%OSGT

Observatoire des Stratégies de Gestion de Taux

Rapport semestriel
Septembre 2015

HOUSE OF FINANCE
Université Paris-Dauphine

CONVICTIONS
Asset Management

MORNINGSTAR®

Avec le soutien de af2i

Composition des instances de l’ Observatoire

Membres du Comité consultatif (Investisseurs):

- **Jean EYRAUD**, Président de l’Af2i (Association française des investisseurs institutionnels)
- **Eric DUBOS**, Directeur Financier de la MACSF
- **Sylvain de FORGES**, Directeur Général Délégué d’AG2R La Mondiale
- **Olivier HEREIL**, Directeur Général Adjoint de BNP Paribas Assurances - Cardif
- **Xavier LEPINE**, Président du Directoire du Groupe La Française
- **Michel MANTEAU**, Responsable des gestions de la CARMF
- **Philippe MIMRAN**, Directeur Délégué de la Division Gestions d'Actifs Cotés d’EDF
- **François MOLLAT du JOURDIN**, Président de MJ et Cie
- **Jean-Paul MULLER**, Directeur de la Caisse de Retraite des Notaires

Conseil de l’Observatoire (les partenaires) **:**

- **Jean-François BAY, Alban DUCHAINE**, Morningstar France
- **Serge DAROLLES, Fabrice RIVA**, Université Paris-Dauphine
- **Philippe DELIENNE**, **Nicolas DUBAN**, **Dominique MARIETTE**, Convictions AM
- **Jacques NINET**, Conseiller de Convictions AM

Sommaire

- OSGT – réunion du 21 septembre 2015 (synthèse) ……. page 4
- Environnement macro-économique ……..……..... page 7
- Le succès des stratégies de diversification obligataire …….. page 15
- ETFs obligataires et liquidité ……... page 33
- Quoi de neuf à Jackson Hole ? …….. page 38
- Programme de Recherche ……..……..…….. page 40
- La prise en compte de la liquidité dans un fonds de fonds risques et opportunités …… page 48
- Annexes ……. ……..…….. page 59

Comité Consultatif de l’Observatoire

réunion du 21 septembre 2015

Synthèse par Jacques NINET

Jacques NINET a partagé sa vie professionnelle entre les marches financiers et l'Université. Il a notamment occupé des fonctions de responsable des financements au CEPME, puis dirigé les équipes de gérants de diverses sociétés d'Asset mangement, dont Fimagest, Barclays et dernièrement Sarasin France. Tout au long de sa carrière il a exercé des activités d’enseignant-chercheur associé dans des masters spécialisés en finance, tout en participant à divers groupes de recherche sur la finance responsable et le développement durable. Jacques NINET a publié de nombreuses études sur la finance et le développement durable. Diplômé de l'ESCP et ancien élève de l'Institut Technique de Banque

Synthèse des travaux

Cette deuxième séance, la première « opérationnelle, après celle de lancement de mars dernier, avait un double but : prendre connaissance des travaux menés par chacune des trois entités de l'observatoire au cours des six derniers mois ; lancer un programme de recherche coordonné, dans une approche empirique et pluridisciplinaire répondant à la fois au contexte de marché (taux bas) et aux interrogations des investisseurs (liquidité). Ceci conformément aux conclusions du comité de mars : « *Une première démarche pragmatique va consister à observer semestre après semestre les principales modifications de comportement et les résultats ».*

La séance s'inscrit dans un contexte très spécifique pour les taux d'intérêts, qui ont peut-être formé un « bottom » historique sur le rendement du Bund allemand en avril dernier, à 0,05%, avec une perspective de découplage entre des taux durablement très bas en Europe et des taux américains sous l'épée de Damoclès de la normalisation annoncée (mais différée).

Ce contexte conduit à s'interroger sur deux sujets de recherche qui vont faire l'objet de développements au cours des 6/12 prochains mois et qui ont d'ores et déjà constitué le cœur des travaux.

Synthèse des travaux

- Le premier sujet concerne l'attitude des fonds obligataires à duration longue (fonds benchmarkés et ETF), dès lors que la tendance baissière des rendements va faire place soit à une période d'indécision prolongée et donc marquée par une forte volatilité autour des niveaux actuels, soit à une inversion de tendance, avec une remontée progressive des taux. Avec dans tous les cas un rapport entre sensibilité à la variation de taux et rendement courant à un niveau record. Une projection des taux d'intérêts sur les vingt-cinq prochaines années, par simple renversement de l'évolution qu'ils ont connue de 1990 à maintenant, a été présentée. Une étude plus complète, comparant les performances des fonds obligataires traditionnels (i.e. long only à duration stable) à celles des fonds assurantiels en euros, achevée après la séance du comité, est jointe au présent compte-rendu.
- L'axe de recherche cohérent avec ces analyses consiste à étudier les performances des fonds obligataires sous l'angle de l'asymétrie de leurs performances et de leur capacité à absorber/minorer la volatilité du benchmark. Ce travail sera mené en coopération entre Morningstar et Convictions AM.
- Le second sujet, dans la continuité de l'Université d'Eté de l'Asset Management, concerne la liquidité des fonds en général et celle des deux cas particuliers que constituent les fonds de fonds et les ETF. S'agissant de la multi gestion, les équipes de Convictions AM (qui ont présenté ce dossier à l'UAM) ont rappelé le rôle déterminant de la liquidité dans le processus de sélection des fonds. Ils insistent sur la nécessité de disposer d'outils robustes pour estimer la liquidité des fonds, à travers un scoring, et d'un indicateur avancé de la liquidité du marché. Sur le sujet des ETF, la House of Finance de Dauphine a mené des études académiques poussées sur le compartiment des ETF actions, études qui pourraient être transposées à l'univers obligataire : c'est un des sujets qui devrait être abordé par le rédacteur de la thèse CIFRE, dont le contrat est en cours de finalisation entre l'Université Dauphine et Convictions AM (un des autres sujets de cette thèse pouvant être précisément la mesure d'asymétrie des performances).
- S'agissant des évolutions constatées dans l'univers des OPCVM, Morningstar souligne le volume élevé de collecte qui porte la capitalisation boursière de l'ensemble des fonds (monde) à plus de 6 000 MDS. Sur le marché européen ce sont les catégories « *corporate* » et « *other bonds* » qui arrivent en tête de la collecte, alors que les fonds diversifiés et court terme ferment la marche des collectes positives. En revanche les fonds *high yield* et *Emerging markets* sont en décollecte. Un premier enseignement à tirer de ces données serait de croiser systématiquement les performances constatées avec les flux enregistrés pour mesurer la pertinence des choix des investisseurs.
- Suite à cette revue des fonds et des performances catégorielles, les participants ont rappelé qu'un des objectifs centraux de l'Observatoire était de rendre compte des innovations en matière de stratégie de gestion. Là aussi le contexte incertain qui a été dessiné au cours de ce comité ne fait que renforcer cette demande.

Environnement macro-économique

par Frédéric Bensimon

Frédéric Bensimon est analyste-gérant chez Convictions AM depuis 2015, en charge de la gestion de taux et la sélection de fonds obligataires. Il a effectué l'essentiel de sa carrière dans le domaine de la gestion de taux dans différentes banques et sociétés de gestion. Ainsi, de 1987 à 1998, il a participé à la création de la Banque Arjil puis de sa société de gestion. Il rejoint en 1998 la gestion obligataire du groupe ABN Amro(NSMD). En 2001 il développe à Paris le département de gestion Fixed Income chez Invesco Paris. En 2005, il crée l'expertise High Yield chez EQUIGEST, puis rejoint Unigestion Paris et prend en charge la sélection des fonds de Fixed Income au sein de l'activité de Family Office. Il a une formation d'actuaire du CNAM.

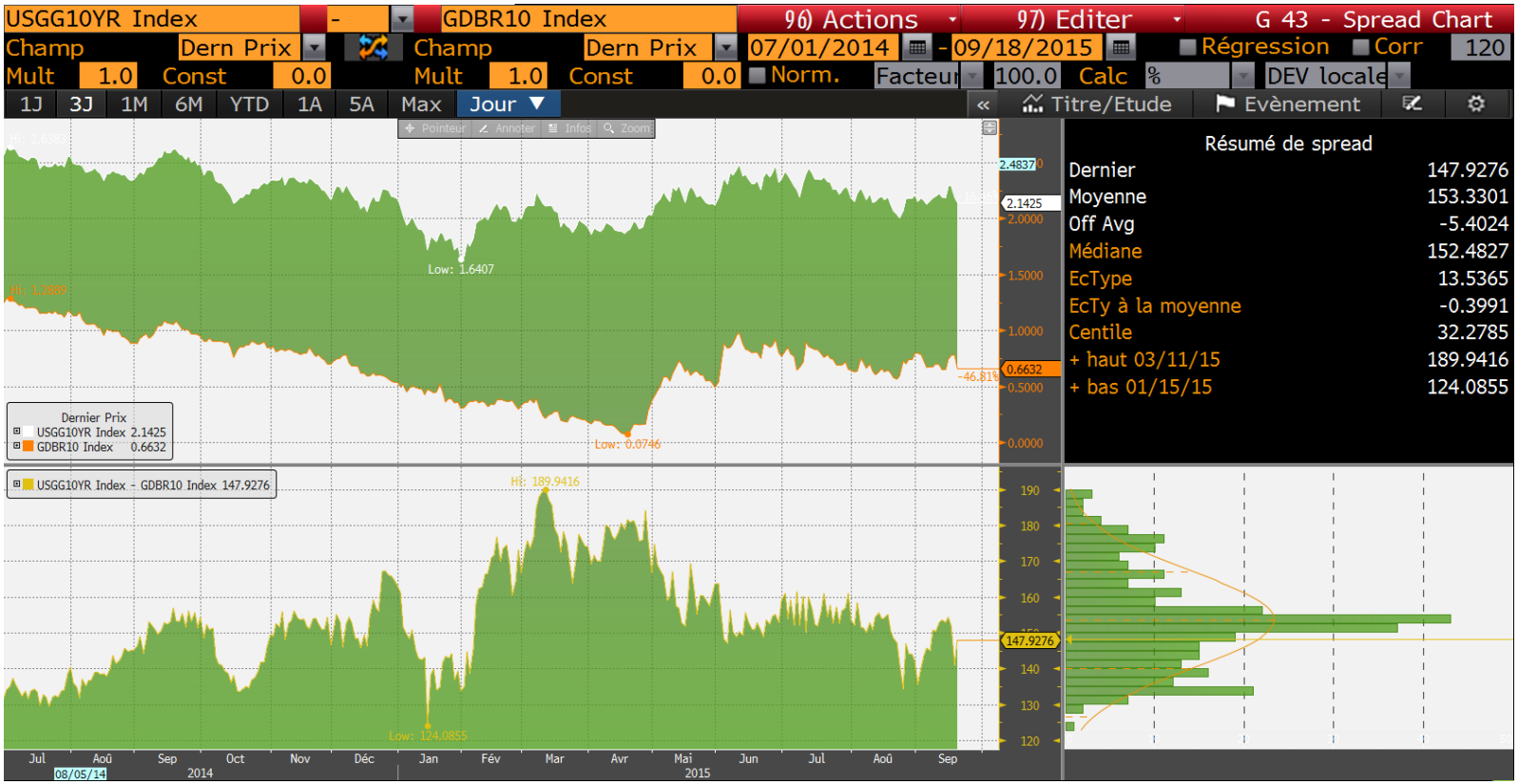
CONVICTIONS
Asset Management

Evolution des taux à 10 ans allemand

I. En dépit d'un contexte très volatil lié à la crise grecque et la dévaluation de la devise chinois, les rendements obligataires allemand à 10 ans oscillent dans un canal de 15pb (0,60% - 0,80%)

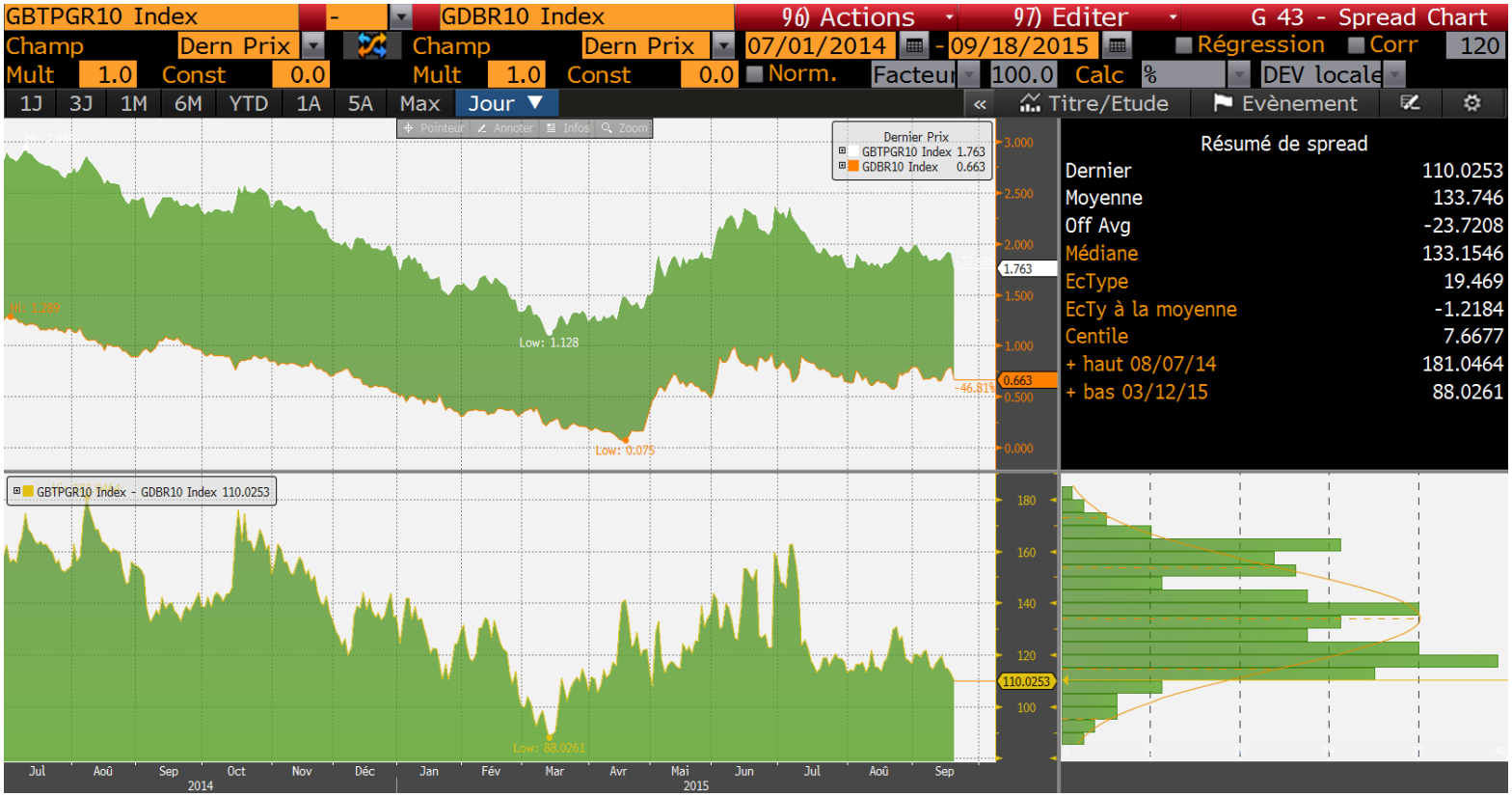
Evolution des spreads Etats-Unis - Allemagne

I. L'écart de rendement à 10 entre les obligations américaines et allemandes demeure relativement stable. Il ne révèle aucune crainte sur les perspectives d'amélioration de ces économies.



