

%_{OSGT}

Observatoire des Stratégies de Gestion de Taux

Premier rapport semestriel
Mai 2015

Introduction Nicolas Duban

2

Le lancement d'un **Observatoire des stratégies de gestion de taux** est une initiative de Convictions AM en collaboration avec la House of Finance de l'Université Paris-Dauphine et Morningstar France. C'est évidemment un challenge mais aussi une ambition partagée par les personnalités qui ont accepté d'y contribuer. Qu'ils en soient donc vivement remerciés.

Le contexte de taux durablement bas est à l'origine de ce projet (voir les conclusions de la première Université d'été de l'Asset Management tenue en août 2014). Il est animé par la passion et l'intérêt des membres de l'Observatoire pour la question des taux d'intérêt et la gestion de taux, question à laquelle ils ont souvent consacré une partie importante de leur vie professionnelle.

Cette première publication a pour vocation de retracer les travaux réalisés et d'exposer les réflexions qui ont été conduites dans la première phase du lancement de l'Observatoire. Elle évoluera donc dans le temps, tenant compte de vos remarques, en affinant les zones de recherche et d'observation ainsi qu'en intégrant les contributions potentielles au débat de place.

Le souci d'être utile et pragmatique a conduit à l'élaboration de cette instance, sans vouloir recréer un nouvel instrument statistique exhaustif, mais plutôt avec le souhait d'identifier les lignes de fonds qui peuvent permettre de construire ses propres convictions et de répondre aux enjeux du contexte nouveau qui s'annonce.

Nous espérons que l' **Observatoire des stratégies de gestion de taux** contribuera favorablement à la réflexion personnelle de tous ceux qui jugeront utile de lui prêter intérêt.

- Présentation de l'Observatoire des Stratégies de Gestion de Taux page 4
- Premier Comité consultatif du 23 mars 2015 (synthèse) page 12
- Le contexte des marchés pour la gestion d'actifs page 19
- L'univers des stratégies obligataires, le bilan 2014 page 36
- L'impact des taux bas pour les asset managers page 68
- L'allocation chez les institutionnels japonais page 86

Présentation de l'Observatoire

- **Présentation** : Le lancement de l'Observatoire des stratégies de gestion de taux est une initiative de Convictions AM en collaboration avec la House of Finance de l'Université Paris-Dauphine et Morningstar France avec le soutien de l'Af2i (Association française des investisseurs institutionnels). L'Observatoire s'appuie pour l'orientation de ses travaux sur un Comité consultatif composé de professionnels de l'investissement. Il s'appuie également sur les réflexions académiques des chercheurs de l'Université Paris-Dauphine. Les partenaires contribuent aux réflexions de l'Observatoire en fournissant les données et analyses utiles à ses travaux.
- **Objectif**
 - Dans le prolongement de la première Université d'été de l'Asset Management du 28 août 2014, il a été décidé de créer un Observatoire des stratégies de gestion de taux, structure légère à vocation pérenne.
 - L'Observatoire analysera deux fois par an l'évolution des stratégies de gestion sur les marchés de taux d'intérêt et tirera les principaux enseignements en matière de gestion d'actifs.
 - Les conclusions sont publiées tous les six mois, sur la base des chiffres recueillis à fin décembre, d'une part et à partir des données recueillies à fin juin, d'autre part.
 - L'Observatoire se veut utile et pragmatique dans sa démarche.

Fonctionnement et animation de l'Observatoire

- **Fonctionnement**

- L'Observatoire est composé de trois instances :

- **Conseil de l'Observatoire** : le rôle du Conseil est de fournir des données et des analyses utiles aux travaux menés au sein de l'Observatoire.
- **Comité consultatif** : le rôle du Comité est de proposer en amont des orientations de recherche, de se prononcer sur les données recueillies et de faire part de ses commentaires, qui seront intégrés à la synthèse avant publication définitive des travaux.

- **Animation de l'Observatoire**

- Jacques Ninet, Conseiller de Convictions AM anime et coordonne les séances de travail de l'Observatoire et du Comité consultatif. Il établit le compte-rendu des réunions et la synthèse des travaux.
- Dominique Mariette gère les relations avec les membres du Comité consultatif et est responsable de son organisation. Elle supervise les contributions individuelles.
- Hugues Riant est en charge de la communication.

Composition des instances de l' Observatoire

6

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, Morningstar France
- Serge DAROLLES, Université Paris-Dauphine
- Philippe DELIENNE, Convictions AM
- Nicolas DUBAN, Convictions AM
- Dominique MARIETTE, Convictions AM
- Jacques NINET, Conseiller de Convictions AM

- **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.

Rôle du Comité consultatif de l'Observatoire

8

- **Objectif : observer**
 - ✓ Les marchés (tendances, performances)
 - ✓ Les investisseurs (flux)
 - ✓ Les gestionnaires d'actifs (stratégies, performances)
- **Champ**
 - ✓ Gestion des OPC dans le Monde (intégrant les problématiques des institutionnels)
- **Travaux de réflexion**
 - ✓ Exploitation des données, identification des tendances (stratégies nouvelles, obsolètes, ...) : Morningstar et Convictions AM
 - ✓ Synthèse de la recherche académique et professionnelle : House of Finance de l'Université Paris-Dauphine
 - ✓ Le Comité consultatif a vocation à débattre et proposer. Il ne s'agit pas d'exposer des vues sur les marchés ou les stratégies mais d'enrichir la production de l'Observatoire

- Les stratégies

Les stratégies obligataires reposent usuellement sur un nombre apparemment limité de choix, que l'on peut articuler sur quatre points auxquels s'ajoutent quelques cas particuliers, le bond-picking ainsi que la diversification sur les sous classes ou styles des gestion (ex: *absolute return, total return,...*) :

- ✓ Devise d'exposition
- ✓ Zone géographique d'investissement (région, pays, etc...)
- ✓ Catégorie et qualité des émetteurs (*Government, Corporate, rating,...*)
- ✓ Duration des investissements, positionnement sur la courbe

Toute ambition d'analyser et de synthétiser les stratégies repose sur la disponibilité de données permettant de tracer l'évolution des choix sur les points mentionnés ET sur des analyses de style (contributions) pour les fonds plus « diversifiés ».

Premier constat

Cela conduit à

- Travailler sur la dispersion statistique à l'intérieur d'une catégorie (performance, volatilité, *drawdowns*).
- Analyser les fonds qui se distinguent, par exemple sur les stratégies de courbe, de diversification ou de gestion du risque crédit, à partir des éléments disponibles notamment dans les études et recherches mises à disposition par les partenaires.

catégorie MGST

		Pondérations	
		Credit Quality	
Asset Alloc		Credit Quality	
	fds	bench/average	fds
			bench/average
cash		AAA	
Stocks		AA	
Bonds		A	
other		BBB	
		BB	
		B	
		<B	
		NR	
Bond maturity		Sector Weightg	
	fds	bench/average	fds
			bench/average
1-3		Govt	
3-5		Corp	
5-7		Securitized	
7-10		Muni	
10-15		Cash	
15-20		other	
20-30			
>30			

+ Historique 2007-2014

Premier constat

11

- L'objectif ultime de l'Observatoire est de fournir des synthèses reliant performance marché/performance gérants et flux investisseurs, faisant ressortir les stratégies qui ont été les plus pertinentes et celles qui paraissent être les plus adaptées à l'environnement économique et financier prévisible, ainsi que les enjeux pour l'innovation en matière de gestion afin de mieux y répondre.
- En complément, le Comité pourra également s'interroger sur les aspects légaux mis en jeu par les taux durablement bas (exemple : à l'égard des mandats de gestion).

Comité Consultatif de l'Observatoire réunion du 23 mars 2015 par Jacques Ninet

Jacques Ninet a partagé sa vie professionnelle entre les marchés 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 management, 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

Comité Consultatif de l'Observatoire

Compte rendu et synthèse

13

I. Présentation des objectifs de l'Observatoire par Jacques Ninet, Animateur de l'Observatoire

L'idée du mot observatoire est d'étudier, analyser, comprendre, au-delà de ce qui est visible à l'œil nu. Ces observations doivent être ensuite restituées, au-delà de l'information couramment disponible pour permettre d'évaluer les stratégies observées et d'en suggérer d'autres. Il s'agit d'observer les marchés (sans devenir un nième comité stratégique) en termes de tendances et de performance, les clients/investisseurs (essentiellement en termes de flux) et les gérants (exposition, stratégies et performances).

Les marchés seront segmentés par classes d'actifs et par zone géographique et/ou devise. Les gestions étudiées seront celles du « fixed income » en général. La question devra être tranchée de la limitation aux gestions de type OPCVM ou au contraire de l'extension à la gestion institutionnelle.

Comité Consultatif de l'Observatoire

14

L'Observatoire articulera son travail en trois étapes :

1. Exploitation et mise en forme des données disponibles chez Convictions AM, la House of Finance de l'Université Paris-Dauphine et Morningstar France, puis analyse et synthèse des données propres aux trois cibles ci-dessus.
2. 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 d'un chercheur associé à l'Observatoire et qui serait susceptible de le rejoindre pour cette mission.
3. Synthèse de la recherche académique et professionnelle (Université Dauphine) avec un accent mis sur les innovations en termes d'allocation d'actif et produits de gestion.

Bien évidemment, l'Observatoire démarre ses activités dans un contexte d'autant plus ardu pour la gestion de taux, que la convergence des taux vers zéro (en zone euro) et l'écrasement des spreads coïncident avec l'entrée dans la phase critique du déséquilibre actifs/inactifs pour les systèmes de retraite et de prévoyance du monde occidental.

