

## L'allocation Octo

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

Depuis fin novembre, en particulier dans notre dernier hebdo, nous mettons en garde sur l'attente beaucoup trop forte des marchés des décisions de Monsieur Draghi pour relancer le QE. Au final, une fois de plus, ce sont donc encore les excès qui ont effectivement conduit les marchés ces dernières semaines, excès qui ont été corrigés en à peine une demi journée, pénalisant massivement les performances des principaux indices obligataires, et donc de bon nombre de portefeuilles et ETF : -0.93% pour l'Iboxx Euro Overall sur la semaine, -1.1% pour l'Iboxx € Souverain, -0.71% pour l'Iboxx corporates, -0.39% pour l'Iboxx High yield.

Logiquement les actifs obligataires « risqués », entendons par là les obligations d'entreprises, ont moins pâti de ce revirement, puisqu'elles n'avaient que peu suivi le mouvement de hausse massive des souverains ces dernières semaines, largement achetés par les opérateurs de marché pour « jouer la tendance QE »... Car on le sait malheureusement, le QE de Monsieur Draghi privilégie les Etats en priorité, eux qui ont déjà été largement bénéficiaires de leur propre politique de surendettement au détriment des autres acteurs économiques, foyers en tête, pendant les quelques décennies passées...

Les marchés attendaient que Monsieur Draghi pose toutes ses cartes sur la table, et on saluera qu'il préserve une certaine marge de manœuvre dans un environnement plus qu'incertain :

- Lancée il y a seulement 6 mois en Europe, la politique de quantitative easing a mis plus de cinq ans à porter quelques fruits aux USA, qui, on le sait, ont une flexibilité et une réactivité 'légèrement' supérieure à celle de notre chère Europe...

## Perspectives

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

- Monsieur Draghi devait protéger sa zone tout en se préservant une marge de manœuvre, au cas où l'action prochaine de Madame Yellen, qui pourrait ce mois ci mettre un terme symbolique à sa politique ultra accommodante en relevant légèrement les taux, aurait des répercussions sur le système financier et l'économie mondiale (bien qu'elle ait largement préparé le terrain...)

Au final, malgré ce léger point positif, gardons en tête que : 1/ la BCE est trop impatiente après avoir beaucoup trop attendu, 2/ les prévisions d'inflation et de croissance ont une nouvelle fois été révisées à la baisse, 3/ c'est plus par un choc de confiance que par un choc 'opérationnel' que Monsieur Draghi tente de relever l'UE, confiance largement perdue comme on l'a encore vu ce dimanche en France...4/ le QE est toujours mal canalisé, privilégiant exclusivement les 'mamouths étatiques' et les banques aux entreprises et aux foyers, 5/ tant que les Etats ne se désendetteront pas, et ce n'est pas demain, toute reprise sera annihilée, 6/ au final, après des années d'injections de liquidités aux USA, puis au Japon, puis en Europe, puis peut-être en Chine, on peut envisager que la prochaine crise soit inflationniste, les Banques Centrales perdant la main tant les masses en jeu seront importantes. Ce n'est sûrement pas pour 2016 mais il est malgré tout préférable de le garder à l'esprit tant ce type de crise est violente.

## Indices obligataires

Perf %	Sem.	Mois	YTD
Iboxx € Overall	-0.93	+0.44	+1.01
Iboxx € Gov	-1.10	+0.56	+1.56
Iboxx € Corp	-0.71	+0.30	-0.52
Iboxx € HY	-0.39	-0.53	+1.70

Pour mémoire, voici un tableau récapitulatif des actions entreprises ou non par Monsieur Draghi cette semaine :