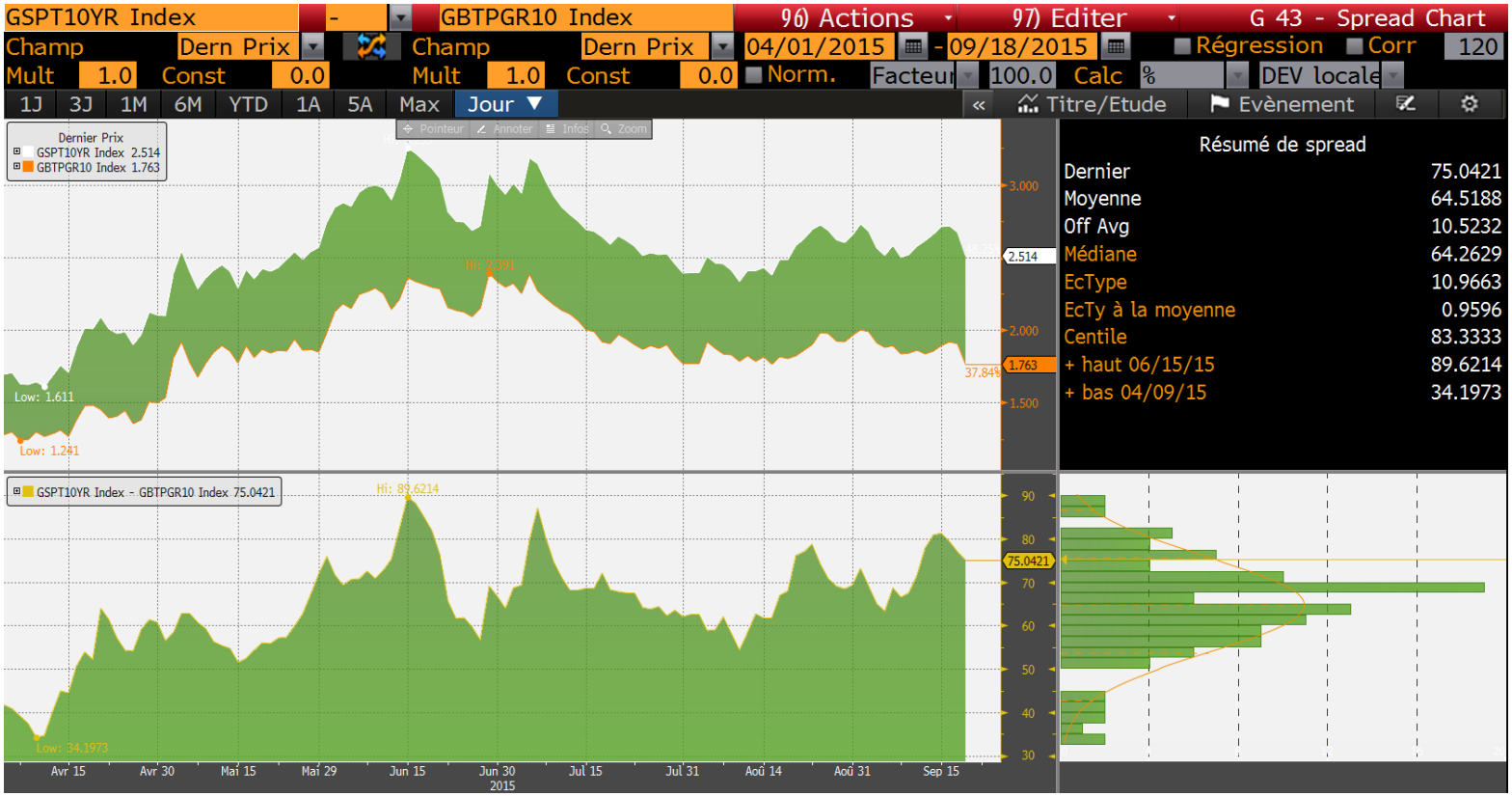
Evolution des spreads Allemagne - Italie

I. La résolution de la crise grecque a fait disparaitre les craintes de diffusion aux autres pays périphériques. L'écart de rendement revient rapidement sur les niveaux d'avant crise.



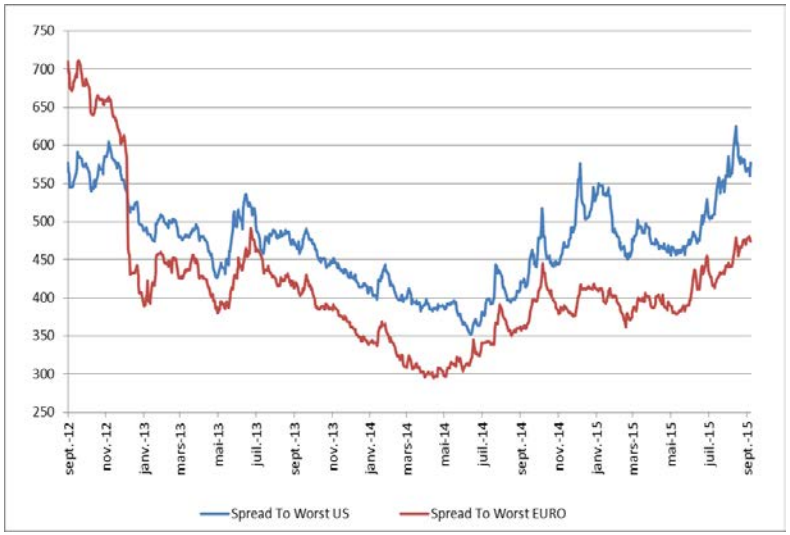
Evolution des spreads Espagne - Italie

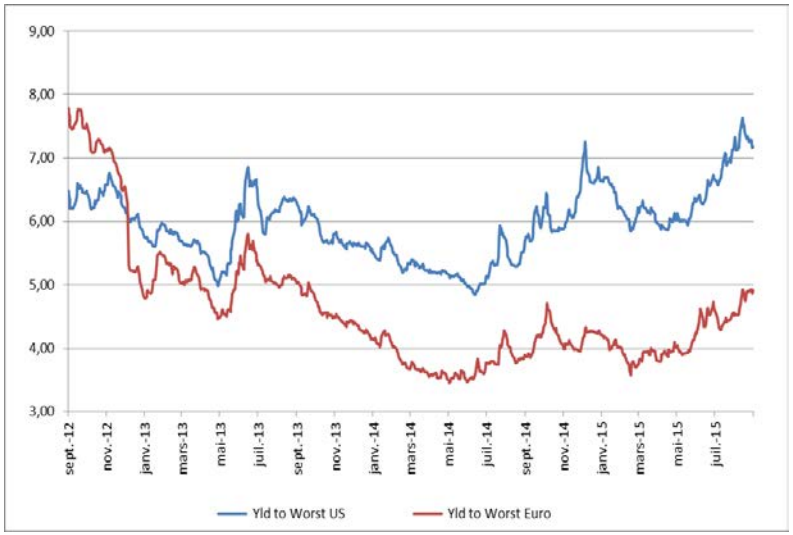
I. La situation en Espagne est en revanche différente. Les élections régionales en Catalogne entretiennent un doute sur une éventuelle sécession du gouvernement central.



Evolution des spreads de crédit sur le High Yield

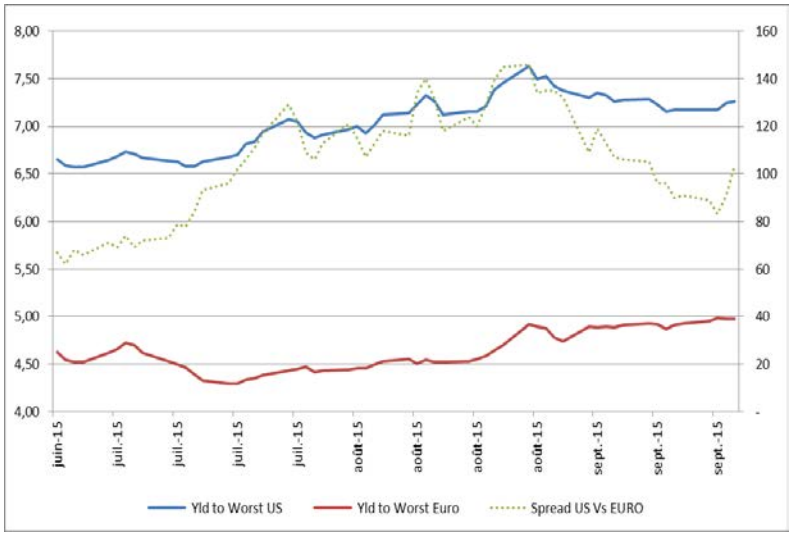
I. Les rendements des obligations à haut rendement renouent avec les niveaux de 2013. Cela constitue un point d'entrée intéressant d'autant que les fondamentaux sont plus positifs.





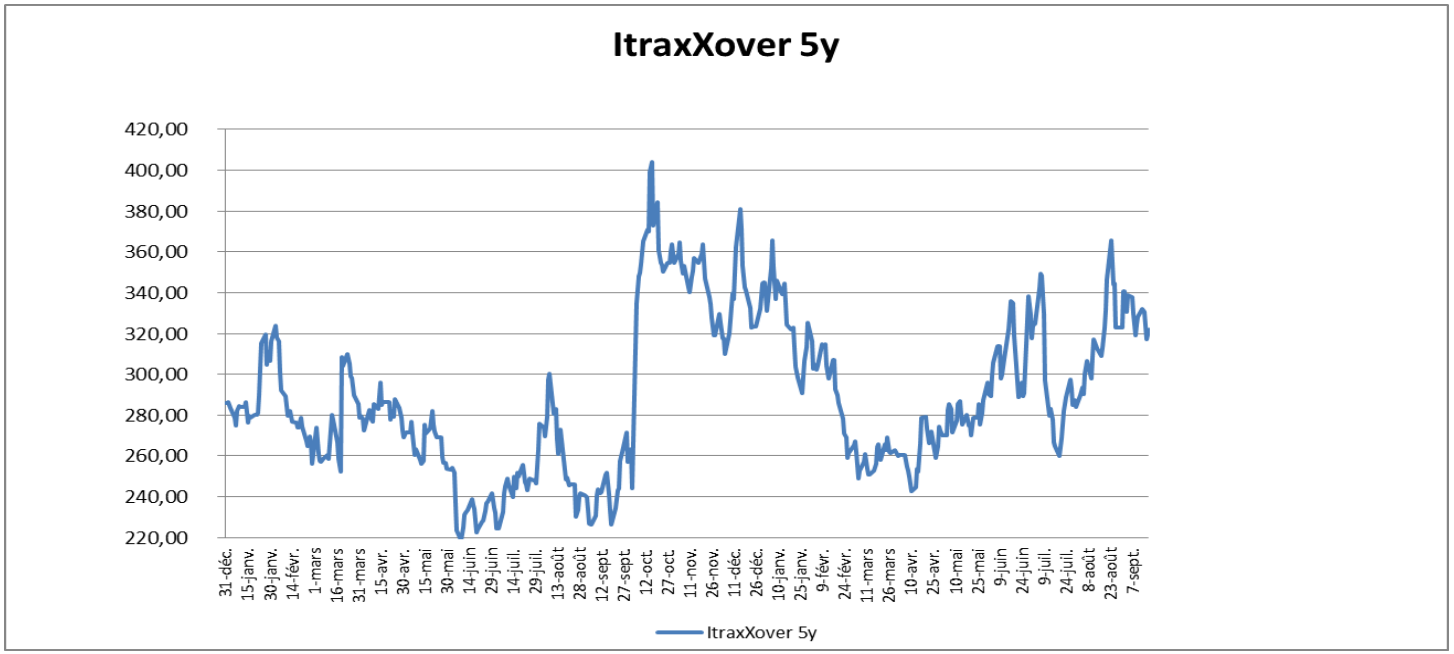
Evolution des spreads de crédit sur le High Yield

I. Les rendements des obligations à haut rendement renouent avec les niveaux de 2013



Evolution de l'indice Itraxx CrossOver 5 ans

I. La prime CDS revient sur les niveaux 320 pb mais avec plus de volatilité



Le succès des stratégies de diversification obligataire

par Jean-François Bay

Jean-François Bay est le co-fondateur et Directeur Général de Seed Finance et Multiratings, il a rejoint Morningstar lors de l'acquisition de Seed Group en juillet 2010. Jean-François Bay est notamment Membre honoraire Fondateur de l'Af2i (Association Française des Investisseurs Institutionnels) et Administrateur-trésorier de la CNCIF (Chambre Nationale des Conseillers en Investissement Financier). Jean-François Bay est par ailleurs administrateur de l'Association de Défense des investisseurs (ADI). Diplômé de l'Institut Supérieur du Commerce (ISC) option Finance.