La gestion des taux repose sur quatre piliers auxquels s'ajoutent quelques cas particuliers (convertibles etc..) ainsi que des possibilités de diversification « hors champ » et les leviers procurés par le recours aux dérivés et le carry. Ces quatre piliers sont : le choix de la devise d'exposition (*unhedged*) ; la zone géographique (région, pays) ; la catégorie et la qualité des émetteurs (Gouvernement, corporate etc...) ; la duration et le positionnement sur la courbe.

Comité Consultatif de l'Observatoire

15

Toute ambition d'analyser et de synthétiser les stratégies repose sur la disponibilité de données, permettant de tracer l'évolution des choix sur les points mentionnés, en particulier dans l'environnement de taux zéro, et sur des analyses de style (contributions) pour les fonds diversifiés. L'objectif ultime de l'Observatoire serait alors de **fournir des synthèses reliant performance marché / performance gérants et flux investisseurs** et faisant ressortir les stratégies qui ont été les plus pertinentes et celles qui paraissent être le mieux adaptées à l'environnement économique et financier du moment.

Un préalable important est l'homogénéité des catégories utilisées pour regrouper les données de base collectées pour les différents types d'analyse (flux, performance, risque). A l'intérieur de ces catégories, il serait en outre particulièrement intéressant de travailler sur les distributions statistiques (des performances et indicateurs de risque) et d'approfondir les données des *outliers*.

En conclusion de cette présentation, il est rappelé que la qualité de consultatif attribuée à ce Comité ne signifie pas qu'il n'est pas décisionnaire mais au contraire que ses membres sont appelés à se prononcer sans réserves sur tous les sujets abordés (avis, suggestions, critiques).

II. Un tour de table « inaugural » est ensuite lancé pour recueillir les souhaits et suggestions des participants. Plutôt que d'en donner une transcription exhaustive, il est apparu plus intéressant de les regrouper par grandes thématiques, afin d'en déduire d'ores et déjà des pistes de travail, en cohérence avec les principes énoncés au point précédent.

S'agissant des principes, il est souligné la nécessité de « sortir du cadre » et d'articuler un discours non convenu, notamment en proposant de nouveaux indicateurs (de performance, de risque).

Le premier niveau est celui des **constats**, relatifs principalement à la configuration des taux extra-faibles et à l'environnement réglementaire contraignant. A ce propos, il est apparu d'emblée que le comité s'intéressait spontanément à l'ensemble des gestions de taux et non pas seulement à l'univers des OPCVM (i.e. les problèmes d'allocation se posent aux assureurs et IRP, plus qu'aux gérants d'OPCVM « ciblés ».)

Les points saillants sont :

- Traditionnellement, l'enjeu était de ne pas perdre d'argent quand les taux étaient positifs. Maintenant, c'est comment en gagner quand ils sont nuls ou négatifs.
- Du fait des **contraintes de solvabilité**, travailler sur les actifs revient en fait à travailler sur le capital (rareté). De plus, les rendements sur emprunts d'Etat sont négatifs après coût du capital.
- **L'ALM est doublement asymétrique**, du fait de la rigidité des engagements donnés au passif (d'où une nécessité d'ajouter de la viscosité au passif) face à une flexibilité totale pour les bénéficiaires et d'un manque de liquidité à l'actif. Cette asymétrie a conduit les assureurs à gérer des impasses de duration (énormes en Allemagne, voir annexe 3) qui deviennent létales avec des taux nuls.

Un deuxième niveau aborde les **problèmes théoriques** posés par les rendements nuls, essentiellement en termes d'allocation d'actifs et de gestion des risques. Quelle place pour l'actif sans risque s'il devient l'actif sans taux. Autrement dit, le taux zéro apporte une asymétrie de risque énorme et ajoute du risque sans ajouter du taux (au reste du portefeuille), à rebours du modèle classique où il diminue le risque tout en apportant un rendement.

Il serait donc intéressant de s'interroger sur la **pertinence des modèles moyenne-variance** en régime de taux nuls ou négatifs. Dans le même sens, les modèles basés sur **la contribution à la vol ou à la VaR**, qui implicitement ne s'intéressent pas à la rémunération attendue, sont-ils encore utiles dans ce contexte, si les actifs à volatilité réduite ne rapportent rien voire sont à rendement négatif ?

Cette question renvoie à celle des primes de risque et de leur évaluation. Quel est le sens de la prime de risque - sur les corporate - si la référence est un taux nul ?

Comité Consultatif de l'Observatoire

17

Au passage est posée la question des acheteurs de titre à rendement négatif à l'émission, à la fois d'un point de vue économique et juridique (quel mandat de dépôt ou de placement ?). L'idée que le placement n'ira pas à son terme pourrait être valable pour des titres longs à forte sensibilité mais elle ne tient pas pour la partie courte voire très courte de la courbe (Btf et autres).

Enfin, les membres de l'Observatoire insistent sur la **nécessité de mieux cerner la liquidité des fonds** (par ex. sur les trackers).

Le troisième niveau concerne **les flux et les changements d'allocation** observables suite à la baisse des taux. L'expérience du Japon est évoquée. **Vers quels actifs aller si on réduit les actifs obligataires ?** Quels ont été les mouvements récents. Peut-on « pister » les flux *in* (d'où) et *out* (vers quoi) ?

III. Point sur les marchés de Taux d'intérêt par Frédéric Bensimon, Convictions AM

Un panorama complet est présenté qui montre l'impact des mesures prises, notamment au travers du quantitative easing des banques centrales sur les différents marchés de taux d'intérêt. Le contexte de taux durablement bas conduit à donner une plus grande importance à la prise en compte des risques de volatilité (sensibilité), Liquidité (capacité d'absorber les volumes), Instabilité des corrélations (recorrélation des actifs en cas de retournement), Inflation (même modeste quand les taux sont à zéro).

IV. Point sur les fonds de taux d'intérêt par Jean-François BAY, Morningstar

402 milliards € de collecte nette sur les fonds obligataires dans le monde en 2014 quasiment à égalité avec les fonds actions mais pour une part de marché inférieure de moitié (21% contre 45%), à plus de 6 000 MD \$ (dont 2 000 pour l'Europe). Après 3 années de décollecte, retour des flux sur les catégories « Euro Fixed Income » et « Corporate bonds » .

Un premier inventaire des stratégies recensées par Morningstar est notamment présenté

V. Premières réponses offertes aux gestionnaires au contexte de taux bas par Serge DAROLLES, House of Finance de l'Université Paris Dauphine.

Un point clé, à l'image des assureurs japonais, est de travailler sur la rigidité des passifs (niveau garanti, conversion etc...). Les autres pistes proposées sont classiques même si certaines relèvent d'un véritable changement de mentalité, absolument indispensable après trente ans d'addiction aux taux faciaux ET réels fortement positifs :

- Diversifier (smart bêta)
- Diminuer les frais de gestion
- Accepter une réduction de la liquidité
- Améliorer l'exécution
- Adapter la communication
- Augmenter le levier

CONCLUSION

Le champ peut être considérable. L'Observatoire va devoir travailler sur plusieurs plans et plusieurs horizons. 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'articulation de ces trois points pourrait structurer les contributions des membres de l'Observatoire pour les prochaines réunions du Comité consultatif.

Le contexte des marchés par Frédéric Bensimon

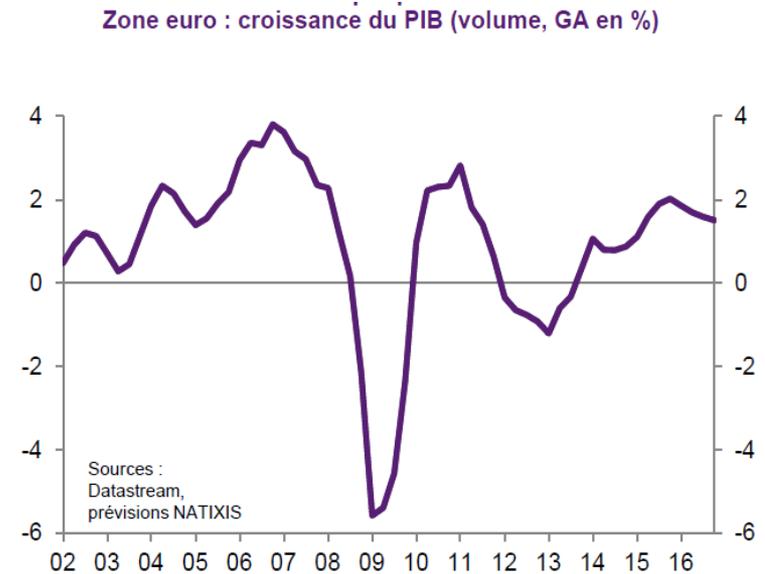
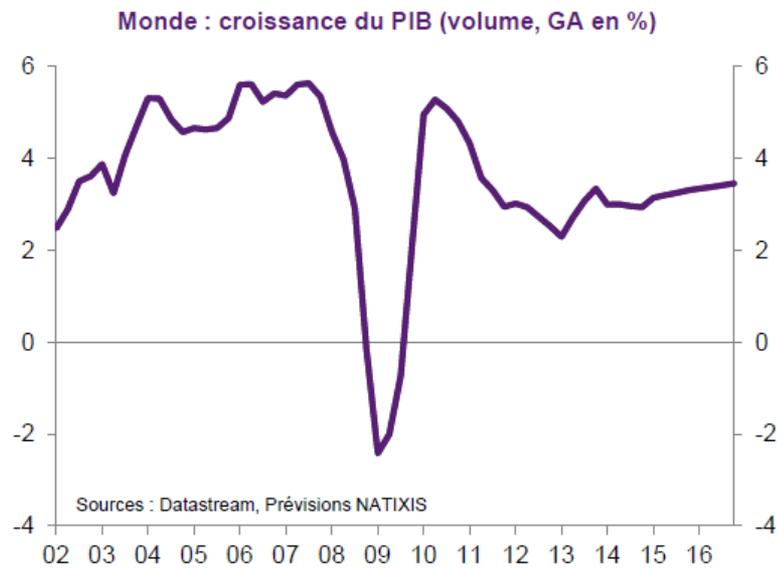
Frédéric Bensimon est analyste-gérant chez Convictions AM depuis 2015, en charge de la gestion de taux et la sélection de fonds obligataires. Il a effectué l'essentiel de sa carrière dans le domaine de la gestion de taux dans différentes banques et sociétés de gestion. Ainsi, de 1987 à 1998, il a participé 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.