	Anticipé par le marché	Réalisé
Taux de dépôt	-20/30bps	-10bps
Taux de refi	inchangé	inchangé
Taux d'escompte ou taux de prêt marginal	inchangé	inchangé
Montant mensuel d'acquisitions d'actifs	Augmentation d'une quinzaine de milliards/mois	inchangé
Type d'actifs acquis	Dettes d'états, corporates, loans bancaires	Govies et dette régionale
Extension de temps LTRO	2017	6 mois
Incitations réglementaires	contraindre les banques à prêter par des pénalités sur les dépôts	inchangé

## Emissions à venir

Unedic, Commerzbank, CIBC, Lettonie, Vivat, Vonovia
---

Sur les corporates, les principales nouvelles, venaient cette semaine du segment haut rendement :

- Dernières tentatives d'Abengoa pour trouver des bienfaiteurs peu regardants : il semblerait que la tentative soit assez vaine et on voit mal qui pourrait s'intéresser à un tel vaisseau fantôme, dont la gouvernance est peu justifiable, l'endettement colossal et les actifs bien difficiles à évaluer... Notons d'ailleurs que la majeure partie des actifs d'Abengoa concerne les énergies renouvelables : sans être trop cynique, il est probable que le bas prix du pétrole pèse plus dans la balance que COP21 et que les actifs d'Abengoa ne valent donc aujourd'hui plus grand-chose en comparaison des dépenses engagées (et donc de dettes contractées...) et des estimations inscrites au bilan... La 'recovery' pourrait bien être très très basse malgré les estimations de certains...

## L'inflation

Pays	5 ans	Var. semaine
Europe	1.06%	-2 bps
Etats-Unis	1.68%	+5 bps

- Discussions autour du financement du rachat de NOL par CMACGM : un rachat entièrement financé en cash serait une très mauvaise nouvelle pour le crédit de l'armateur français mais quand on fait un retour en arrière de quelques années, on se souviendra que la famille Saadé n'est pas spécialement 'bond-friendly' et a fait preuve par le passé d'une certaine agressivité dans son développement et sa stratégie... risquant même la survie de l'entreprise en 2011-2012. Les nouvelles du week-end n'augurent rien de bon pour les obligataires et pourraient bien traduire la volonté de CMA de financer toute son acquisition par de la dette bancaire (et donc senior aux obligations), le tout dans un marché du fret sinistré et aux perspectives guère meilleures...

- Augmentation de capital de CGG : comme nous le disions dans un précédent hebdo, nous apprécions la gestion de crise de CGG qui met à profit le temps qui lui reste avant ses échéances importantes pour mettre en place une restructuration financière efficace. Après l'échange de l'obligation 2017 en un prêt 2019, c'est aujourd'hui 350M€ de capital qui devraient être injectés dans l'entreprise. Vu la connaissance du management de sa base d'investisseurs, on peut estimer qu'il n'a pas proposé ce type d'opération sans avoir sondé auparavant les plus importants et on peut accorder une probabilité significative à son succès. La BPI, actionnaire à hauteur de 11%, avait d'ailleurs déjà annoncé sa capacité et son souhait de participer à une telle opération le cas échéant.

## 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		0,0		0,0		0,2		0,3		0,6		0,7		0,9		1,0	
A	0,14	17	0,25	29	0,41	38	0,61	46	0,80	51	1,15	57	1,30	58	1,43	57	1,54	56
BBB	0,28	31	0,46	50	0,64	61	0,85	69	1,04	75	1,36	78	1,50	78	1,64	78	1,77	79

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		0,0		0,0		0,2		0,3		0,6		0,7		0,9		1,0	
AAA	0,0	-1	0,0	3	0,1	4	0,2	3	0,3	2	0,6	0	0,7	-1	0,8	-2	0,9	-3
A/A-	0,2	20	0,3	34	0,5	44	0,7	53	0,9	60	1,3	70	-	-	-	-	-	-
BBB	0,3	38	0,6	61	0,8	75	1,0	86	1,2	94	1,6	101	-	-	-	-	-	-

Source : Octo AM, Bloomberg

## Evolution des taux 5 ans sur 5 ans