MORNINGSTAR®

Le succès des stratégies de diversification obligataire

- Les produits obligataires au coude à coude avec les fonds actions sur 1 an de collecte
  … mais une part de marché 3 x inférieure :

Global Broad Category Group

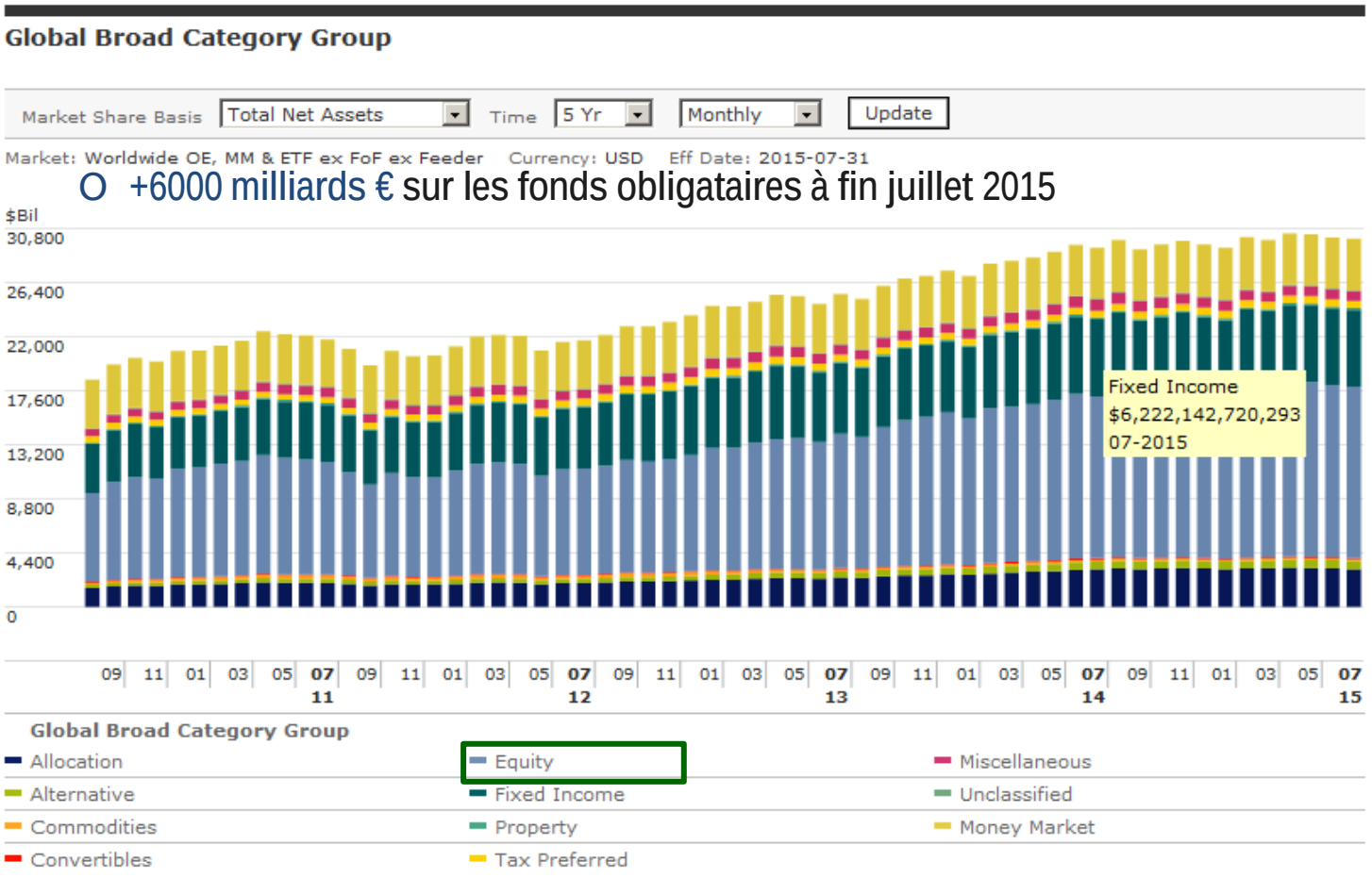
	Name	Estimated Net Flow ($Mil) 1-Mo	QTD	YTD	1-Yr	Market Share Basis: Estimated Net Flow ($Mil) 07-2015	Mkt Sh%	Rank	07-2014	Mkt Sh%	Rank	# of Funds Reported	Total
	Allocation	11,872	11,872	146,144	242,195	11,872	6.895	5	35,418	25.225	3	12,194	13,598
	Alternative	14,722	14,722	73,981	87,651	14,722	8.549	3	8,320	5.926	5	3,381	4,027
	Commodities	(2,475)	(2,475)	4,418	316	(2,475)	(1.437)	11	2,438	1.736	7	788	872
	Convertibles	(238)	(238)	3,735	1,430	(238)	(0.138)	9	(735)	(0.523)	10	272	290
1	Equity	37,160	37,160	195,245	351,660	37,160	21.580	2	36,829	26.230	2	23,549	26,339
2	Fixed Income	14,603	14,603	214,178	300,835	14,603	8.481	4	41,405	29.489	1	12,746	13,673
	Property	808	808	7,361	16,521	808	0.469	6	339	0.242	9	123	246
	Tax Preferred	238	238	10,282	28,449	238	0.138	7	1,665	1.186	8	611	612
	Miscellaneous	(1,239)	(1,239)	35,479	56,791	(1,239)	(0.719)	10	5,584	3.977	6	13,675	14,788
	Unclassified	(238)	(238)	958	2,132	(238)	(0.138)	8	(1,024)	(0.729)	11	638	1,991
	All Long Term	**75,212**	**75,212**	**691,781**	**1,087,9...**	**75,212**	**43.679**		**130,240**	**92.758**		**67,977**	**76,436**
	Money Market	96,981	96,981	6,935	188,758	96,981	56.321	1	10,168	7.242	4	2,235	2,525
	Total	**172,193**	**172,193**	**698,716**	**1,276,7...**	**172,193**	**100.000**		**140,408**	**100.000**		**70,212**	**78,961**

(source : Morningstar) – Data as of 31/07/15

- **300 milliards € de collecte nette sur les fonds obligataires sur 1 an dans le monde**

Le succès des stratégies de diversification obligataire

- L'évolution des actifs nets depuis 2010



(source : Morningstar) – Data as of 31/07/15

Le succès des stratégies de diversification obligataire

- Les produits obligataires 4 fois supérieurs aux fonds actions sur 1 an de collecte
  … mais une part de marché qui reste inférieure en Europe :

Global Broad Category Group

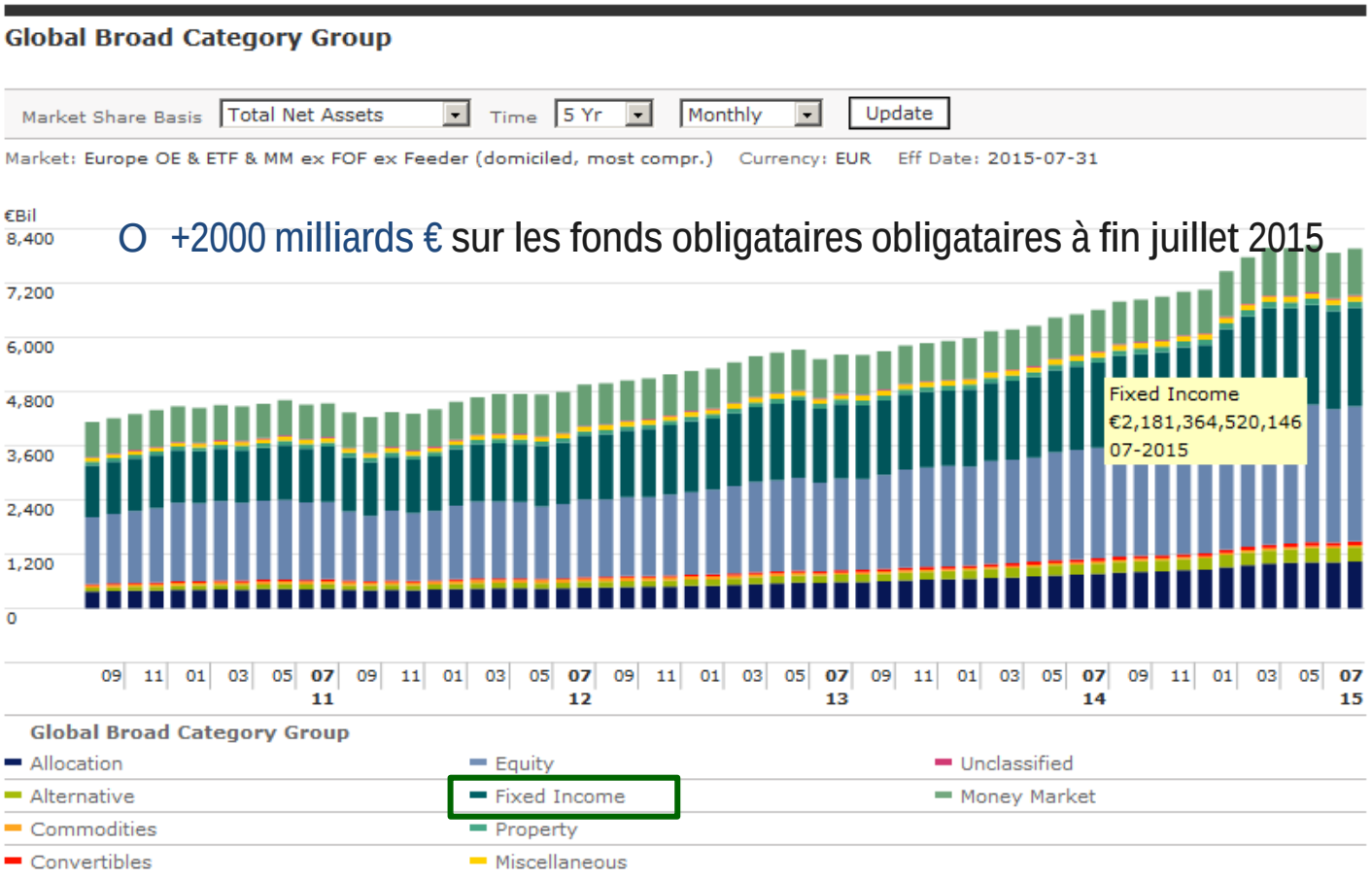
Name		Estimated Net Flow (€Mil) 1-Mo	QTD	YTD	1-Yr	Market Share Basis: Total Net Assets (€Bil) 07-2015	Mkt Sh%	Rank	07-2014	Mkt Sh%	Rank	# of Funds Reported	Total
Allocation		9,293	9,293	112,599	165,196	1,020	12.94	4	770	11.68	4	8,028	8,675
Alternative		9,176	9,176	53,534	64,861	322	4.08	5	229	3.48	5	1,564	2,014
Commodities		(1,125)	(1,125)	3,039	1,315	46	0.58	9	50	0.75	9	502	546
Convertibles		(38)	(38)	4,004	2,352	77	0.98	8	67	1.01	8	234	247
2 Equity		13,427	13,427	27,037	30,958	2,966	37.63	1	2,443	37.04	1	9,719	11,197
1 Fixed Income		1,653	1,653	81,151	126,257	2,168	27.50	2	1,877	28.46	2	6,263	6,620
Property		667	667	6,363	13,358	132	1.68	6	117	1.78	7	97	159
Miscellaneous		(488)	(488)	(2,409)	(1,394)	118	1.49	7	118	1.79	6	1,969	2,301
Unclassified		33	33	(150)	(252)	5	0.06	10	4	0.07	10	69	663
All Long Term		**32,599**	**32,599**	**285,168**	**402,653**	**6,852**	**86.94**		**5,677**	**86.06**		**28,445**	**32,422**
Money Market		21,213	21,213	28,532	34,024	1,029	13.06	3	920	13.94	3	747	803
Total		**53,812**	**53,812**	**313,700**	**436,677**	**7,882**	**100.00**		**6,597**	**100.00**		**29,192**	**33,225**

(source : Morningstar) – Data as of 31/07/15

O 126 milliards € de collecte nette sur les fonds obligataires sur 1 an

Le succès des stratégies de diversification obligataire

- L'évolution des actifs nets depuis 2010 en Europe



(source : Morningstar) – Data as of 31/07/15

Le succès des stratégies de diversification obligataire

- Les investisseurs se tournent vers les stratégies délivrant le plus de rendement

Top 10 de la collecte nette en Europe – Categories Morningstar sur les obligations

Morningstar Categories — Sub-view: Estimated Net Flow (Current)

	Name	Estimated Net Flow (€Mil) 1-Mo	QTD	YTD	1-Yr	Organic Growth Rate % (TTM)	Query Mkt Sh% 07-2015	Query Rank 07-2015
1	EUR Corporate Bond	(955)	(955)	6,626	19,034	15.64	(57.77)	91
2	Other Bond	609	609	14,819	18,721	15.42	36.81	4
3	EUR Government Bond	(56)	(56)	4,301	10,693	12.49	(3.39)	69
4	EUR Diversified Bond	(1,348)	(1,348)	(1,472)	8,575	6.83	(81.52)	92
5	EUR Flexible Bond	115	115	4,408	7,432	36.76	6.93	26
6	EUR Corporate Bond - Short Term	839	839	3,834	6,841	25.18	50.77	2
7	EUR Ultra Short-Term Bond	494	494	4,072	5,978	8.00	29.90	7
8	Global Bond	193	193	1,137	5,804	7.41	11.67	18
9	EUR Diversified Bond - Short Term	319	319	1,372	4,510	6.22	19.28	12
10	Global Flexible Bond - EUR Hedged	(596)	(596)	3,810	4,120	14.39	(36.07)	88

(source : Morningstar) – Data as of 31/07/15

Le succès des stratégies de diversification obligataire

- Les investisseurs délaissent les fonds High Yield et Inflation.

Top 10 de la décollecte nette en Europe – Categories Morningstar sur les obligations

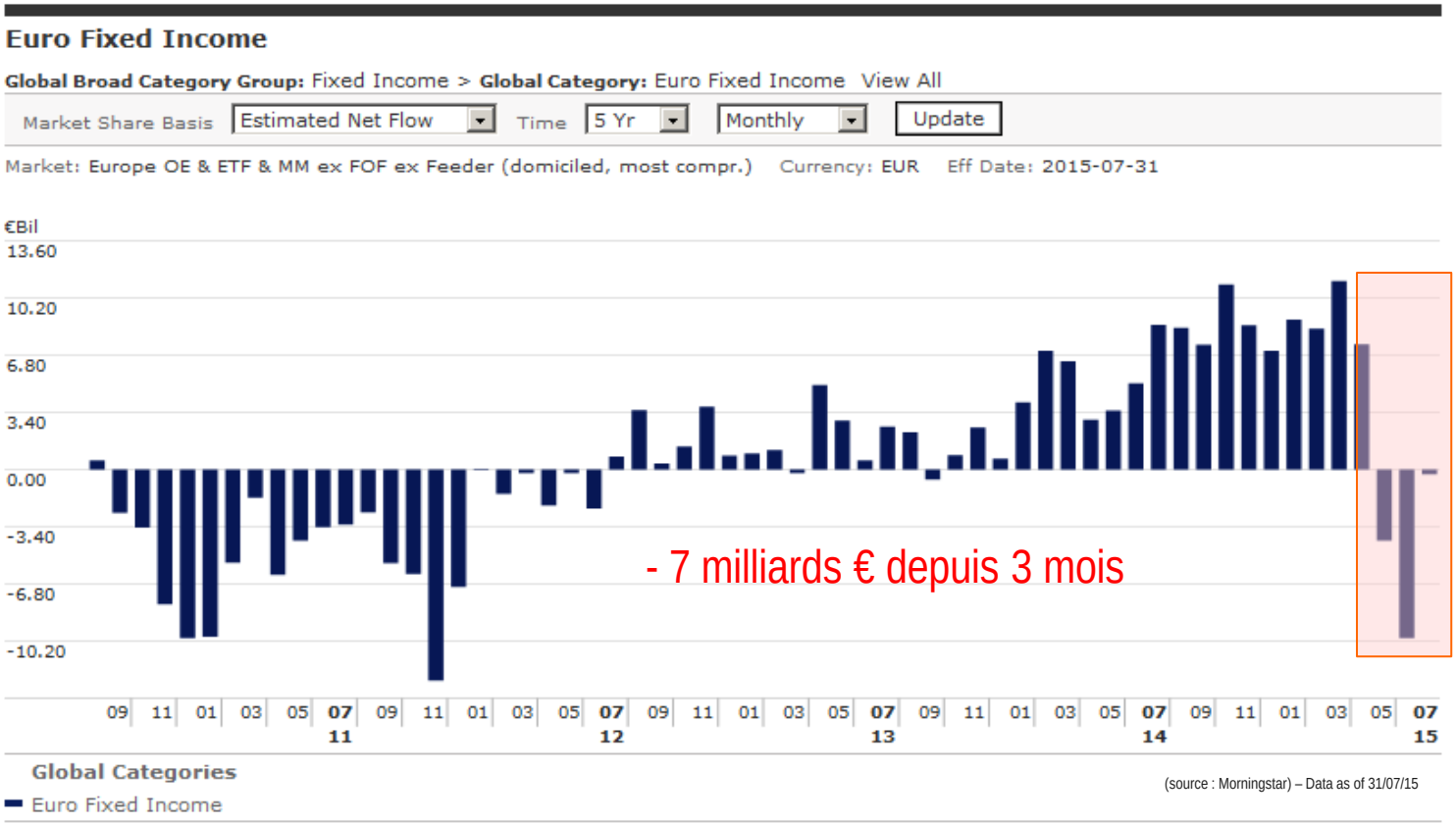
Morningstar Categories — Sub-view: Estimated Net Flow (Current)