Une croissance mondiale autour de 3,5 %

20

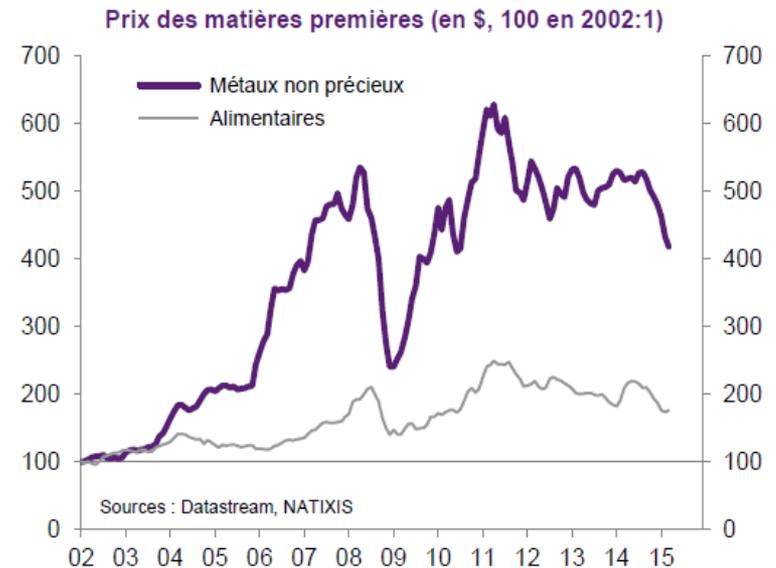
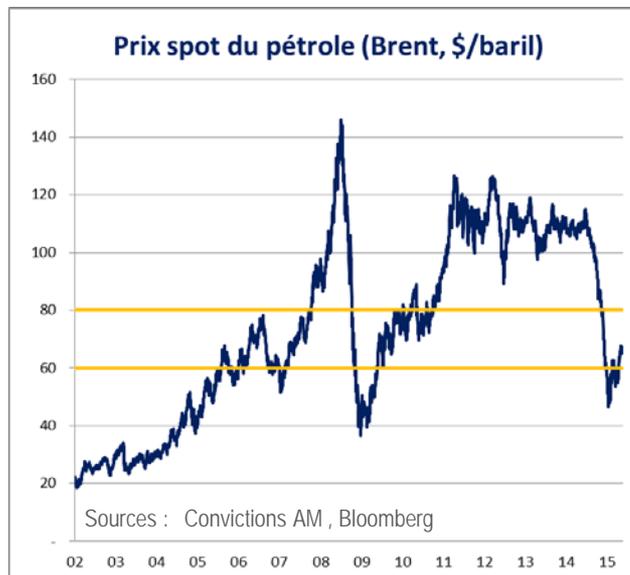
- La croissance mondiale reste modeste.



Le prix des matières premières en baisse

21

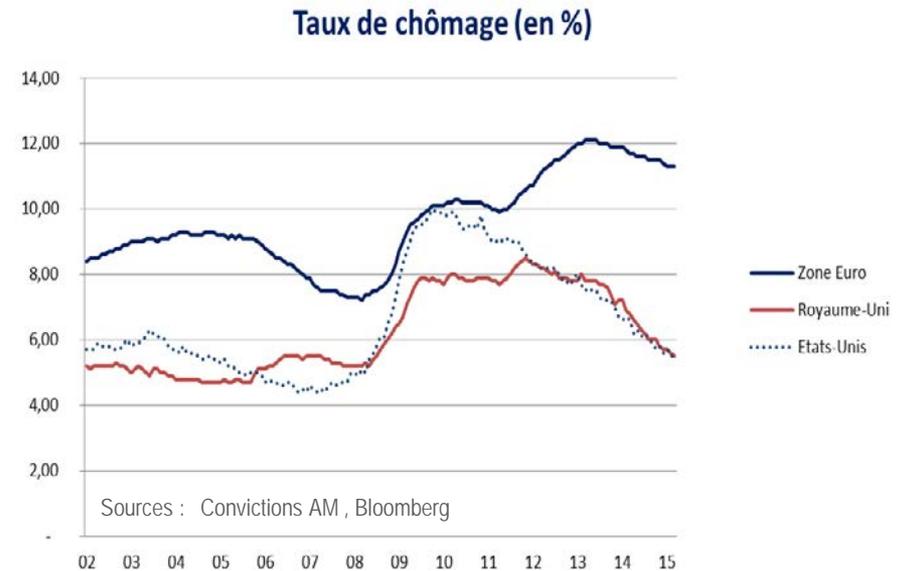
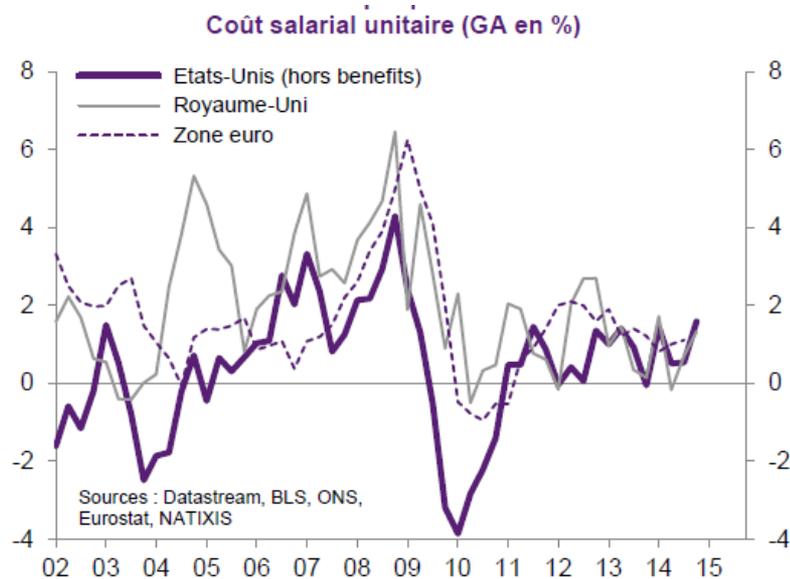
- Une stabilisation prochaine du pétrole autour de 60 \$ puis vers 70-80 \$ ne sera pas suffisante à elle seule pour inverser à court terme la tendance de l'inflation.



Le marché du travail se redresse lentement

22

- Le marché du travail s'améliore graduellement sans montrer de signe de tension excessif.



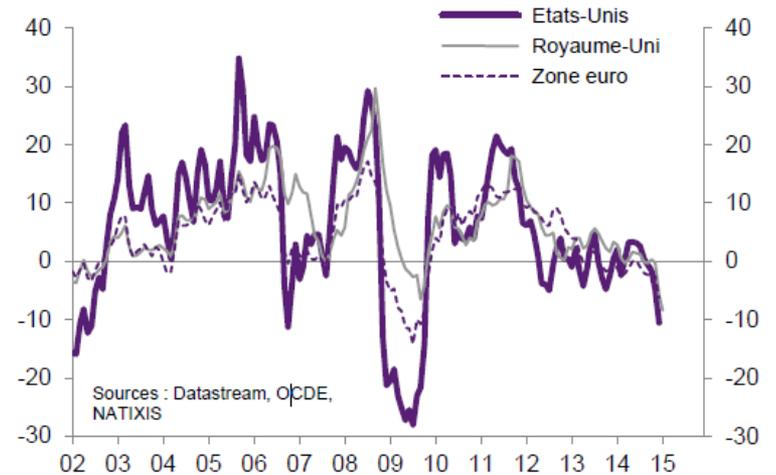
L'inflation demeure très faible

- L'inflation pourrait rester encore longtemps sous la barre des objectifs des Banques Centrales.

