## L'inflation

Pays	à 5 ans	Var. semaine
Europe	1.27%	+4 bps
Etats-Unis	1.87%	+11 bps

**OCTO Asset Management**  
 117 avenue des Champs Elysées  
 75008 Paris  
[www.octo-am.com](http://www.octo-am.com)  
 Tél : 0033.1.45.02.66.07  
 Email : [contact@octo-am.com](mailto:contact@octo-am.com)

La Grèce commence à franchement laisser les investisseurs et cela s'est bien vu dans l'évolution des marchés de crédit cette semaine. Jusqu'à présent le processus était considéré comme normal : élections en janvier d'un nouveau parti, négociations qui commencent durement, concessions de part et d'autre puis entente sur un peu moins d'austérité, un haircut significatif des obligations d'Etat, une sauvegarde des autres secteurs de l'économie, notamment bancaire comme en 2012, le tout pour préserver l'intégrité de l'Eurozone, ne pas créer de précédent et envoyer un signal fort en interne comme en externe.

Mais les opérateurs de marché ne sont traditionnellement pas très patients, et le mot est faible ! Et bien que la Grèce ne soit qu'un grain de sable dans les montants obligataires européens, une inquiétude persistante sur une fissure durable dans la zone ravive les tensions sur l'ensemble des périphériques : Portugal en tête avec +40bps sur la semaine (passant de 1.6 à 2%) sur l'obligation 10 ans soit quasiment 4% de moins-value (2 ans de portage !), puis Espagne et Italie, la France restant elle pour le moment dans le sillage de l'Allemagne...

Alors pourquoi maintenant ? Pourquoi d'un coup ? Pourquoi si violemment alors que finalement, aucun signal négatif (hormis quelques articles de la presse anglaise, mais nos chers voisins sont-ils vraiment réputés pour apaiser les tensions et aider à la construction européenne ?) n'a réellement été envoyé ?

Et pourquoi cette contagion immédiate alors que tout le monde semble dire que l'Europe est maintenant prête à exfiltrer la Grèce sans contagion ?

(Concernant le timing) Les marchés n'ont jusqu'à présent pas été spécialement plus patients qu'avant, c'est tout simplement qu'ils étaient drogués au fameux « bazooka » d'adrénaline lancé par Monsieur Draghi le 22 janvier ! Un arc-en-ciel géant, des fleurs magiques, des performances ahurissantes et exit la Grèce !! Enfin... exit des esprits de nos financiers ! Une fois le QE lancé, la routine reprend, les performances se stabilisent (cf performances du mois de mars), et les sujets de réflexion reviennent à l'esprit : la remontée des taux US, les émergents, mais aussi la Grèce ! Imaginons 5 secondes le discours du gérant : « Ah au fait, ils ont signé un accord avec l'Europe le petit pays du fond la bas ? – Non ? – Ok, je ne vais pas massacrer mes superbes performances du premier trimestre, j'allège un peu ce qui pourrait être concerné ! »

(Concernant la contagion à court terme) Les masses en jeu étant gigantesques, le levier étant probablement tout aussi important, les taux et les coupons étant si bas, la liquidité étant quoiqu'on en dise très faible, la plupart des grands investisseurs ayant les mêmes contraintes et les mêmes espérances de rendement (du fait des niveaux de taux et de spreads totalement écrasés), le mouvement est évidemment violent et extrêmement conductible ! Sur les obligations 10 ans La Grèce perd 5%, le Portugal 4%, l'Italie 2%, l'Espagne 2.5% sur une semaine, comme par hasard une semaine après les comités de début de second trimestre durant lesquels les autofélicitations ont dû pleuvoir pour les performances du premier ! ... Et on comprend ici pourquoi les gérants, du moins les plus importants, commencent à être qualifiés de systémiques par les régulateurs... Les banques ne fournissent plus de liquidité car elles devenaient systématiquement risquées, les gérants peuvent paniquer devant leur portefeuilles invendables et font chuter les prix drastiquement, le problème reste le même. Tant que les liquidités seront surabondantes, tout détenteur de ces liquidités aura sa part de risque systémique.

(Concernant la Grèce elle-même) Malgré l'impatience des financiers, et celle des politiques européens qui, pour la plupart, sont déjà embarrassés par de nombreux dysfonctionnements internes, les négociations avancent... Lentement mais le délai fixé au départ au 30 juin 2015 est encore loin de son terme... Et comme nous l'avons déjà dit, Monsieur Varoufakis, fin stratège adepte de la Théorie des Jeux, sait bien qu'au final, l'Europe, malgré les dires de la presse et de quelques politiques, perdrait beaucoup à créer un précédent et rendre possible la sortie d'un pays membre.

(Concernant la contagion à long terme) On pense d'abord évidemment au Portugal, qui fait le bon élève aujourd'hui pour clairement se différencier d'une Grèce dont les taux d'emprunt effraient, mais pourrait bien être tenté, une fois la voie tracée à Athènes, de sortir également : équilibre primaire atteint, nouveaux axes de développements économiques basés sur l'attractivité des autres Européens (entreprises, retraités...), poids de la dette existante écrasant... Puis, une fois les pays les plus critiques sortis, les dissensions apparaîtront forcément, l'Allemagne par exemple refusant de financer pendant des années des pays qui peuvent ensuite quitter la Zone du jour au lendemain. Après les pays de moindre qualité, on peut donc penser que les meilleurs pays au contraire sortiraient de la Zone Euro, y laissant les quelques mastodontes systémiques mais trop faibles pour la quitter, la France par exemple ?

En résumé, nous restons convaincus que l'Europe a plus à perdre dans une sortie de la Grèce que la Grèce elle-même. Cette dernière étant encore pour le moment décidée à trouver un compromis, celui-ci devrait être trouvé mais au dernier moment : soit mi-juin, quelques jours avant le délai fixé pour le versement de la prochaine aide, soit un peu avant si les tensions sur les niveaux de taux des autres pays (Espagne, Portugal, Italie notamment) devenaient trop fortes, mais il y a de la marge ! Le Portugal traite encore actuellement à 2% et une trop forte tension signifierait atteindre 5 ou 6% au minimum, soit des moins-values massives pour les portefeuilles ! L'issue sera donc probablement bonne mais la volatilité va maintenant entrer en jeu, il faut donc 1/être flexible, 2/avoir de la trésorerie, 3/être surtout patient.

## 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	0,1	0,2	0,3	0,3	0,4	0,4
A	0,09 2	0,15 8	0,23 13	0,33 19	0,43 25	0,62 32	0,70 35	0,77 37	0,85 40
BBB	0,24 18	0,35 28	0,45 35	0,56 42	0,66 47	0,82 53	0,90 55	0,98 58	1,06 62

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	0,1	0,2	0,3	0,3	0,4	0,4
AAA	0,0 -9	0,0 -9	0,0 -10	0,0 -11	0,1 -11	0,2 -11	0,2 -11	0,3 -10	0,4 -8
A/A-	0,1 6	0,2 15	0,3 23	0,5 32	0,6 38	0,8 48	- -	- -	- -
BBB	0,3 26	0,5 44	0,7 56	0,8 66	0,9 73	1,1 83	4,6 422	4,6 418	4,7 423

Source : Octo AM, Bloomberg

## Evolution des taux 5 ans sur 5 ans