	Name	Estimated Net Flow (€Mil) 1-Mo	QTD	YTD	1-Yr	Organic Growth Rate % (TTM)	Query Mkt Sh% 07-2015	Query Rank 07-2015
81	Global Bond - Other Hedged	(70)	(70)	(614)	(604)	(17.99)	(4.26)	70
82	Emerging Europe Bond	(26)	(26)	(342)	(607)	(14.88)	(1.58)	65
83	Global Corporate Bond - EUR Hed...	14	14	797	(1,009)	(8.05)	0.83	41
84	GBP Inflation-Linked Bond	(75)	(75)	(744)	(1,053)	(10.55)	(4.54)	72
85	Other Inflation-Linked Bond	(12)	(12)	(144)	(1,143)	(20.68)	(0.73)	60
86	Global Bond - CHF Biased	(35)	(35)	(1,150)	(1,804)	(17.89)	(2.10)	66
87	GBP Corporate Bond	(200)	(200)	(3,318)	(3,038)	(3.53)	(12.07)	79
88	Global Emerging Markets Bond - L...	(766)	(766)	(2,976)	(3,526)	(6.39)	(46.31)	89
89	USD High Yield Bond	(513)	(513)	101	(3,740)	(7.32)	(31.02)	86
90	Global High Yield Bond	(524)	(524)	(1,251)	(3,964)	(7.23)	(31.69)	87
91	High Yield Bond - Other Hedged	788	788	361	(4,701)	(9.05)	47.66	3

(source : Morningstar) – Data as of 31/07/15

Le succès des stratégies de diversification obligataire

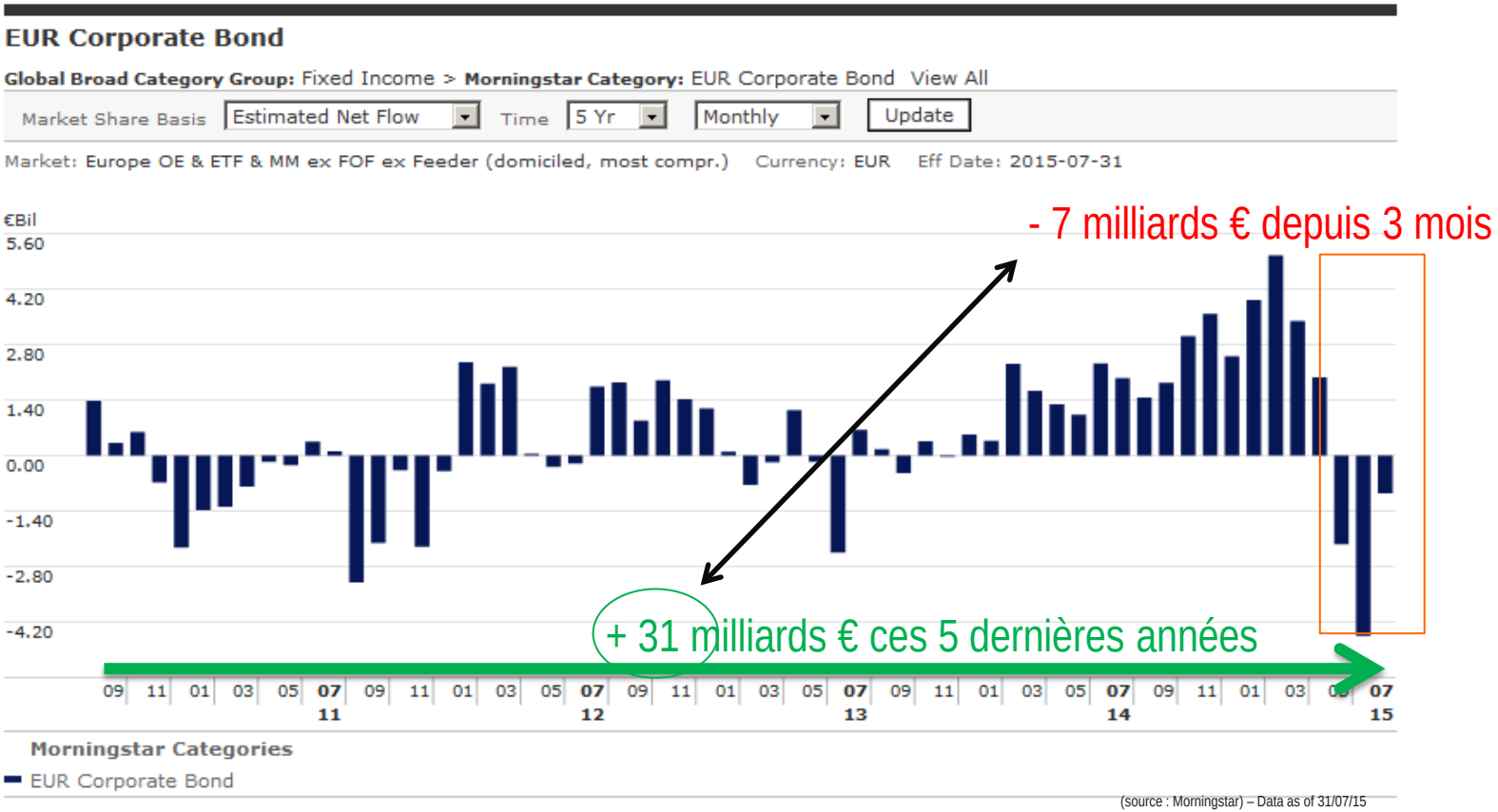
- Après 3 années de décollecte et un retour des flux sur Euro Fixed Income en début d'année, la collecte s'est écroulée cet été



(source : Morningstar) – Data as of 31/07/15

Le succès des stratégies de diversification obligataire

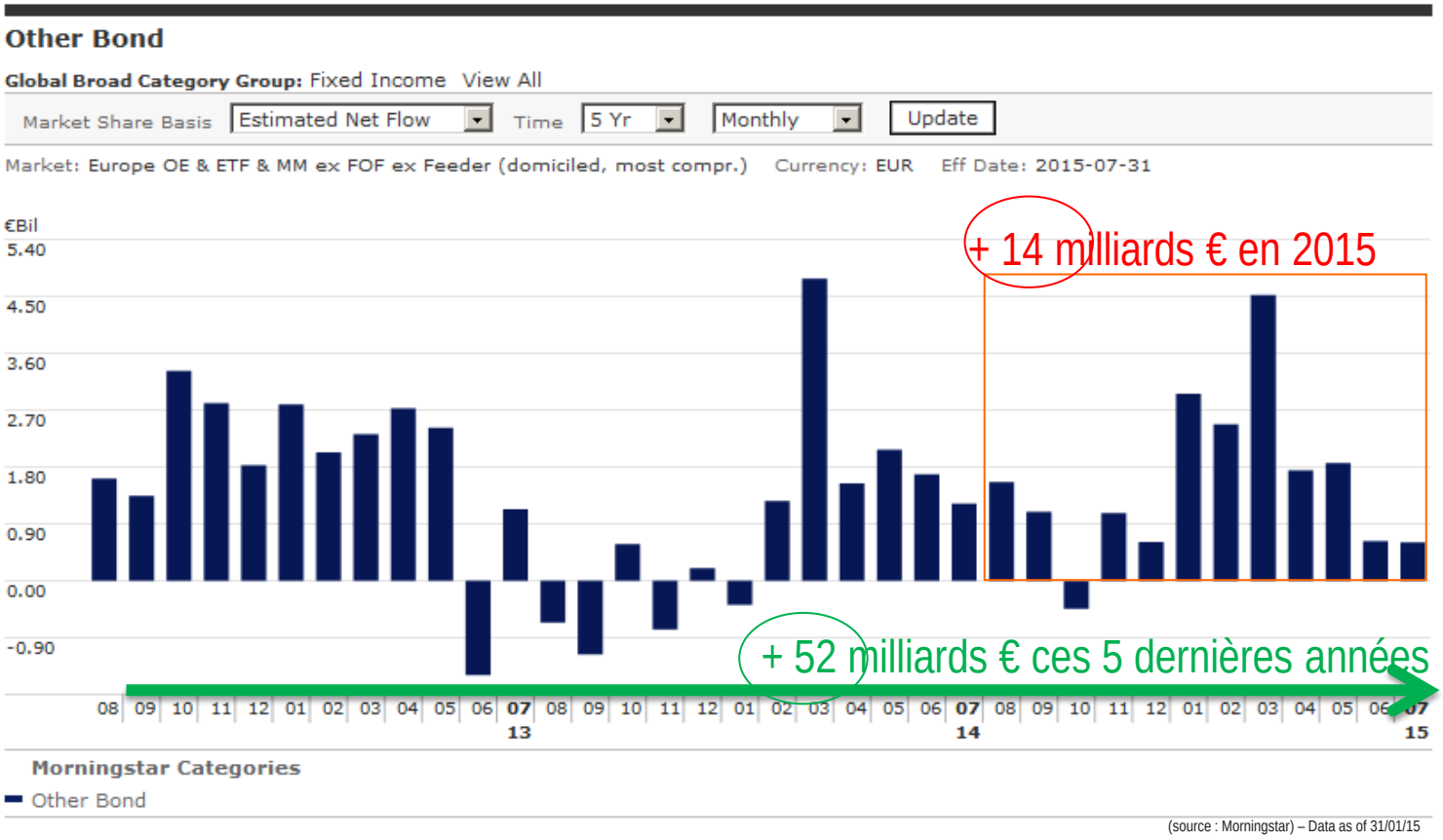
1 Flux sur la catégorie Corporate Bond depuis 2010



(source : Morningstar) – Data as of 31/07/15

Le succès des stratégies de diversification obligataire

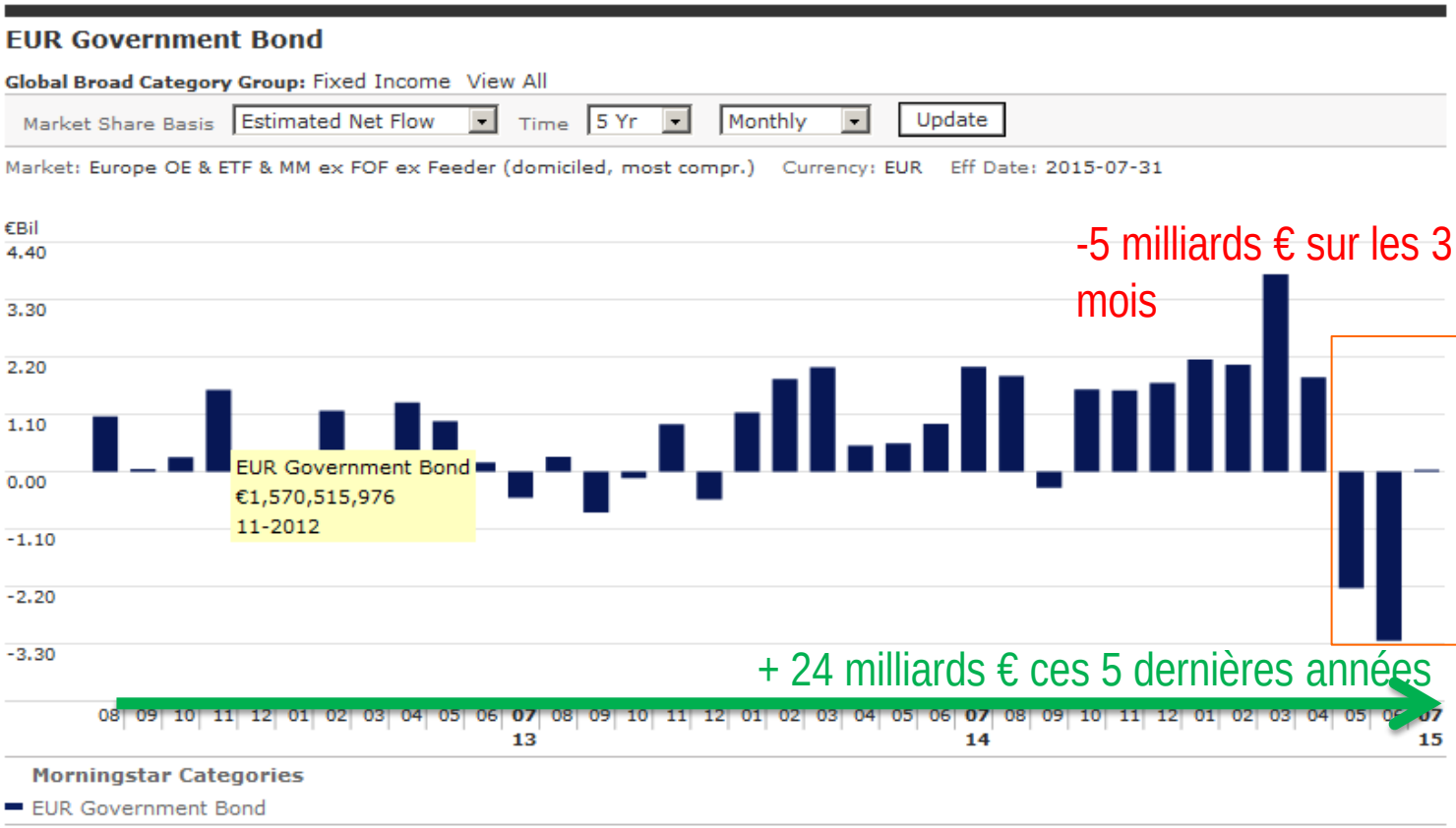
2 Flux sur la catégorie Other Bond depuis 2010