Inflation (CPI, GA en %)

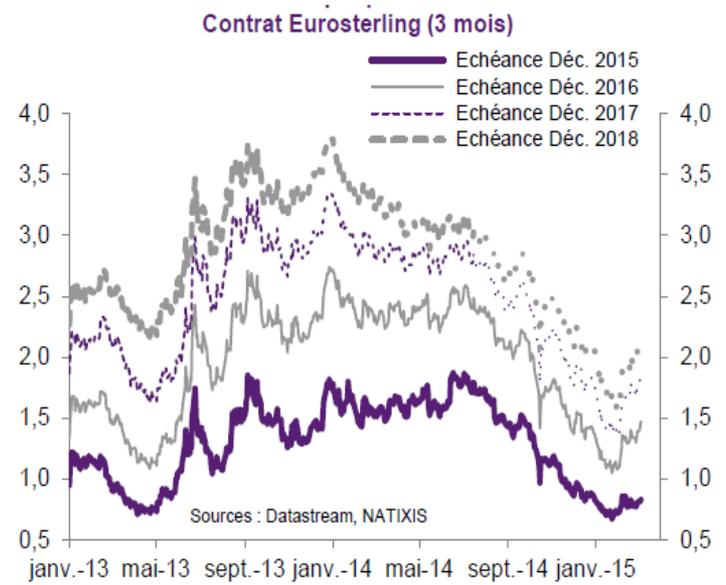
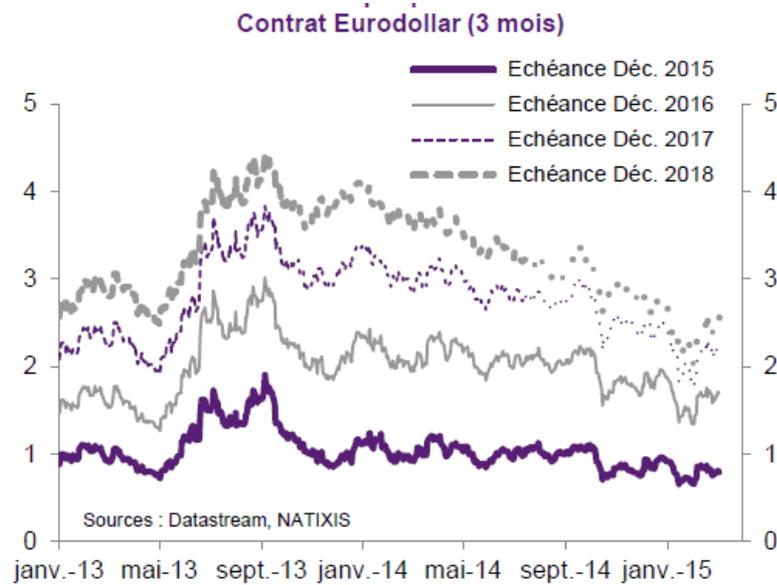


Indice de prix à la consommation d'énergie (CPI, GA en %)



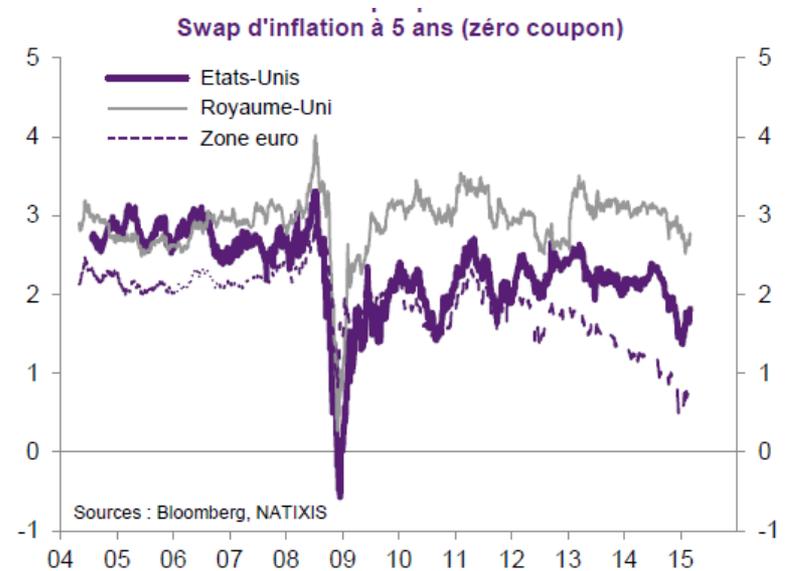
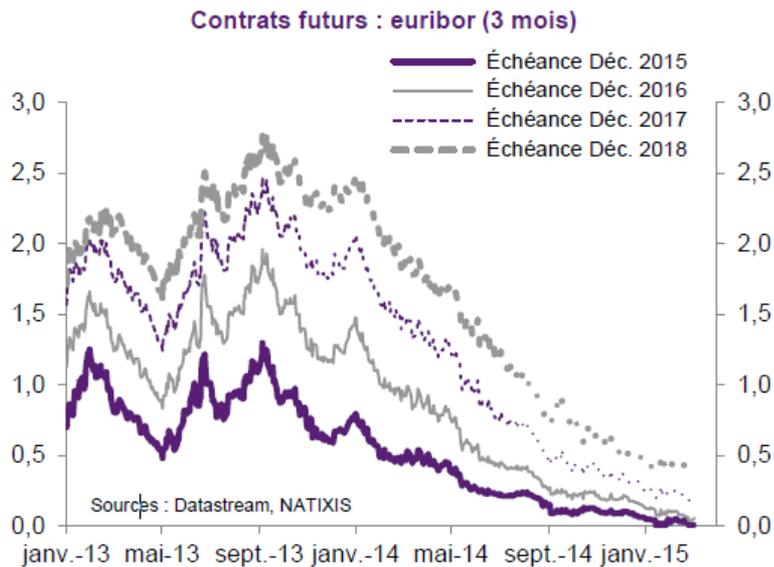
Des politiques monétaires prudentes

- La Fed prépare le marché à un processus de normalisation. La BCE commence son QE.

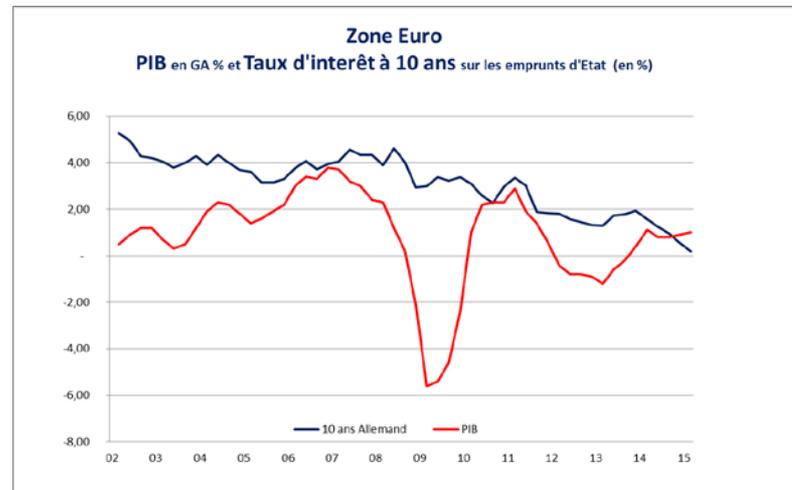
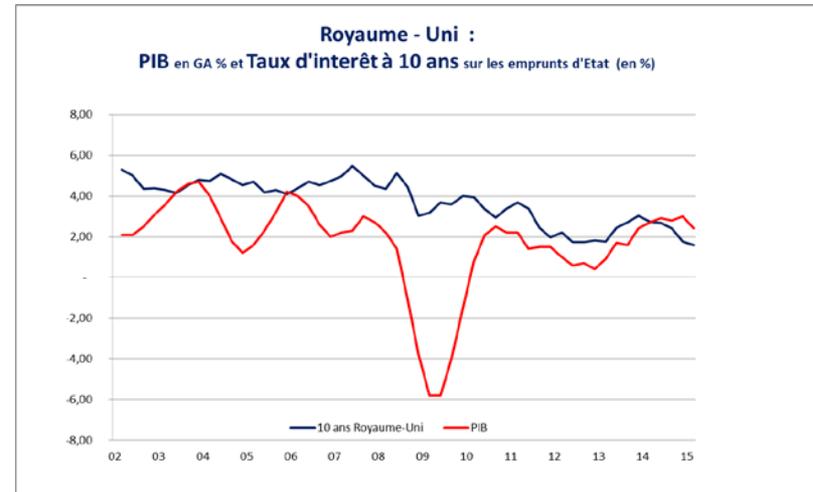
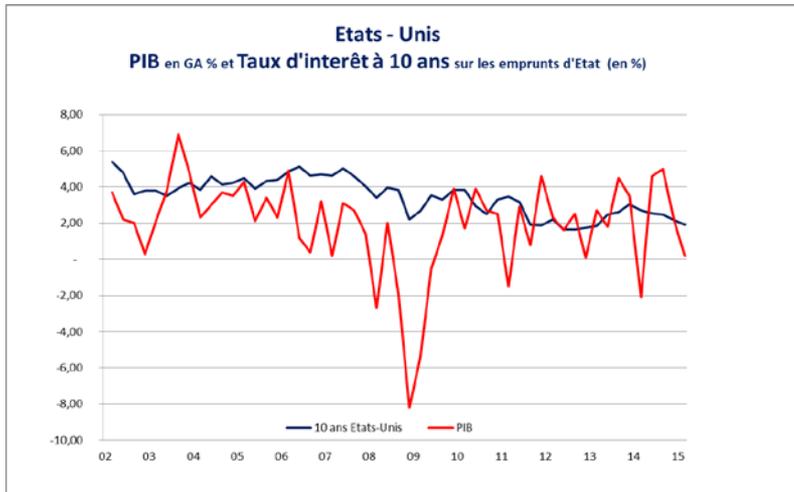


En Europe, une poursuite du QE

- Les taux d'intérêt à long terme aux Etats-Unis et en Europe vont être inférieurs à la croissance en valeur. L'inflation anticipée reste faible.



