

L'allocation Octo

Financières sécurisées	-
Financières senior	+
Financières sub.	-
Corporates Inv. Grade	-
Corporates Cross-over	+
Haut Rendement	+
Etats Core	-
Etats périphériques	-

Nouvelle semaine de transition vers... la continuité...

Une semaine durant laquelle tous les yeux étaient tournés vers les USA et plus particulièrement sur Madame Janet Yellen, qui après un an de salamalecs avec les marchés financiers, pouvait enfin sortir les Etats Unis de la politique de perfusion économique et assainir son entame de reprise de croissance économique.

Evidemment, devant une telle révolution, les marchés financiers ne pouvaient que patienter quelques jours, comme ils le faisaient d'ailleurs depuis plusieurs semaines. Et on n'a guère vu de flux significatifs sur les marchés de crédit en début de semaine, ni sur le secondaire, ni sur le primaire...

Nous signalerons tout de même les obligations Casino/Rallye, dont les obligations se sont fortement écartées ; d'un côté Casino est très exposé au Brésil avec 30% de son chiffre d'affaires, de l'autre Rallye paye aujourd'hui son levier très agressif. L'action Casino ayant fortement chuté, les ratios de LTV (dette/Actifs) pourraient bien dépasser 100%, ratio évidemment critique... Nous noterons cependant deux points : 1/Rallye n'a aucun covenant bancaire sur ses ratios d'endettement, ce qui lui laisse environ 2 ans avant ses prochaines échéances, 2/Rallye bénéficie de 1.9Mds€ de lignes de crédit qui pourront être utilisées en cas de fermeture des marchés ou d'un coût de financement trop important, moyen qui avait déjà été utilisé en 2008-2009 tandis que les banques avaient largement moins de marge de manœuvre. Rallye reste donc une signature très risquée puisque dérivée du cours de l'action Casino, mais ne mérite pas forcément le sell-off actuel sur les souches courtes 2016-18. (Rallye 2018 à swaps +500)

Concernant la non-décision de la FED, qui est malgré tout l'évènement de la semaine, nous offrirons trois hypothèses :

1- Après le déclin du pouvoir politique sur le pouvoir économique et financier, c'est maintenant aux banques centrales de s'incliner devant les marchés, et, ne voulant déstabiliser un système devenant trop puissant, elles n'osent plus revenir en arrière, alimentant les bulles les unes après les autres, sans jamais agir pour les dégonfler... alors elles éclatent...

2- Madame Yellen pense vraiment que la situation internationale est devenue trop risquée pour intervenir maintenant : Chine, Brésil, pétrole, hausse du dollar... Dans ce cas, il est inconcevable que la situation change dans les semaines à venir et une hausse des taux d'ici la fin de l'année est quasiment unimaginable ; si elle l'est c'est que les banquiers centraux sont devenus des êtres bien naïfs, capables de croire que la santé du monde pourra changer en une vingtaine de jours ouverts... peu probable... mais dans ce cas il est possible que les USA, à force de repousser l'échéance de hausse des taux pour préserver leur économie, soient définitivement passés à côté de leur changement de politique monétaire et n'aient désormais déjà plus aucune cartouche pour la prochaine crise, peut-être pas si loin...

3- Madame Yellen et ses collègues n'ont tout simplement pas réussi à se forger un avis clair sur la situation. Et on peut comprendre que les imbrications actuelles, entre politique européenne, croissance chinoise, crise brésilienne, géopolitique pétrolière, guerre des changes, etc... poussent à réfléchir quelques semaines de plus tant l'enjeu est de taille. Gardant encore quelque confiance dans le pouvoir des banques centrales et la qualité de ses dirigeants, là est notre scénario privilégié, scénario qui pourrait entraîner une hausse des taux à tout moment, à partir d'octobre jusqu'à dans 6 mois, comme jamais...

Tout est ouvert donc, avec les incertitudes et la volatilité que cela entrainera encore pour les mois à venir, les marchés d'actions l'ont bien traduit ce vendredi. Concernant l'obligataire, on se méfiera du haut rendement, en ligne avec les actions, et on pourra se positionner sur les souverains pour quelques semaines avec le risque de retournement à tout moment. Le primaire devrait également repartir significativement les jours prochains, mais nous conseillerons d'être très parcimonieux, les émissions récentes n'ayant en moyenne guère performé.