(source : Morningstar) – Data as of 31/01/15

Le succès des stratégies de diversification obligataire

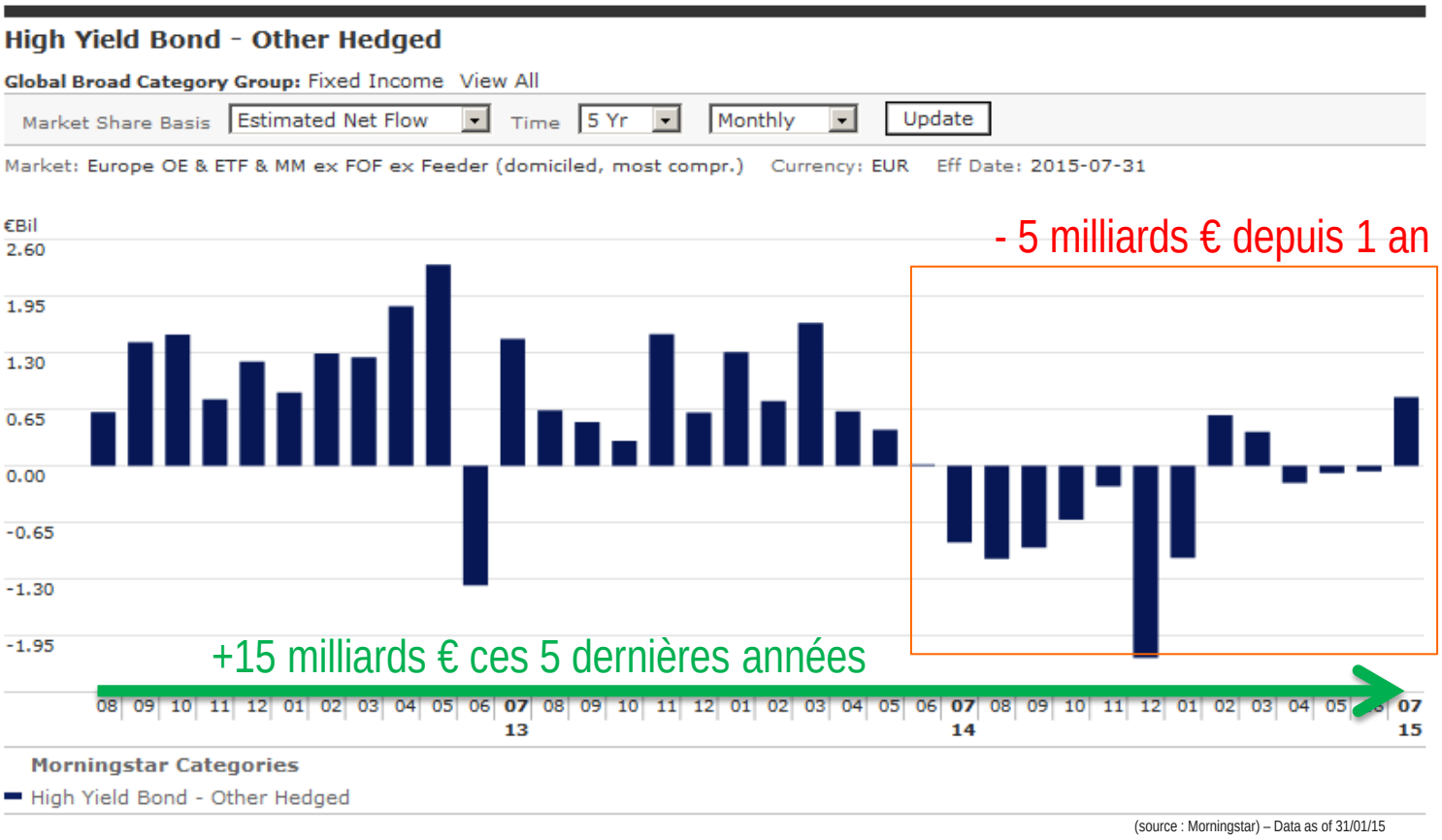
3 Flux sur la catégorie Government Bond depuis 2010



(source : Morningstar) – Data as of 31/07/15

Le succès des stratégies de diversification obligataire

4 Flux sur la catégorie High Yield Bond depuis 2010



(source : Morningstar) – Data as of 31/01/15

La bibliothèque des stratégies possibles

- Pour un investisseur européen, les principales catégories obligataires peuvent être regroupées

	1 AGGREGATE	2 GOVERNMENT	3 CREDIT IG
Euro *Indexes* Example of Fund	**Euro Aggregate Bonds** *Barclays Euro Aggregate TR EUR*	**Euro Govt Bonds** *Barclays Euro Agg Govt TR EUR*	**Euro Corp Bonds** *Barclays Euro Agg Corps TR EUR*
Global *Indexes* Example of Fund	**Global Aggregate Bonds** *Citi WBIG NonEUR*	**Global Government Bonds** *Citi WGBI*	**Global Credit Bonds** *Barclays Global Credit*
Emerging *Indexes* Example of Fund	**Emerging Aggregate Bonds** *MVEM Aggregate Bond Index*	**Emerging Market Bonds LC** *JPM GBI EM Global TR USD*	**EM Corp.Debt HEUR** *Barclays EM Corp.Bond Index HEUR*
	Multiple by : Country Currency Hedge Duration Leverage	Sector Bonds Financial … Leveraged Loans ABS Real Estate Loans Infra Loans Munies	Other Fixed Term Bonds Variable Bonds

	4 HIGH YIELD	5 CONVERTIBLE	6 INFLATION LINKED	9 CASH
Euro *Indexes* Example of Fund	**Euro High Yield Bonds** *Barclays Pan Euro HY TR EUR*	**Europe Convertible Bonds** *Exane ECI Europe TR*	**Euro IL Linked Bonds** *Barclays Euro Infln Lkd TR EUR*	**Cash EUR** *Citi EUR EuroDep 3 Mon EUR*
Global *Indexes* Example of Fund	**Global High Yield Bonds** *Barclays Global High Yield TR*	**Global Convertible Bonds** *UBS Global Convertible*	**Global Inflation-Linked Bonds** *BarCap Global I-Linked Bonds HEUR*	**Cash Currencies**
Emerging *Indexes* Example of Fund	**Emerging High Yield Bonds**	**Convertibles Others**	**EM Inflation Linked Bonds** *Barclays EM IL Bond Index*	**Cash Currencies**

La bibliothèque des stratégies possibles

- Tableaux de bord des principales catégories de fonds disponibles à la vente en Europe

AGGREGATE	# de fonds	Perf 2015 (€)	Perf 2014 (€)	Perf Annlzd 3 Yr (€)	Perf Annlzd 5 Yr (€)	Vol 1 Yr (€)	Vol 3 Yr (€)	Vol 5 Yr (€)	Collecte 2015 (Mds €)	Collecte 2014 (Mds €)	Encours 2015 (Mds €)	Encours 2014 (Mds €)
EAA CE EUR Diversified Bond	1 348	-0,67	8,01	4,86	3,79	3,32	2,78	3,03	3,77	21,57	152,06	146,28
Barclays Euro Agg Bond TR EUR		*-1,22*	*11,10*	*6,13*	*5,04*	*4,11*	*3,40*	*3,87*				
EAA CE Global Bond	1 001	4,93	12,72	3,70	3,97	8,34	6,73	7,20	1,40	1,74	100,83	90,10
Barclays Global Aggregate TR USD		*5,26*	*14,54*	*3,59*	*4,02*	*9,02*	*7,49*	*8,41*				
EAA CE Global Emerging Markets Bond	848	8,82	14,22	6,18	6,43	8,43	8,17	7,67	2,59	6,05	73,47	62,99
JPM EMBI Global TR USD		*10,52*	*20,17*	*8,02*	*8,56*	*10,03*	*9,68*	*9,60*				
EAA CE USD Diversified Bond	407	8,30	18,85	6,01	4,99	11,56	9,22	10,65	1,65	-2,18	27,85	23,34
Barclays US Agg Bond TR USD		*8,49*	*20,67*	*6,34*	*5,32*	*12,31*	*9,81*	*11,61*				

Source : Morningstar – Données en EUR

La bibliothèque des stratégies possibles

- Tableaux de bord des principales catégories de fonds disponibles à la vente en Europe

GOVERNMENT

	# de fonds	Perf 2015 (€)	Perf 2014 (€)	Perf Annlzd 3 Yr (€)	Perf Annlzd 5 Yr (€)	Vol 1 Yr (€)	Vol 3 Yr (€)	Vol 5 Yr (€)	Collecte 2015 (Mds €)	Collecte 2014 (Mds €)	Encours 2015 (Mds €)	Encours 2014 (Mds €)
EAA CE EUR Government Bond	728	-1,42	10,51	5,36	4,01	4,19	3,45	4,00	7,66	15,61	104,66	96,42
Citi EMU GBI EUR		*-1,34*	*13,18*	*6,80*	*5,23*	*5,15*	*4,00*	*4,68*				
EAA CE Global Emerging Markets Bond - Local Currency	665	3,16	6,20	-0,22	1,30	9,39	9,19	8,50	-1,90	2,56	59,46	55,80
JPM GBI EM Global Diversified TR USD		*3,30*	*7,36*	*0,49*	*2,87*	*9,97*	*9,54*	*8,74*				
EAA CE USD Government Bond	150	8,16	17,47	4,66	3,56	11,35	9,17	11,31	0,43	2,62	11,61	9,96
Citi US GBI USD		*8,62*	*19,48*	*5,35*	*4,66*	*12,84*	*10,13*	*12,44*				

Source : Morningstar – Données en EUR

La bibliothèque des stratégies possibles

- Tableaux de bord des principales catégories de fonds disponibles à la vente en Europe

CREDIT	# de fonds	Perf 2015 (€)	Perf 2014 (€)	Perf Annlzd 3 Yr (€)	Perf Annlzd 5 Yr (€)	Vol 1 Yr (€)	Vol 3 Yr (€)	Vol 5 Yr (€)	Collecte 2015 (Mds €)	Collecte 2014 (Mds €)	Encours 2015 (Mds €)	Encours 2014 (Mds €)
EAA CE EUR Corporate Bond	960	-0,78	6,91	5,29	4,61	2,76	2,82	3,66	11,95	23,96	151,49	138,10
Barclays Euro Agg Corps TR EUR		*-1,58*	*8,40*	*5,48*	*4,96*	*2,90*	*3,01*	*3,79*				
EAA CE Global Corporate Bond	83	5,96	16,55	6,75	5,55	9,44	7,74	8,42	0,85	1,14	6,64	5,38
Barclays Gbl Agg Corp TR USD		*5,65*	*17,46*	*6,98*	*6,48*	*9,82*	*7,84*	*8,20*				
EAA CE Global Emerging Markets Corporate Bond	290	11,41	15,09	8,51	7,18	8,88	8,13	8,71	-0,08	1,12	13,55	12,26
Morningstar EM Corporate Bond TR		*12,29*	*17,82*	*8,58*	*7,57*	*9,62*	*8,73*	*9,19*				
EAA CE USD Corporate Bond	192	8,22	18,33	7,50	6,22	11,44	9,15	9,94	1,63	3,97	24,50	20,59
Barclays US Corp IG TR USD		*7,60*	*22,37*	*7,81*	*7,12*	*13,42*	*10,48*	*11,69*				

Source : Morningstar – Données en EUR

La bibliothèque des stratégies possibles

- Tableaux de bord des principales catégories de fonds disponibles à la vente en Europe

HIGH YIELD	# de fonds	Perf 2015 (€)	Perf 2014 (€)	Perf Annlzd 3 Yr (€)	Perf Annlzd 5 Yr (€)	Vol 1 Yr (€)	Vol 3 Yr (€)	Vol 5 Yr (€)	Collecte 2015 (Mds €)	Collecte 2014 (Mds €)	Encours 2015 (Mds €)	Encours 2014 (Mds €)
EAA CE EUR High Yield Bond	337	2,19	3,75	8,30	7,66	3,24	3,52	6,37	6,14	2,01	39,05	32,07
Barclays Pan Euro HY Euro TR EUR		*1,31*	*5,83*	*10,47*	*9,52*	*3,46*	*3,92*	*8,14*				
EAA CE Global High Yield Bond	500	10,13	12,77	10,07	8,66	8,74	6,95	7,80	-1,06	-0,09	56,54	50,96
BofAML Gbl HY Constd TR USD		*10,52*	*13,77*	*11,42*	*10,43*	*8,14*	*6,57*	*7,39*				
EAA CE USD High Yield Bond	438	10,33	13,79	10,20	9,33	9,41	7,43	8,31	1,51	-3,67	60,20	51,64
Barclays US Corporate High Yield TR USD		*11,34*	*16,67*	*11,54*	*10,69*	*10,32*	*8,12*	*8,96*				

Source : Morningstar – Données en EUR

La bibliothèque des stratégies possibles

- Tableaux de bord des principales catégories de fonds disponibles à la vente en Europe

INFLATION LINKED

	# de fonds	Perf 2015 (€)	Perf 2014 (€)	Perf Annlzd 3 Yr (€)	Perf Annlzd 5 Yr (€)	Vol 1 Yr (€)	Vol 3 Yr (€)	Vol 5 Yr (€)	Collecte 2015 (Mds €)	Collecte 2014 (Mds €)	Encours 2015 (Mds €)	Encours 2014 (Mds €)
EAA CE EUR Inflation-Linked Bond	189	0,71	4,65	3,18	2,58	3,98	3,85	4,30	1,65	-0,12	10,34	8,46
Barclays Euro Infln Lkd TR EUR		*0,08*	*5,14*	*2,34*	*2,08*	*4,44*	*4,48*	*5,79*				
EAA CE Global Inflation-Linked Bond	19	5,44	13,53	4,20	4,67	8,30	7,09	7,83	-0,01	0,32	1,55	1,45
Barclays Gbl Infl Linked TR USD		*7,11*	*17,75*	*6,02*	*6,75*	*8,85*	*7,66*	*8,27*				
EAA CE USD Inflation-Linked Bond	32	8,46	15,80	2,45	3,89	12,35	10,11	11,43	0,24	0,32	2,05	1,61
Barclays Gbl Infl Linked US TIPS TR USD		*8,98*	*18,02*	*3,64*	*5,27*	*12,17*	*10,27*	*11,70*				

Source : Morningstar – Données en EUR

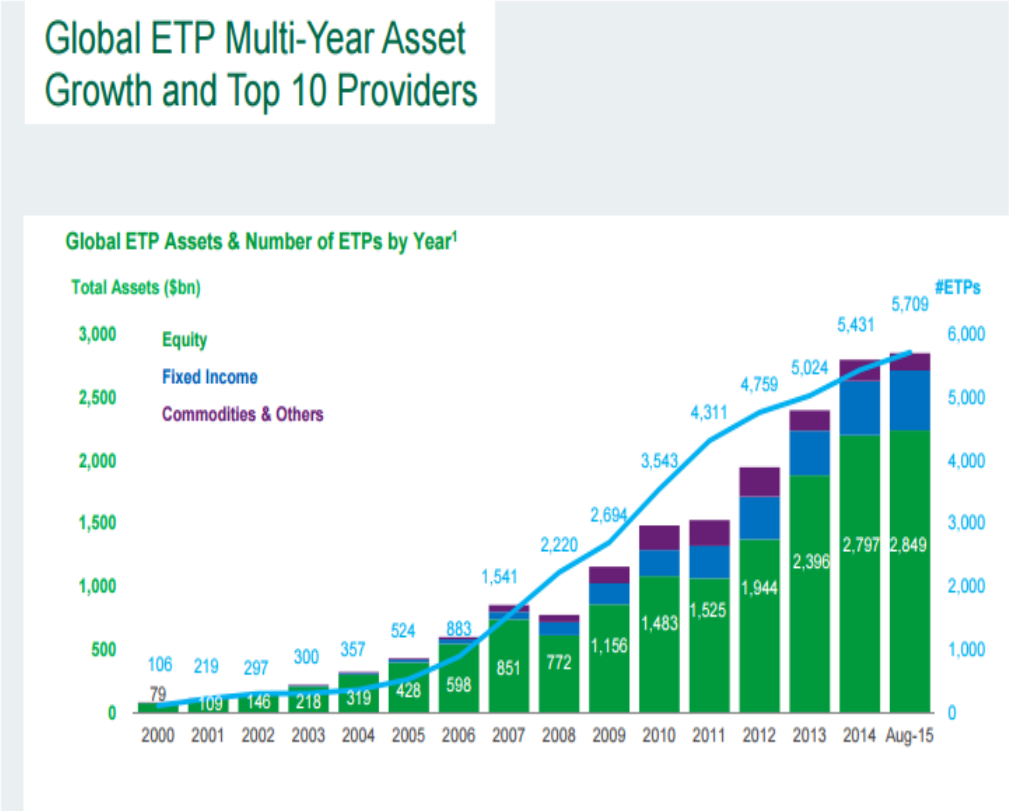
ETFs obligataires et liquidité

par Fabrice Riva

Fabrice Riva est professeur de finance à l'IAE de Lille, Université Lille 1. Il est également directeur du Master 225 « Finance d'Entreprise et Ingénierie Financière » de l'Université Paris-Dauphine et membre de la House of Finance. Ses recherches se situent dans le champ de la microstructure et portent sur le rôle des frictions de marché dans l'explication de diverses anomalies boursières. Ses travaux ont été publiés dans plusieurs revues internationales. Il est également l'auteur de l'ouvrage de modélisation financière « Applications financières sous Excel en Visual Basic ».