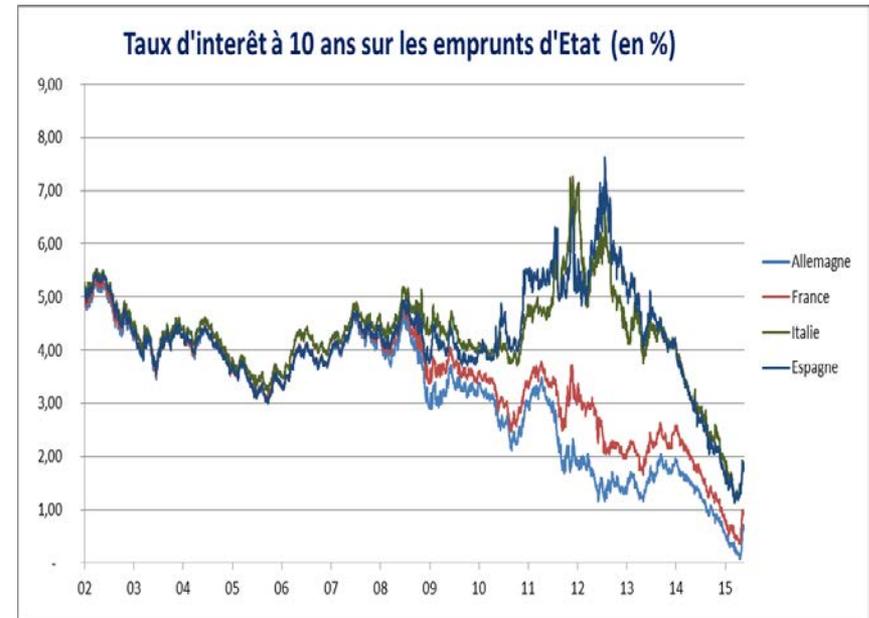
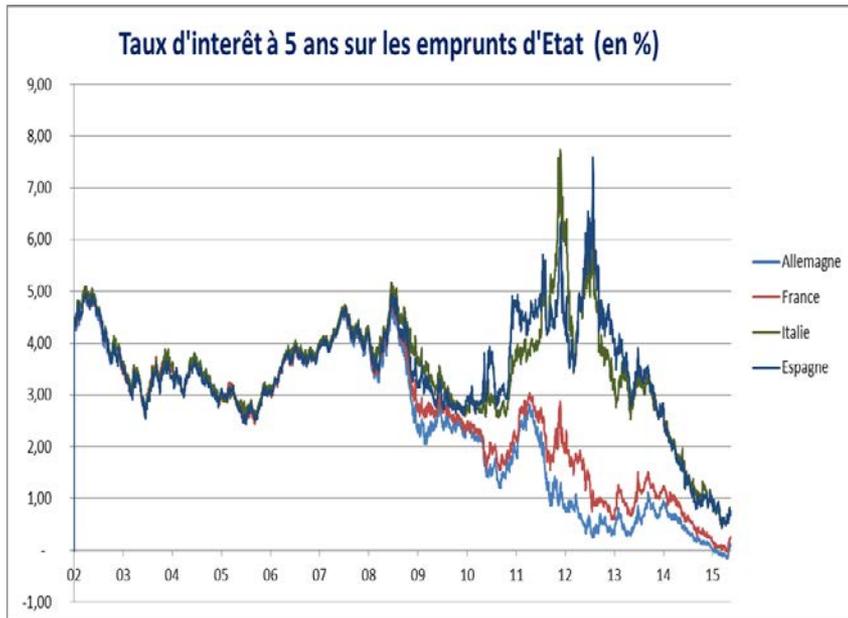
Des taux à long terme très bas



Des politiques monétaires prudentes

27

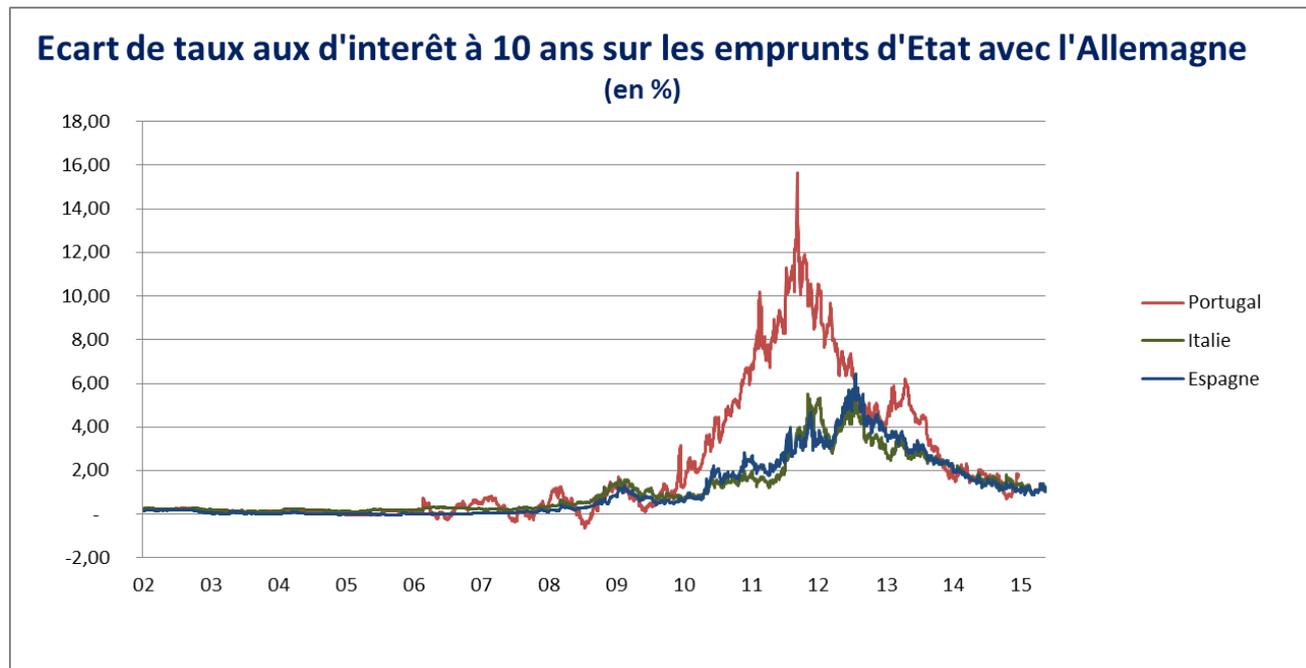
- Les taux longs risquent d'être durablement bas sous la pression des achats d'emprunts d'Etats par la BCE avec la mise en place du QE (Quantitative Easing)



Une forte convergence des pays périphériques

28

- Les rendements des obligations des pays périphériques poursuivent leur convergence vers les pays core. La crise grecque a eu un impact limité à ce stade.



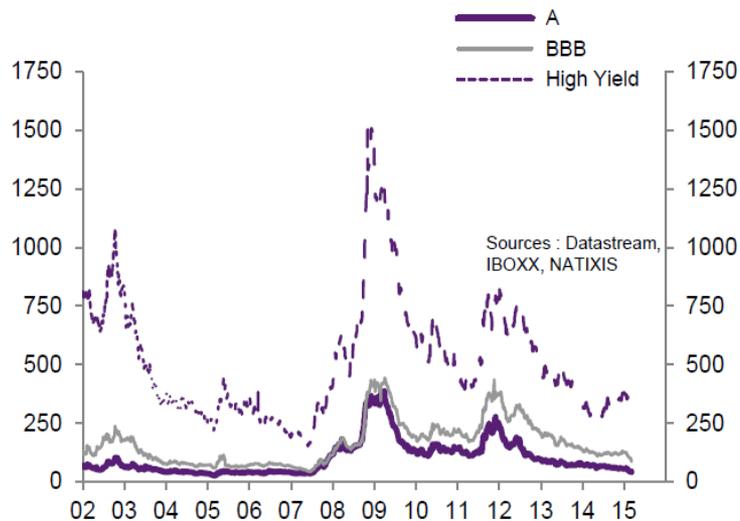
Sources : Convictions AM , Bloomberg

Les primes de risque se contractent

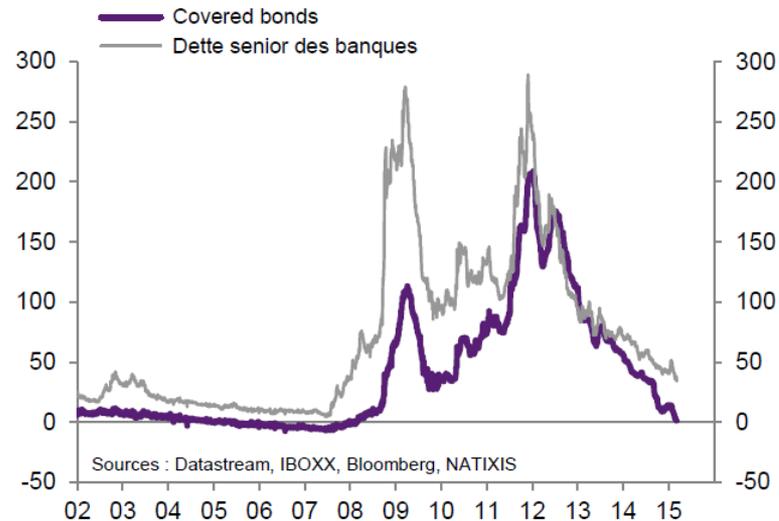
29

- Les fondamentaux des entreprises continuent de s'améliorer. Les conditions de refinancement, l'appétit pour le risque et les rendements élevés compriment les primes.