Malgré l'absence de flux que nous mentionnions en début d'édition, on notera encore une fois, les saccades exagérées sur quelques émetteurs privés ce qui nous semble de plus en plus fréquent : quoi de plus efficace pour conserver la rentabilité de traders sans books, réglementation oblige, que de créer de la volatilité pendant quelques jours sur une poignée de noms ciblés, en appuyant de quelques commentaires alarmistes puis euphoriques et de pléthore de prix plus ou moins factices, assurant en quelques opérations des marges impressionnantes sur des tailles limitées... le tout en n'agissant désormais plus comme partie prenante de la transaction mais la plupart du temps comme broker.

A titre de réflexion d'ailleurs, vu que la semaine n'a guère apporté son lot de sujets, FED oblige, nous mentionnerons la question de la valorisation. Alors qu'il y a quelques années, la liquidité était assurée par les market-makers, pour la plupart des banques d'investissement, leurs prises de positions sur le marché se matérialisaient par des prix, non garantis mais relativement fiables, pour acheter ou vendre, ce qui pouvait donc justifier la valorisation d'une obligation et par effet de cascade la valorisation d'un fonds, prix officiel et réglementé pour l'achat ou la vente de parts d'un investisseur.

Point capital car nous notons actuellement que bon nombre de prix affichés par lesdits « market-makers » n'ont plus aucune fiabilité, y compris sur des noms 'standards', provoquant ainsi des écarts de prix réels achat/vente de 2 à 5% pour des corporates à 10 ans et jusqu'à 1% pour des obligations souveraines indexées inflation par exemple... ce qui implique deux questions :

1/ Avec des taux souverains 10 ans à 1% en moyenne et des primes de crédit entre 1 et 3% pour la plupart, peut-on encore justifier de payer 2 à 5%, soit plus d'un an de portage, pour un achat/vente de titres ?

2/ En cas de rachats seulement significatifs (et même pas massifs !) sur la plupart des fonds obligataires de grande taille, ETF et fonds benchmarkés majeurs en tête, il est probable que la valorisation du fonds à un instant T ne soit absolument pas le prix traitable de la somme des obligations dudit fonds sur le marché ; ce qui signifie que 1/ les ETF et fonds obligataires de grande taille deviennent risqués 2/ il faut préserver en permanence de la trésorerie vu que la liquidité n'est plus, 3/ les péripéties de 2008 des fonds monétaires pourraient se produire bientôt sur des fonds obligataires 4/ il est urgent de trouver une alternative à la valorisation et/ou aux transactions par le système du market making, dépassé par la réglementation et le marché 5/ certains asset-managers sont clairement systémiques puisque incapables de céder leurs positions en une durée limitée.

Perspectives

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

Indices obligataires

Perf %	Sem.	Mois	YTD
Iboxx € Overall	+0.10	-0.28	+0.34
Iboxx € Gov	+0.29	-0.12	+0.78
Iboxx € Corp	-0.24	-0.74	-1.13
Iboxx € HY	-0.27	-0.52	+0.96

Emissions à venir

Campari, Conwert Immobilien, Digital Realty, OMV hybride, PGE, Technip, ASR, Danica Pension, Humanis, Gothaer
--

L'inflation

Pays	5 ans	Var. semaine
Europe	0.86%	+1 bps
Etats-Unis	1.44%	-1 bps

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 %	0,0		0,1		0,1		0,3		0,4		0,7		0,8		0,9		1,0	
A	0,20	17	0,31	25	0,46	32	0,65	39	0,82	43	1,14	49	1,28	49	1,41	50	1,53	51
BBB	0,35	32	0,54	47	0,72	57	0,92	66	1,11	72	1,42	77	1,56	77	1,69	78	1,81	80

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	0,0		0,1		0,1		0,3		0,4		0,7		0,8		0,9		1,0	
AAA	0,0	-4	0,0	-5	0,1	-5	0,2	-6	0,3	-7	0,6	-8	0,7	-9	0,8	-10	0,9	-10
A/A-	0,2	18	0,4	31	0,6	43	0,8	52	1,0	60	1,4	72	-	-	-	-	-	-
BBB	0,5	43	0,8	70	1,0	87	1,3	100	1,5	110	1,9	121	-	-	-	-	-	-

Source : Octo AM, Bloomberg

Evolution des taux 5 ans sur 5 ans