HOUSE OF FINANCE
Université Paris-Dauphine

Forte progression des encours des ETF obligataires



- " *Fixed income ETPs set a new record, gathering $78.6bn as appetite for yield and slower than expected global economic growth helped assets swell 22% to 403bn* ", BlackRock Industry Highlights, August 2015

La liquidité des ETFs en question

- La liquidité est la raison d'être et le facteur explicatif du succès des ETFs sur les 20 dernières années : transformation d'actifs non échangeables (panier) en actif traité en continu

- A quel prix cette transformation a-t-elle lieu (spread) ?

- Cette transformation est-elle effective en période de stress de marché ?
  - Flash crash du 6 mai 2010 (SEC/CFTC joint report) : "300 separate securities, including many ETFs, were executed at prices 60% or more away from their 2:40 p.m. prices"
  - Lundi 24 août 2015 : "For example, the $2.5 billion Vanguard Consumer Staples Index ETF and the $5.8 billion Vanguard Health Care Index ETF both plunged 32% within the opening minutes of trading […] In the case of the Vanguard Consumer Staples ETF, the value of the underlying holdings in the fund fell only 9%, according to FactSet " (Bloomberg)

Les déterminants de la liquidité d'un ETF

- Un point de vue largement partagé : la liquidité d'un ETF est déterminée par la liquidité du panier d'actifs sous-jacents du fait du processus de création / rédemption

- Un point de vue qui ignore de nombreux autres aspects (Calamia, Deville, et Riva, 2014)
  - Réplication synthétique ? ETFs sectoriels vs ETFs "broad" ?
  - Une gestion active par le market maker d'ETF peut conduire à un relâchement très significatif du lien
  - Effet de nombreux autres facteurs : volatilité de l'indice, volume de l'ETF, AuM du fonds, existence d'un futures sur l'indice répliqué, risque de change, problème des marchés émergents, concurrence, etc.

Quid des ETFs obligataires ?

- Craintes exprimées par le FSB sur une "illusion de liquidité" des ETFs obligataires, en particulier dans le cas où les taux d'intérêt se normaliseraient (Carolyn Wilkins, Bank of Canada's FBS representative, 23 septembre 2014, Bloomberg)

- Les problèmes propres aux ETFs obligataires :
  - Quels déterminants ?
  - Une liquidité du panier potentiellement problématique
  - Investissement obligataire buy-and-hold vs gestion active via un ETF : facteur d'amplification des problèmes ?
  - Risque d'impact de l'activité de l'ETF sur les sous-jacents (causalité inverse) ?

Quoi de neuf à Jackson Hole ?

par Jacques NINET

Jacques NINET a partagé sa vie professionnelle entre les marches financiers et l'Université. Il a notamment occupé des fonctions de responsable des financements au CEPME, puis dirigé les équipes de gérants de diverses sociétés d'Asset mangement, dont Fimagest, Barclays et dernièrement Sarasin France. Tout au long de sa carrière il a exercé des activités d'enseignant-chercheur associé dans des masters spécialisés en finance, tout en participant à divers groupes de recherche sur la finance responsable et le développement durable. Jacques NINET a publié de nombreuses études sur la finance et le développement durable. Diplômé de l'ESCP et ancien élève de l'Institut Technique de Banque

Rien de neuf à Jackson Hole ?

« Disparate Confounding Dynamics »

- Pas de grande déclaration des banquiers centraux mais des réflexions qui invitent les acteurs des marchés financiers à anticiper les orientations de politique monétaire de manière moins grossière, en particulier les deux communications ci-dessous :

- “THE MYTH OF NORMAL : THE BUMPY STORY OF INFLATION AND MONETARY POLICY” Jon Faust and Eric M. Leeper”

  - ↗ papier sur les outils et modèles de prévisions des banques centrales. Sa lecture invite à considérer les raisonnements du FOMC de manière moins simpliste, en partant du principe que les Banques Centrales sont aujourd'hui sensibles à la complexité des interactions macroéconomiques démographiques et socio-économiques, en raison de la très pauvre performance des modèles standards ne s'intéressant qu'à l'inflation et à la croissance globales (Taylor).

- “Inflation in a globalised world”- remarks by Mark Carney (BoE)

Programme de Recherche

1 Perspectives pour la gestion obligataire après la baisse tendancielle des taux

2 La liquidité des fonds (fonds de fonds et ETF)

CONVICTIONS
Asset Management

Normalisation de la politique monétaire américaine

- Le comportement du 10 ans dépendra principalement de l'horizon du cycle de normalisation et donc de la qualité de la croissance et du niveau réel et des composantes de l'inflation.

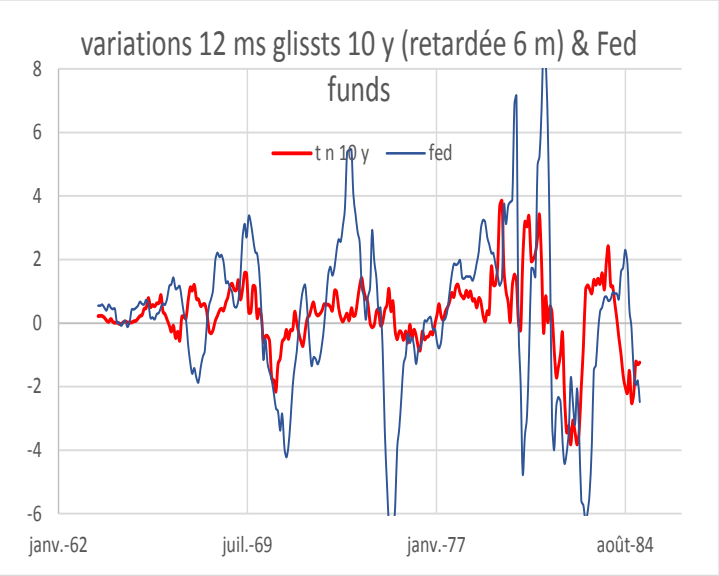
- Si la croissance reste maussade, les marchés anticiperont un arrêt vers 2% et le 10 ans n'ira pas beaucoup au-dessus de 3-3,25%

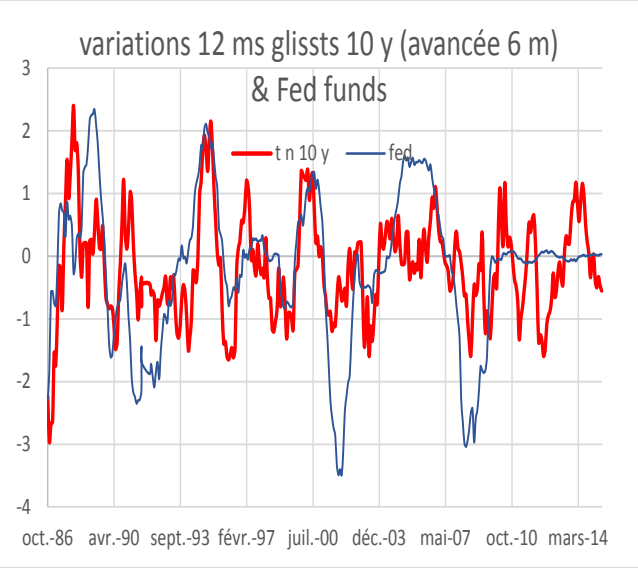
- Si la croissance se raffermit, la cible de 3,5 -4% fera figure d'épouvantail et mènera le 10 ans au-dessus des 4%

- Un accident boursier (cf. autres interventions) pourrait modifier radicalement les trajectoires

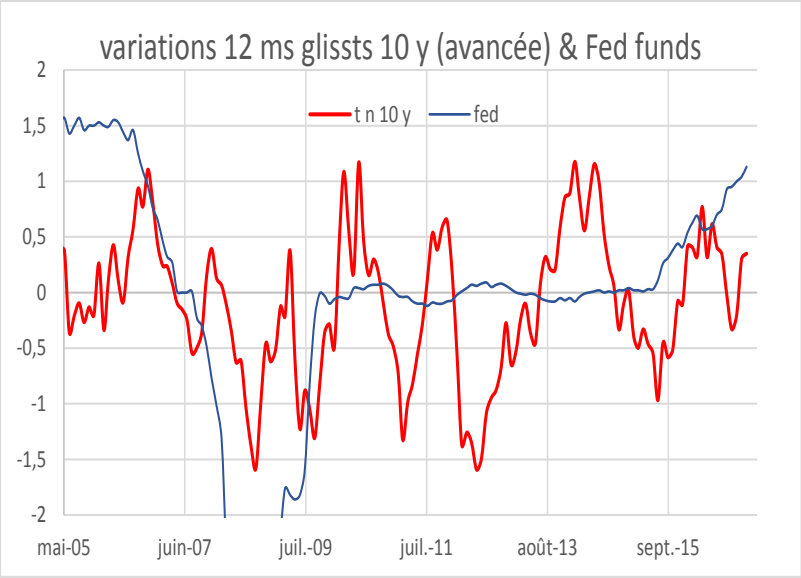
Normalisation de la politique monétaire : effet sur la courbe

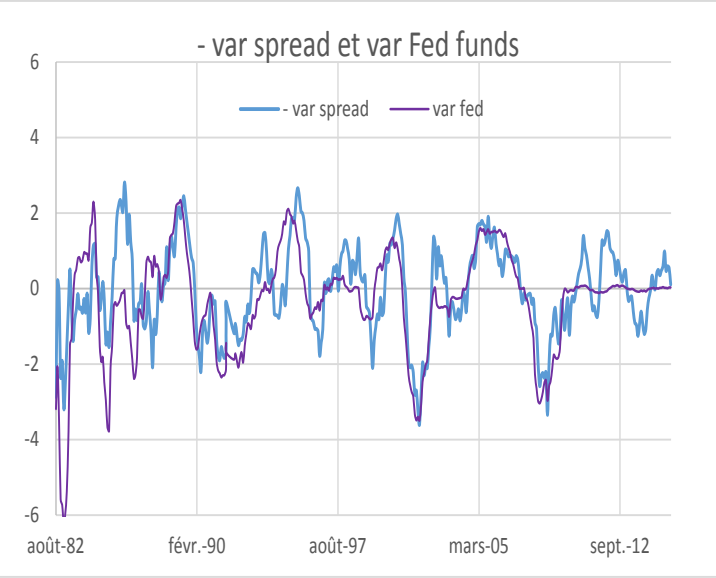
- Avant les années 1980 la variation des taux précède celle des taux longs.
  - Depuis, les taux longs anticipent sur les variations des taux courts.





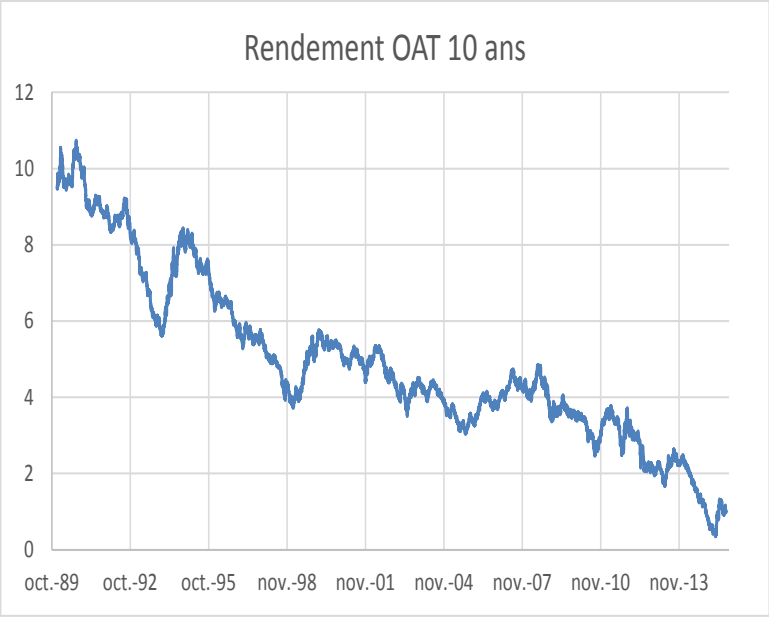
Normalisation de la politique monétaire américaine : l'hypothèse du *bear flattening* *(10 ans en route vers 4%)*

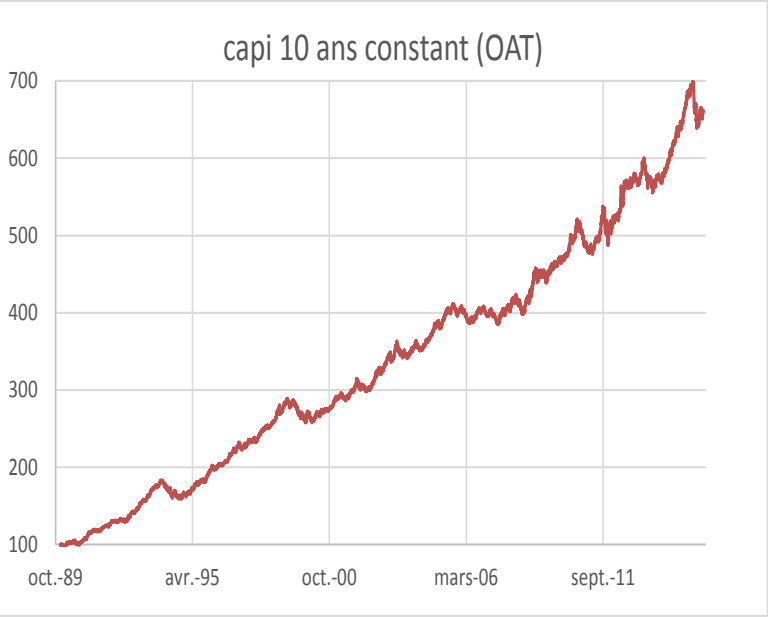




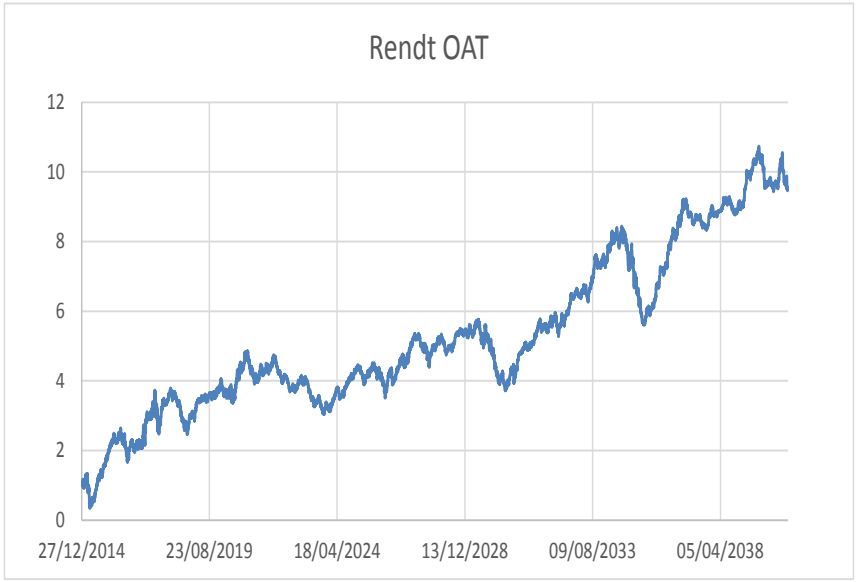
OAT 1989-2015 : 25 ans de baisse (de 10% à moins de 1%)