Zone euro : spreads de crédit (asset swaps, pb)



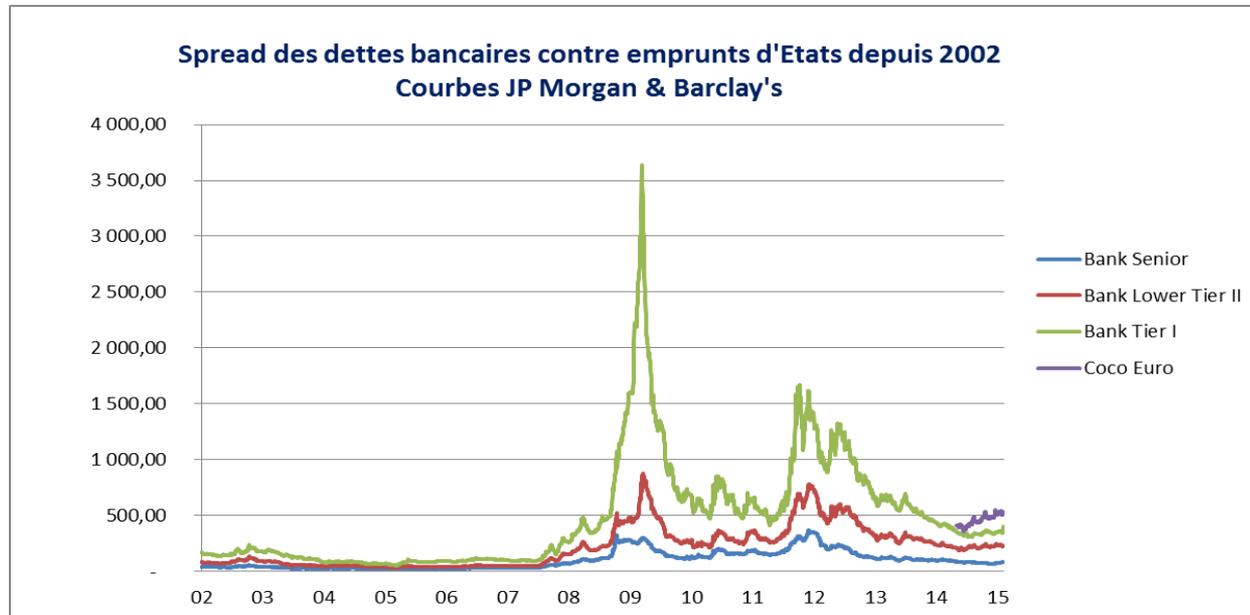
Zone euro : spread contre swaps (en pb)



Le profil de rendement sur la dette subordonnée reste intéressant

30

- Les nouvelles obligations subordonnées « Cocos » (Contingent Convertible Bonds) offrent des rendements élevés avec un profil de risque satisfaisant, compte tenu du respect des ratios de fonds propres bancaires (Bâle III).

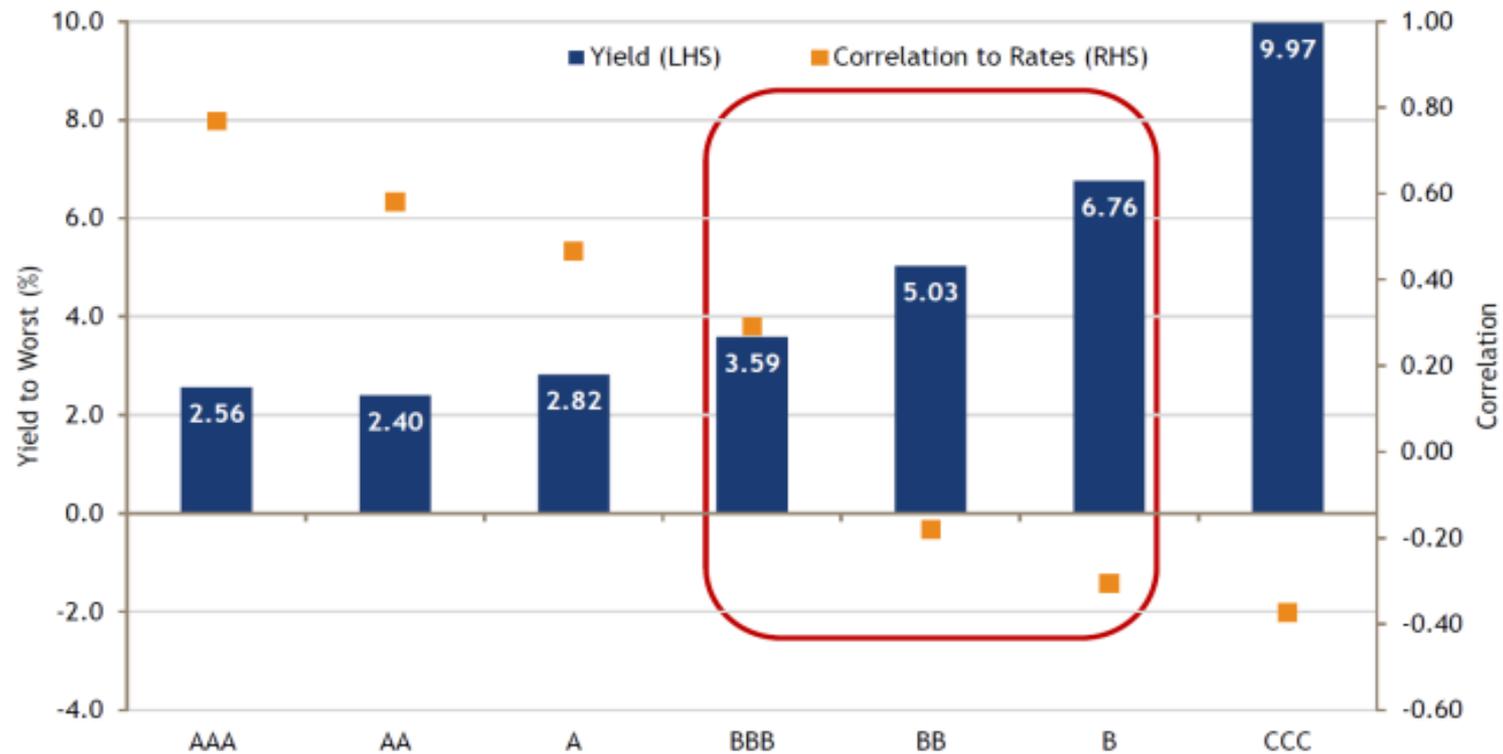


Spread vs Gvt	Niveau au 27/02/15	Variation sur le mois	Variation YTD
Banque			
Cocos International*	473	-48	-36
Cocos Euro*	487	-5	-15
Tier 1	384	-15	32
Lower Tier 2	220	-4	-11
Senior	68	-12	1
Assurance			
Subordonnée	285	-26	-36
Senior	69	-9	-4

Le HY offre des rendements élevés avec une corrélation aux taux plus faible

31

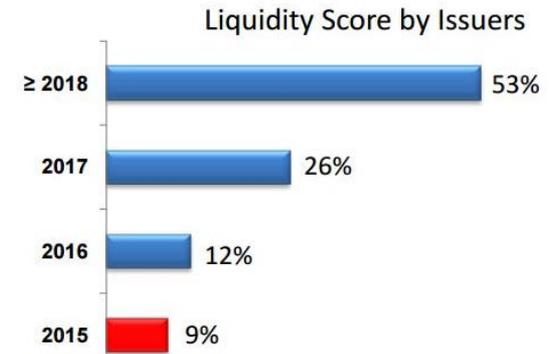
- Rendement par rating et corrélation au taux US



v: Barclays Correlation to Barclays US Treasury Index as of 12/31/14. 10 years of data.

Marché du crédit européen

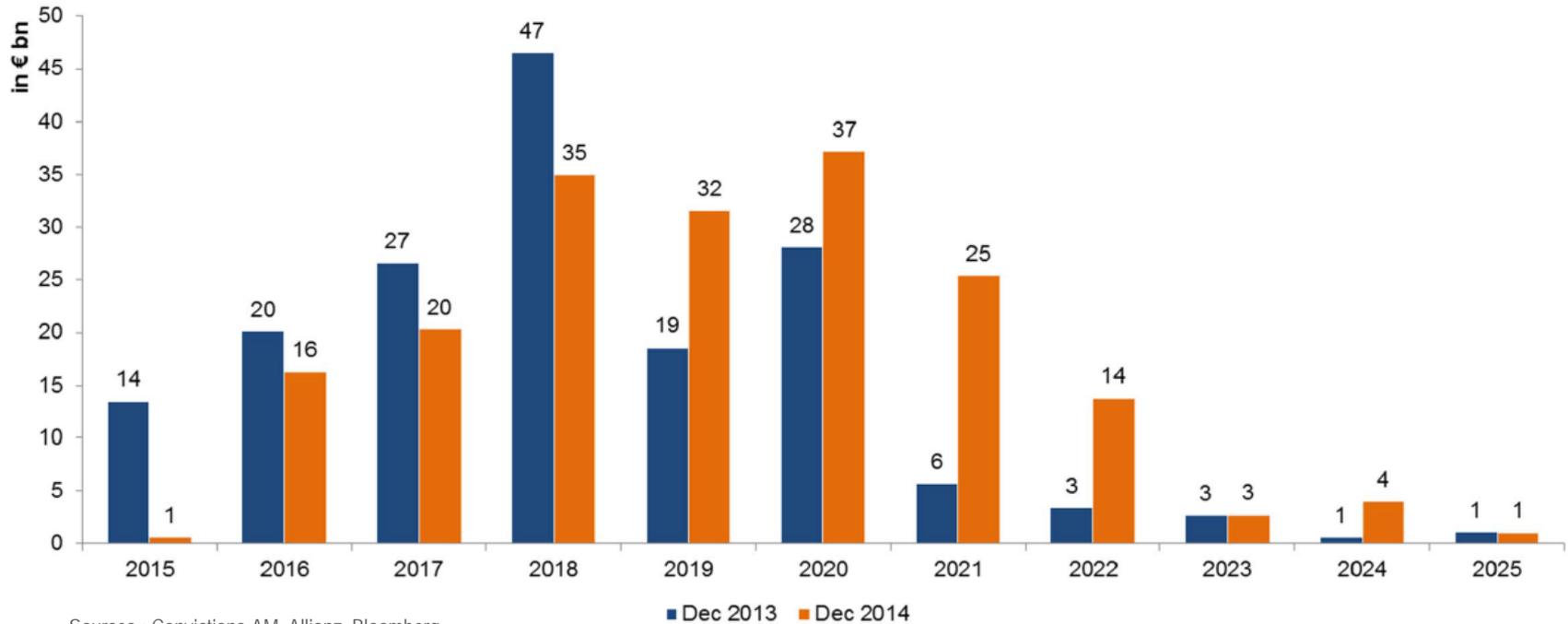
- Si le risque de liquidité existe bel et bien, les émetteurs de High Yield sont malgré tout bien refinancés pour les 3 prochaines années.