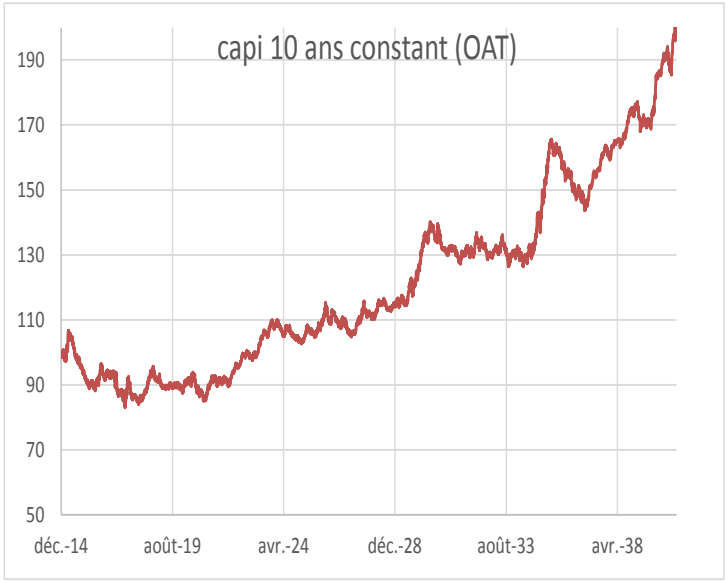
Un rendement moyen de 7,5%





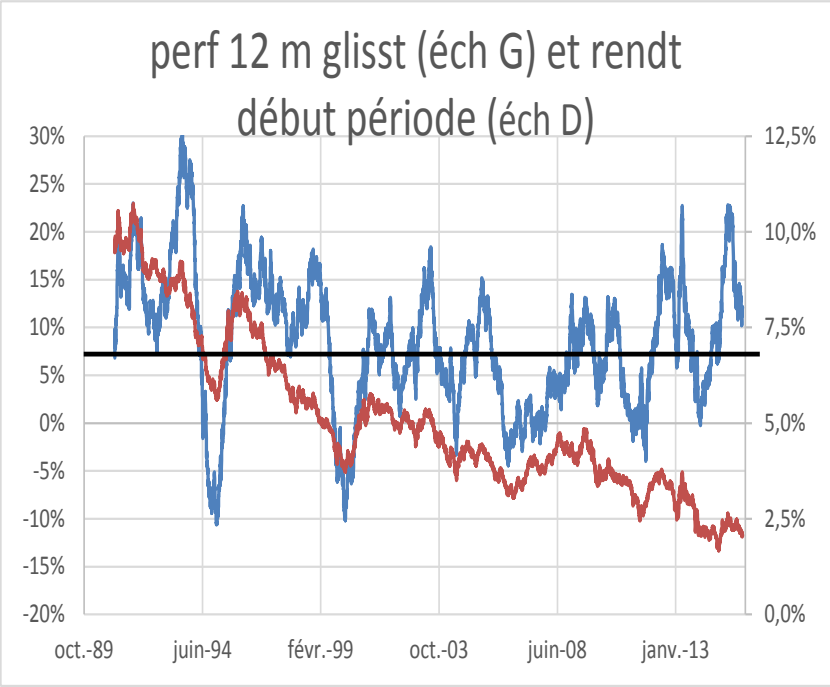
OAT 2015-2040 ? 25 ans de hausse des taux, symétrique de la baisse précédente (de 1% à 10%)

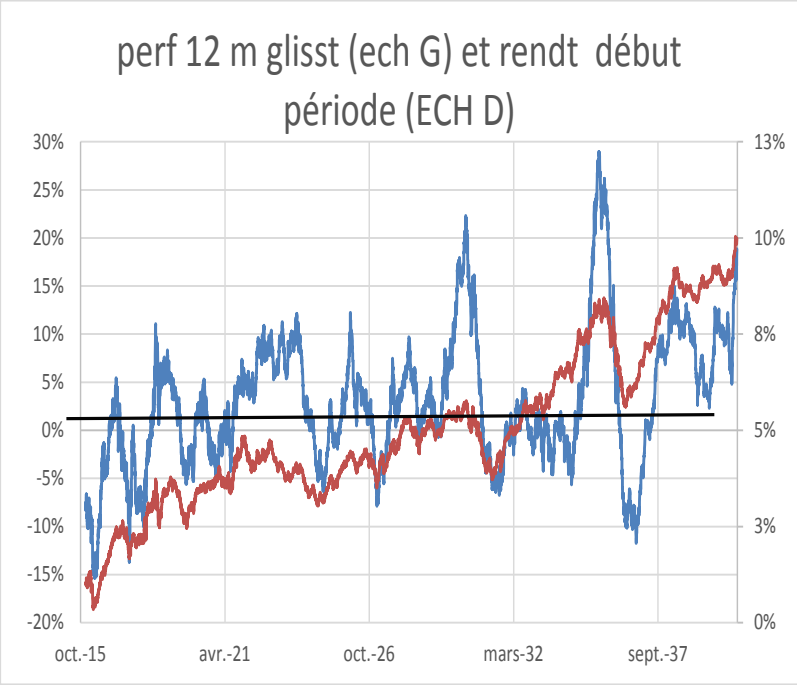




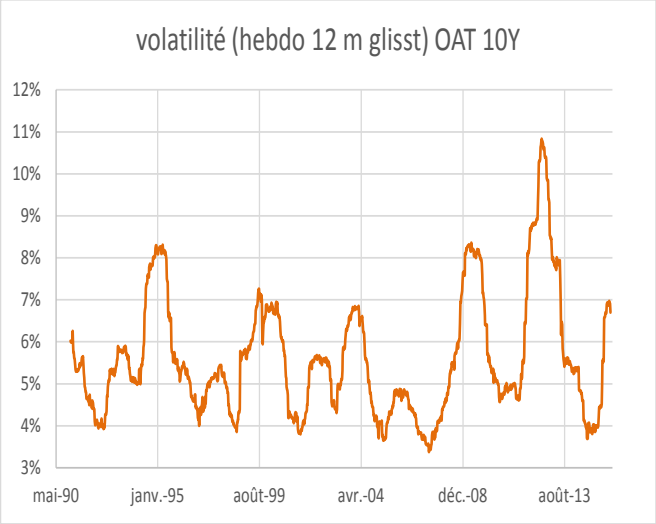
Protection du rendement et seuil des 5%

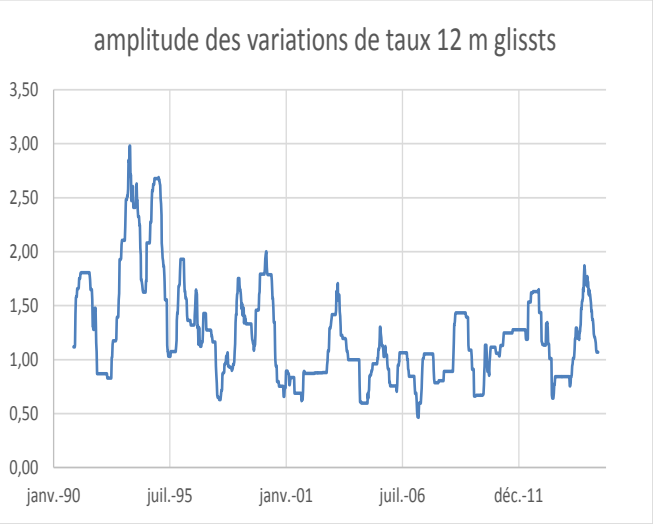
- La détérioration du rapport rendement courant/sensibilité est sans effet dans la baisse mais pénalisante dans la hausse

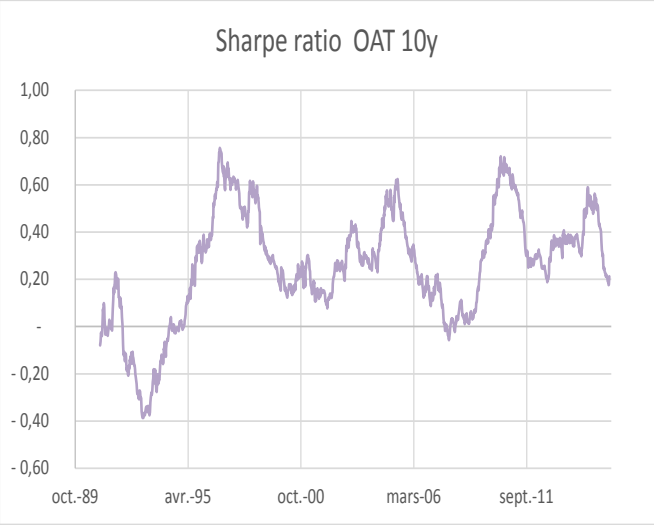




Volatilité


volatilité (hebdo 12 m glisst) OAT 10Y
12%
11%
10%
9%
8%
7%
6%
5%
4%
3%
mai-90
janv.-95
août-99
avr.-04
déc.-08
août-13


amplitude des variations de taux 12 m glissts
3,50
3,00
2,50
2,00
1,50
1,00
0,50
0,00
janv.-90
juil.-95
janv.-01
juil.-06
déc.-11


Sharpe ratio OAT 10y
1,00
0,80
0,60
0,40
0,20
-
- 0,20
- 0,40
- 0,60
oct.-89
avr.-95
oct.-00
mars-06
sept.-11

La prise en compte de la liquidité dans un fonds de fonds

Risques et opportunités

par Frédéric Bensimon

Frédéric Bensimon est analyste-gérant chez Convictions AM depuis 2015, en charge de la gestion de taux et la sélection de fonds obligataires. Il a effectué l'essentiel de sa carrière dans le domaine de la gestion de taux dans différentes banques et sociétés de gestion. Ainsi, de 1987 à 1998, il a participé à la création de la Banque Arjil puis de sa société de gestion. Il rejoint en 1998 la gestion obligataire du groupe ABN Amro(NSMD). En 2001 il développe à Paris le département de gestion Fixed Income chez Invesco Paris. En 2005, il crée l'expertise High Yield chez EQUIGEST, puis rejoint Unigestion Paris et prend en charge la sélection des fonds de Fixed Income au sein de l'activité de Family Office. Il a une formation d'actuaire du CNAM.

CONVICTIONS
Asset Management

La prise en compte de la liquidité dans un fonds de fonds

I. La liquidité des fonds en question avec la crise

La crise a rappelé que la liquidité est un facteur **réel** de risque de marché au même titre que le risque de contrepartie.

La crise de liquidité, phénomène de propagation irrationnelle :

- L'impact sur les fonds de trésorerie dynamique en 2007 dans certaines sociétés de gestion parisienne.
- L'impact sur les fonds alternatifs, qui a entraîné une quasi disparition de la multi-gestion alternative du marché français

La confiance des investisseurs mise à mal…

- ↗ Quels enseignements en tirer ?
- ↗ Comment appréhender le risque de liquidité des fonds de fonds, un risque au « carré[2] » ?

La prise en compte de la liquidité dans un fonds de fonds

II. L’adéquation de la liquidité en gestion

1. L’adéquation du fonds géré avec son passif

Avoir une bonne connaissance des investisseurs du fonds :

- Connaître les objectifs et les contraintes de l’investisseur**,** pour s’assurer que l’objectif de performance proposé est en adéquation avec l’horizon d’investissement du client .
- Maintenir cette relation afin de s’assurer de la pertinence de l’investissement tout au long de sa durée.
- Connaître les ratios d’emprise de nos investisseurs, connaître la dispersion de nos porteurs de parts, afin d’anticiper les rachats.

La prise en compte de la liquidité dans un fonds de fonds

2. L'adéquation des classes d'actifs

La liquidité un élément déterminant lors du processus de sélection du fonds.

- **Premier rang :**
  - Valorisation quotidienne, hebdomadaire, mensuelle, le cut-off 10h00 ou 16h00, et la date de règlement J+1, J+2 .
  - Préavis de souscription et rachat , vérifier l'existence de « **gates »** : c'est-à-dire la possibilité de bloquer ou réduire le montant des rachats si ceux-ci dépassent 10% de l'actif net du fonds. L'existence de « **side pocket** » .
  - Procédure de suspension de calcul de la valeur liquidative, quel est le seuil de liquidation du fonds ?
  - Connaitre les principaux détenteurs du fonds en nombre et en pourcentage afin d'évaluer l'évolution de l'actif du fonds en cas de sorties.
- **Second Rang**

  La liquidité sous jacente du fonds en fonction de ses actifs : estimer la liquidité apparente :
  - Fonds obligataires classiques ou en futures : la liquidité diffère des jumbo émissions ou des émissions « benchmark » et des émissions inférieures à 700 m€.
  - Fonds de crédit ou de « Loan bancaire » dont les durées de négociation et de cession varient entre 10 jours à 60 jours. Le cas des obligations « Cat bonds ».
  - Autre cas, les fonds à échéance : que se passe t-il si je suis le dernier à sortir ?
  - L'égalité des porteurs doit être respectée, et quelles sont les conséquences en termes de liquidité et de valorisation ?
  - Existe-t-il des frais de rachat sensés compenser le risque d'exécution ?
  - En fait le droit de rachat immédiat est une option gratuite en faveur du porteur qui devrait être valorisée ?

La prise en compte de la liquidité dans un fonds de fonds

3. La construction du portefeuille

L'égalité des porteurs doit être respectée, et quelles sont les conséquences en termes de liquidité et de valorisation ?

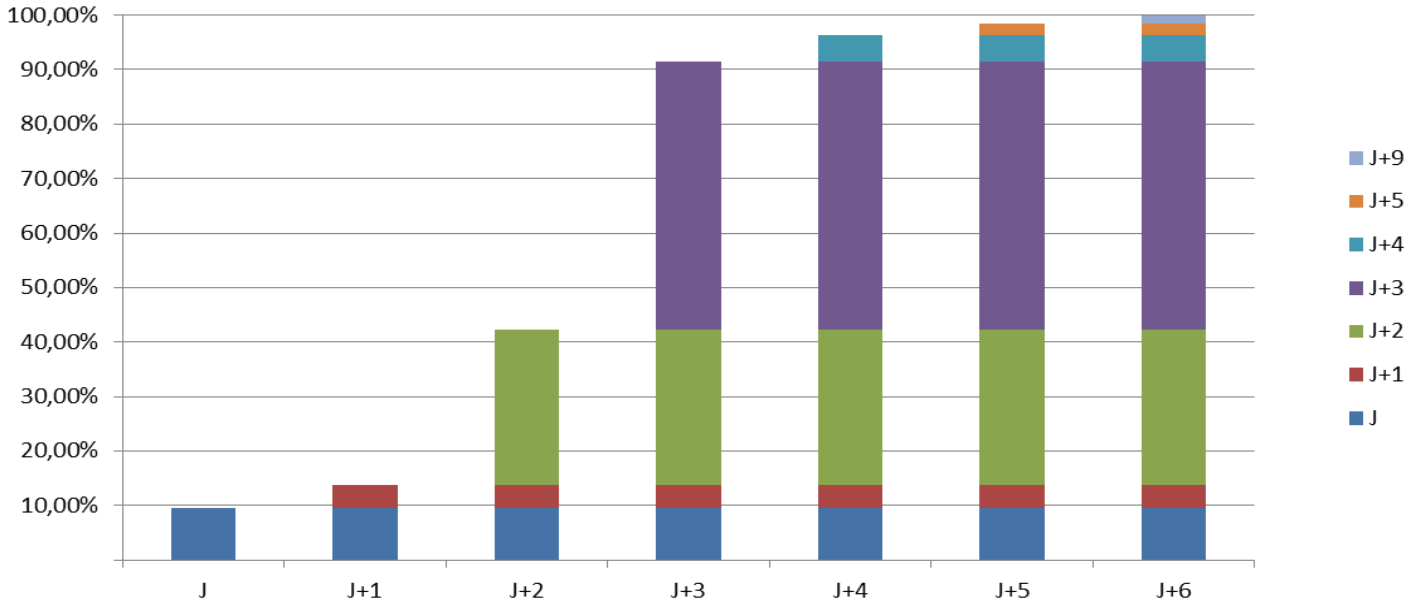
- Respecter la stratégie et ajuster la liquidité en conséquence avec des marges de sécurité. Ajustement au quotidien.
- Construire le cœur du portefeuille avec des fonds liquides.
- Quelle portion peut être allouée aux actifs illiquides ?
- Comment sélectionner les investissements sensibles ayant une maturité longue et/ou un bêta élevé ?

4. Les outils de risk-management

- Au-delà du concept de maximisation du couple rendement/volatilité, un score de liquidité pourrait être introduit dans une nouvelle fonction d'utilité.
- La constitution d'un échéancier de réalisation de l'actifs est impératif.
- Simulation en situation extrême (comment les fonds ont évolué : drawdown et encours).

La prise en compte de la liquidité dans un fonds de fonds

- Exemple : fonds de fonds obligations internationales
- Investi 34% en Govies, 20% IG, 10% Global, 10% HY, 10% Sun Fin, 10% CV, et 6% Absolute Return



La prise en compte de la liquidité dans un fonds de fonds

- **Créer un système de notation d'évaluation** de liquidité du fonds à l'instar des « rating de crédit » ou du SRRI (Synthetic Risk and Reward Indicator) .

- **Créer un indicateur avancé de la liquidité du marché :**

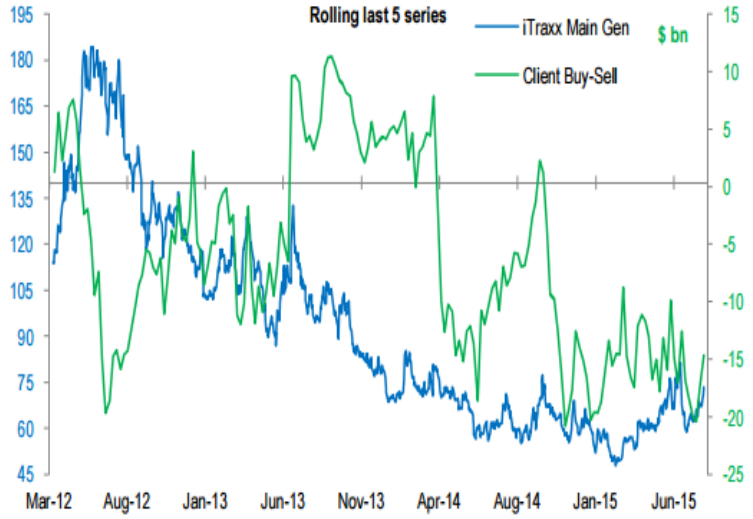
1. Mesurer la liquidité ex ante du marché comme indicateur avancé. Exemple : Ecart-type des Bid/Ask rapporté au volume par classe d'actifs.

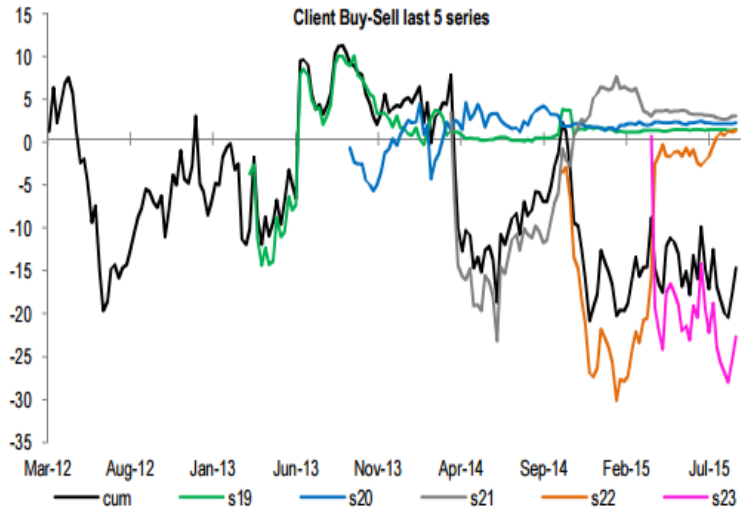
2. Mesure discrétionnaire du marché via les volumes sur les plateformes.

3. L'analyse du marché des CDS et des positions ouvertes des investisseurs peut servir d'indicateur avancé sur la liquidité future des différents segments du marché obligataire.

La prise en compte de la liquidité dans un fonds de fonds

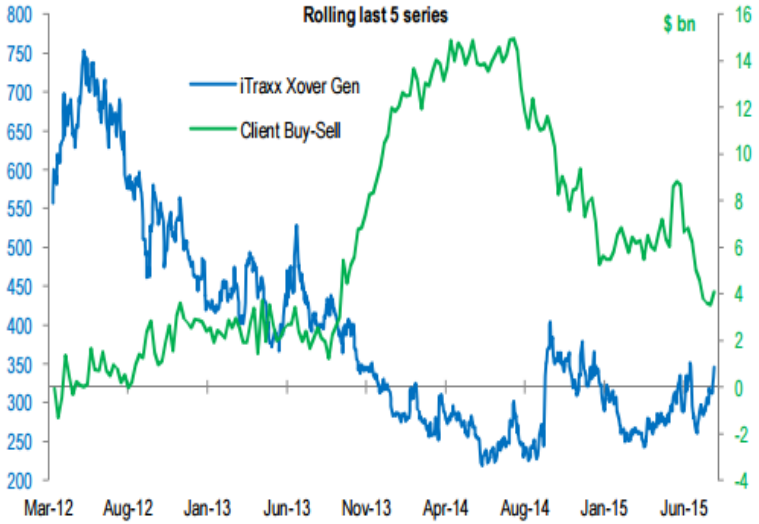
iTraxx Main

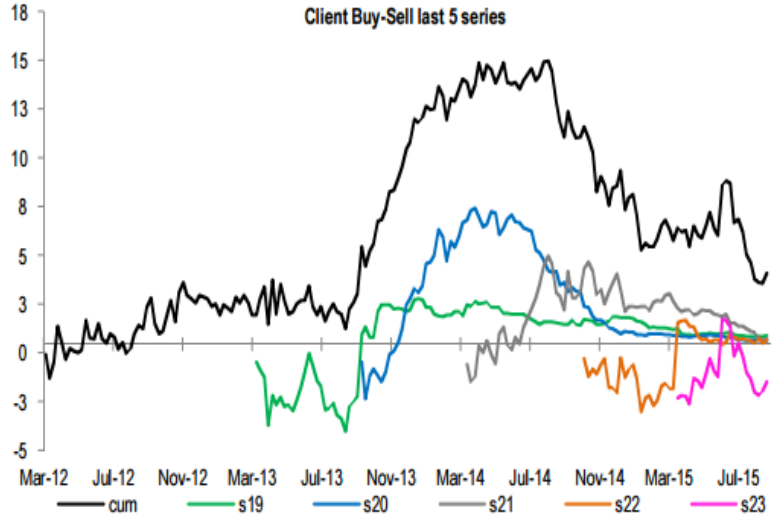




La prise en compte de la liquidité dans un fonds de fonds

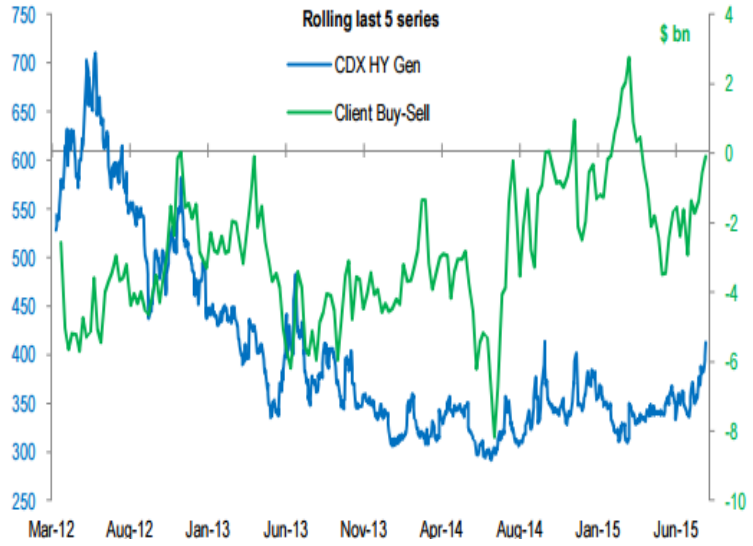
iTraxx Xover

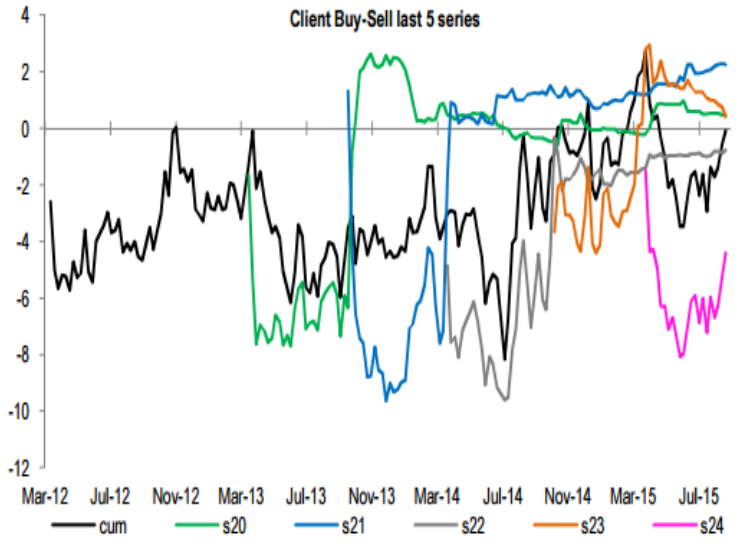




La prise en compte de la liquidité dans un fonds de fonds

CDX HY





La prise en compte de la liquidité dans un fonds de fonds

III. Conclusion

La liquidité est un facteur **réel** de risque de marché qui a été minoré par la gestion collective au travers des principes de valeurs liquidatives quotidiennes.

Pour autant, la liquidité a une **valeur de marché** qui est une source d'opportunité d'investissement .

Parmi les pistes à explorer :

- La création et généralisation d'outils de mesure de liquidité.
- Etablir une hiérarchisation de la valorisation selon le niveau de risque des actifs (valorisations quotidiennes, souscriptions/rachats hebdomadaires).
- Notion de NAV (valeur nette comptable) contre valeur liquidative.
- Favoriser des fonds à horizon d'investissements différents selon la qualification de l'investisseur : institutionnel vs particulier.
- Offrir une alternative de NAV cotée en plus de la valeur de rachat traditionnelle.

Annexes

Conclusions du comité du 23 mars 2015

« Une première démarche pragmatique va consister **à observer semestre après semestre les principales modifications de comportement et les résultats**, en affichant une classification claire. Un autre plan, probablement à plus longue échéance, sera de **réfléchir aux problèmes théoriques** posés par les taux nuls et négatifs. Un troisième pourrait être de **formuler plus explicitement les éléments structurels** qui devraient accompagner l'avènement d'une période fondamentalement différente des décennies précédentes »

- L'observatoire articulera son travail en trois étapes :
  - Exploitation et mise en forme des données disponibles chez Morningstar puis Analyse et synthèse des données propres aux trois cibles ci-dessus.
  - Mise en relation de ces observations les unes avec les autres, notamment en termes de comportement face aux chocs. C'est ici que devra se situer la valeur ajoutée de l'Observatoire, pour dégager les tendances, les innovations et la pertinence des stratégies identifiées. Ce travail comportant une dimension statistique et économétrique importante constituera la matière principale de la mission du chercheur associé à l'observatoire dans le cadre d'un contrat CIFRE.
  - Synthèse de la recherche académique et professionnelle (Université Dauphine) avec accent mis sur les innovations en termes d'allocation d'actif et produits de gestion.

Publications de l'Observatoire

- **Publication**
  - **Document de travail :** données sur l'évolution des gestions de taux d'intérêt en 50 slides articulés autour de trois grands thèmes :
    - Macro –marchés, taux, crédit, évolutions par pays par Convictions AM
    - Performances par grandes catégories (core, satellites, niveaux de corrélation et risque) et flux de collecte par stratégies par Morningstar
    - L'Etat de l'Art et de la recherche : House of Finance de l'Université Paris-Dauphine

    Ce document est adressé aux membres du Comité consultatif afin de préparer leur réunion de travail.

    Un compte rendu est adressé qui reflète les débats du Comité consultatif
  - **Publication publique :** à partir des données et des réflexions du Comité Consultatif, rédaction d'un document publiable comprenant les contributions, les points saillants des données recueillies et une synthèse des travaux de réflexion.

AVERTISSEMENT

Ce document est fourni à titre d'information et ne présente aucun caractère contractuel.

Une attention particulière a été portée quant à la nature claire et non trompeuse des informations fournies dans le présent document.

Il appartient à chaque investisseur de procéder, sans se fonder exclusivement sur les informations qui lui ont été fournies, à sa propre analyse des risques, en s'entourant, au besoin, de l'avis de tous les conseils spécialisés en la matière.

Convictions AM est une marque déposée. Ce document est la propriété de Convictions AM. Toute utilisation de ce document non conforme à sa destination, toute diffusion totale ou partielle à des tiers est interdite, sauf accord exprès de Convictions AM. La responsabilité de Convictions AM, de ses filiales ou de ses préposés ne saurait être engagée du fait d'une utilisation, d'une diffusion totale ou partielle de ce document non conformes à sa destination. Toute reproduction totale ou partielle de ce document, des logos, des marques ou de tout élément figurant sur ce document est interdite sans autorisation préalable de Convictions AM. De même, tout droit de traduction, d'adaptation et de reproduction partielle ou totale est interdit sans son consentement.