Marché du High Yield euro

33

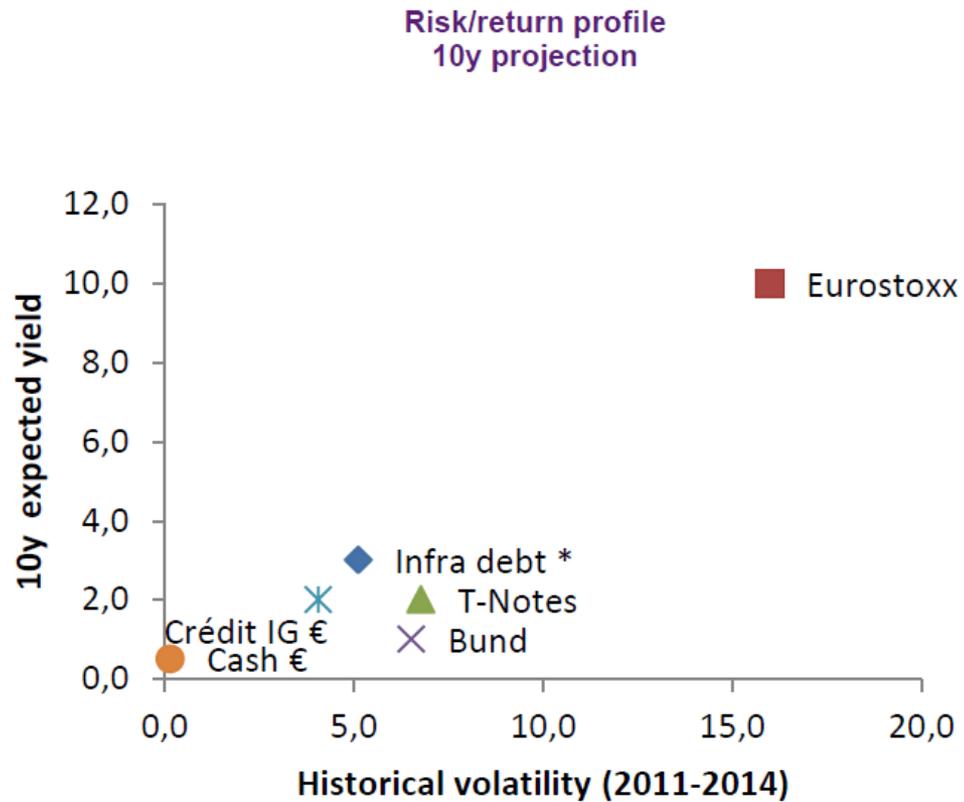
- En 2014, le marché du High Yield s'est homogénéisé en profitant des taux bas pour rallonger les maturités.



Distribution des rendements attendus

34

- Le crédit demeure attractif



Des taux d'intérêt à long terme faibles !

35

- Quelles sont les conséquences ?
 - Les Banques Centrales vont maintenir une politique accommodante afin de faciliter le désendettement des agents économiques ;
 - L'épargne restera orientée vers les actifs offrant des rendements plus élevés, obligations corporate , Investment Grade, High Yield, dettes subordonnées bancaires ;
 - Vers d'autres actifs moins liquides, loans ou immobilier.

Le contexte de taux durablement bas conduit à donner une plus grande importance à la prise en compte des risques de Volatilité (sensibilité), Liquidité (capacité d'absorption), Instabilité des corrélations (recorrélation des actifs en cas de retournement), Inflation (même modeste quand les taux sont à zéro).

L'univers des stratégies obligataires, le bilan 2014 par Jean-François Bay

Jean-François Bay est le co-fondateur et Directeur Général de Seeds Finance et Multiratings, il a rejoint Morningstar lors de l'acquisition de Seeds 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.



EC Commission Macroeconomic Forecasts: An Improved Outlook

The EC Commission has upgraded its GDP growth forecasts for 2015 and 2016. The combined effect of a weaker EUR and the fall in oil prices are seen as key factors allowing for an improved performance of domestic demand. Deflation is not forecast to become entrenched. However, unemployment, though ticking down should remain elevated while the economy continues to grow below potential.

	GDP growth (y/y)			GDP growth (IMF) (y/y)			Output gap *			HICP (y/y)		
	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
GER	1.5	1.5	1.2	1.5	1.3	1.5	-0.9	-0.8	-0.4	0.8	0.1	1.6
FRA	0.4	1.0	1.8	0.4	0.9	1.3	-2.3	-2.3	-1.6	0.6	0.0	1.0
ITA	-0.5	0.6	1.3	-0.4	0.4	0.8	-4.3	-3.5	-2.1	0.2	-0.3	1.5
SPA	1.4	2.3	2.5	2.3	2.6	2.6	-6.1	-3.9	-1.9	-0.2	-1.0	1.1
EMU	0.8	1.3	1.9	1.4	2.0	1.8	-2.8	-2.2	-1.2	0.4	-0.1	1.3
UK	2.6	2.6	2.4	2.6	2.7	2.4	-1.1	-0.1	0.6	0.6	0.2	1.4

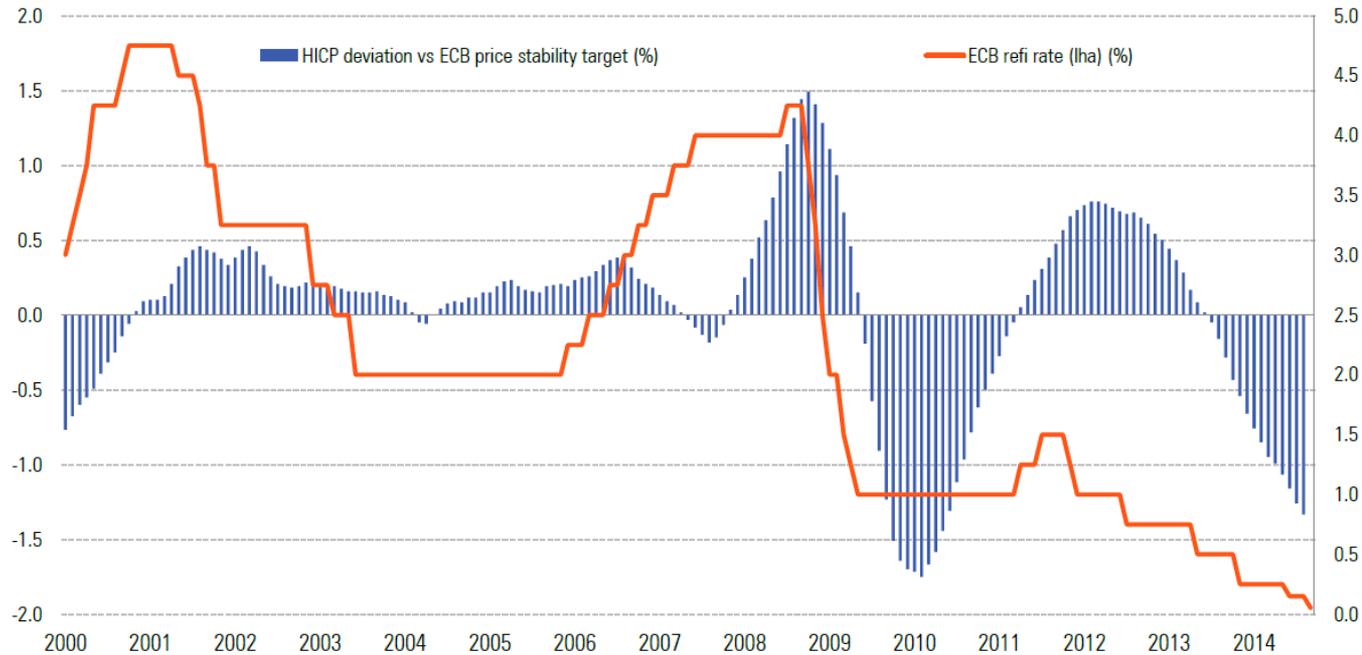
	Jobless rate (%)			Current account (% of GDP)			Budget balance (% of GDP)			Public debt (% of GDP)		
	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
GER	5.0	4.9	4.8	7.7	8.0	7.7	0.4	0.2	0.2	74.2	71.9	68.9
FRA	10.3	10.4	10.2	-1.8	-1.3	-1.7	-4.3	-4.1	-4.1	95.3	97.1	98.2
ITA	12.8	12.8	12.6	1.8	2.6	2.6	-3.0	-2.6	-2.0	131.9	133.0	131.9
SPA	24.3	22.5	20.7	-0.1	0.6	0.5	-5.6	-4.5	-3.7	98.3	101.5	102.5
EMU	11.6	11.2	10.6	2.8	3.2	3.0	-2.6	-2.2	-1.9	94.3	94.4	93.2
UK	6.3	5.6	5.4	-4.1	-3.8	-3.3	-5.4	-4.6	-3.6	88.7	90.1	91.0

Source: European Commission (Winter 2015 forecasts). International Monetary Fund (WEO Jan 2015 update). *Output gap calculated as difference between expected GDP growth and potential GDP growth. © 2015 Morningstar. All Rights Reserved

ECB Interest Rates to Hug Zero Bound for the Foreseeable Future

The ECB's key interest rate is at an absolute low of 0.05% since September 2014, while the deposit rate is in negative terrain at -0.20%. There is a commitment to keep these ultra-loose policy settings for a protracted period, certainly extending through to, and quite likely beyond, 2016.

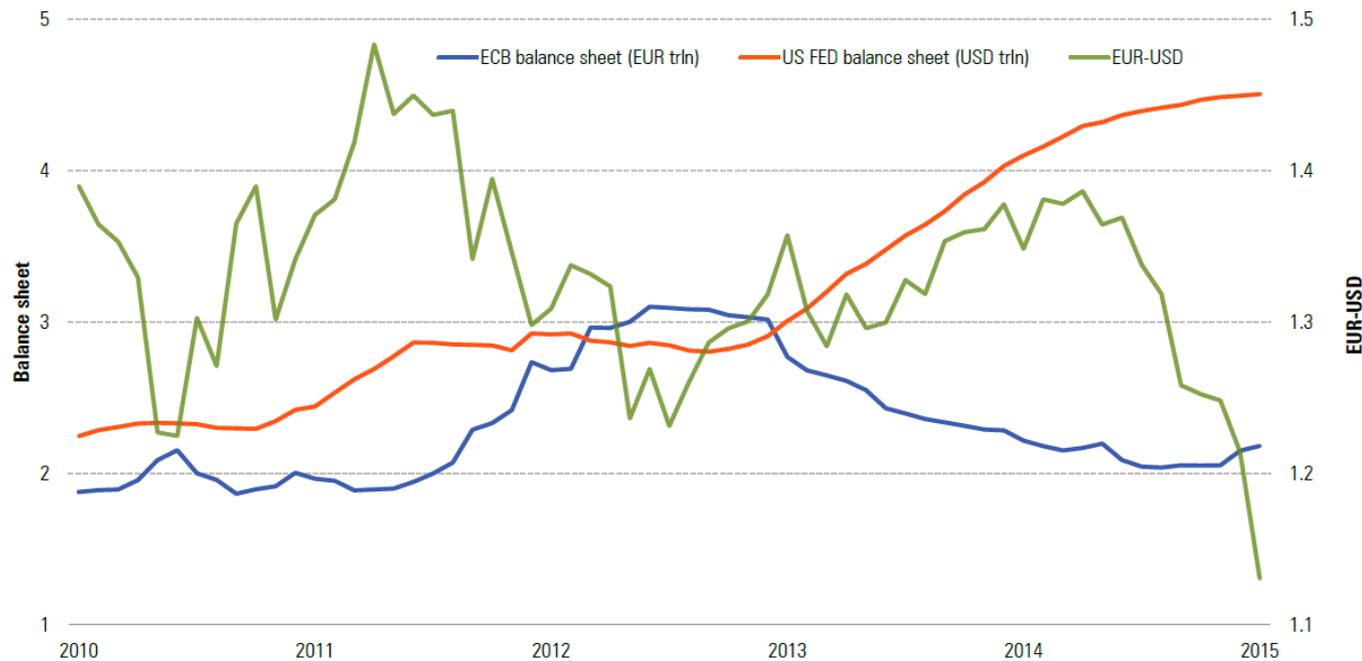
ECB Interest Rate



Euro Weakness: Support for Exports and Weapon to Fight Deflation

The upside swing to the ECB balance sheet plus a protracted zero rates policy, against a backdrop of a US Fed planning policy normalisation, should support EUR-USD weakness through 2015 and beyond. The less punitive FX rate has already provided relief for Eurozone exporters. Perhaps more importantly, it could prove instrumental in lifting Eurozone inflation via higher imported price pressures.

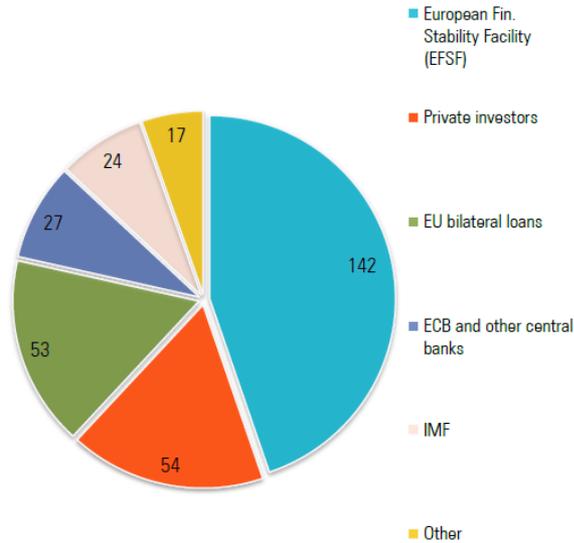
Central Banks Balance Sheets



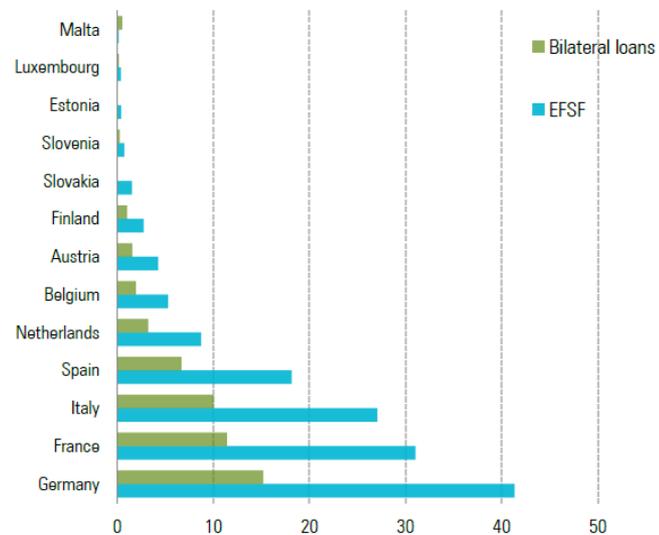
Who Owns Greece's Debt?

The bulk of Greece's debt is no longer in private investor's hands. This limits the potential for contagion to the banking sector. In the case of a default, the ECB and IMF's exposure might be technically manageable via simple accountancy adjustments. Meanwhile, European governments would have to account for the losses in the way of higher budget deficits and thus higher public debt burdens.

Greek Debt Holdings, EUR bn



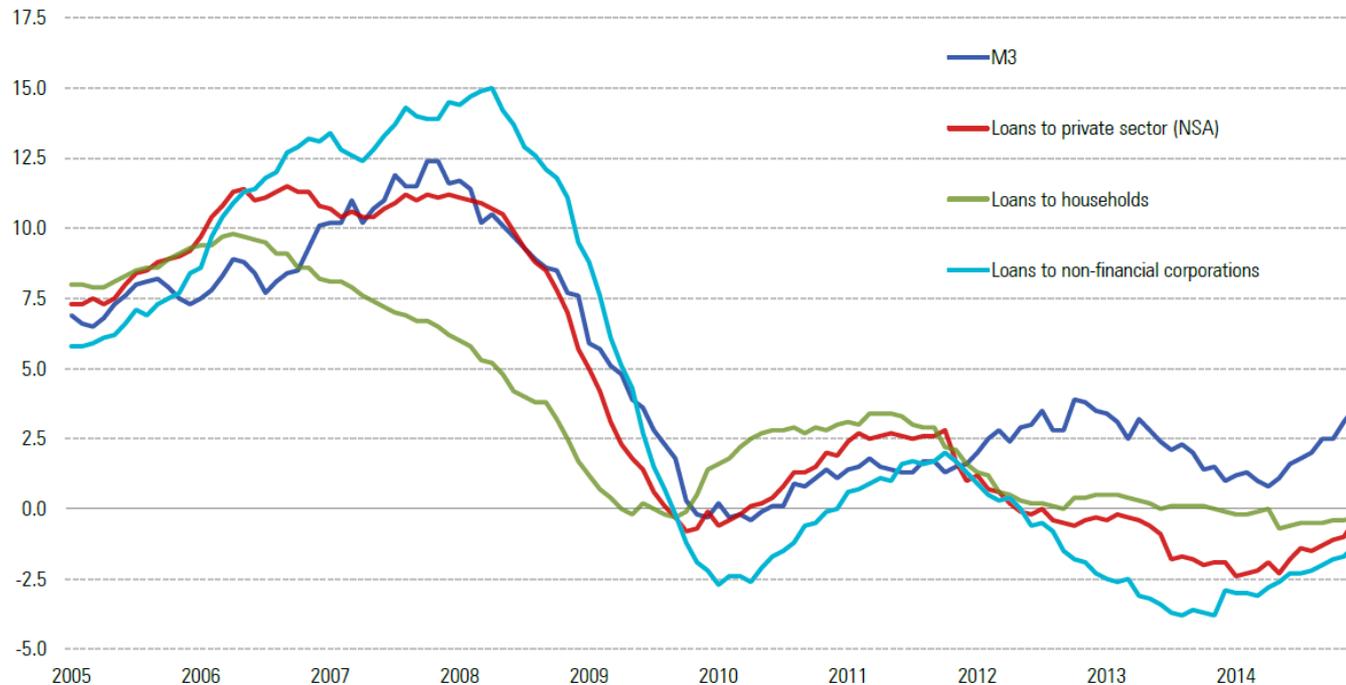
Exposure to Greek Debt by Country, EUR bn



Squeeze in Bank Lending to Economic Agents Remains a Problem

Bank loan growth in the Eurozone remains very constrained. Lack of lending to small and medium-sized companies is a particular worry in peripheral countries. Money supply is on the up, and, if sustained, it would make for easier access to credit. However, ample liquidity counts for little unless backed up by an improved economic outlook. Encouragingly, though still negative, the loan growth trend is off the lows.

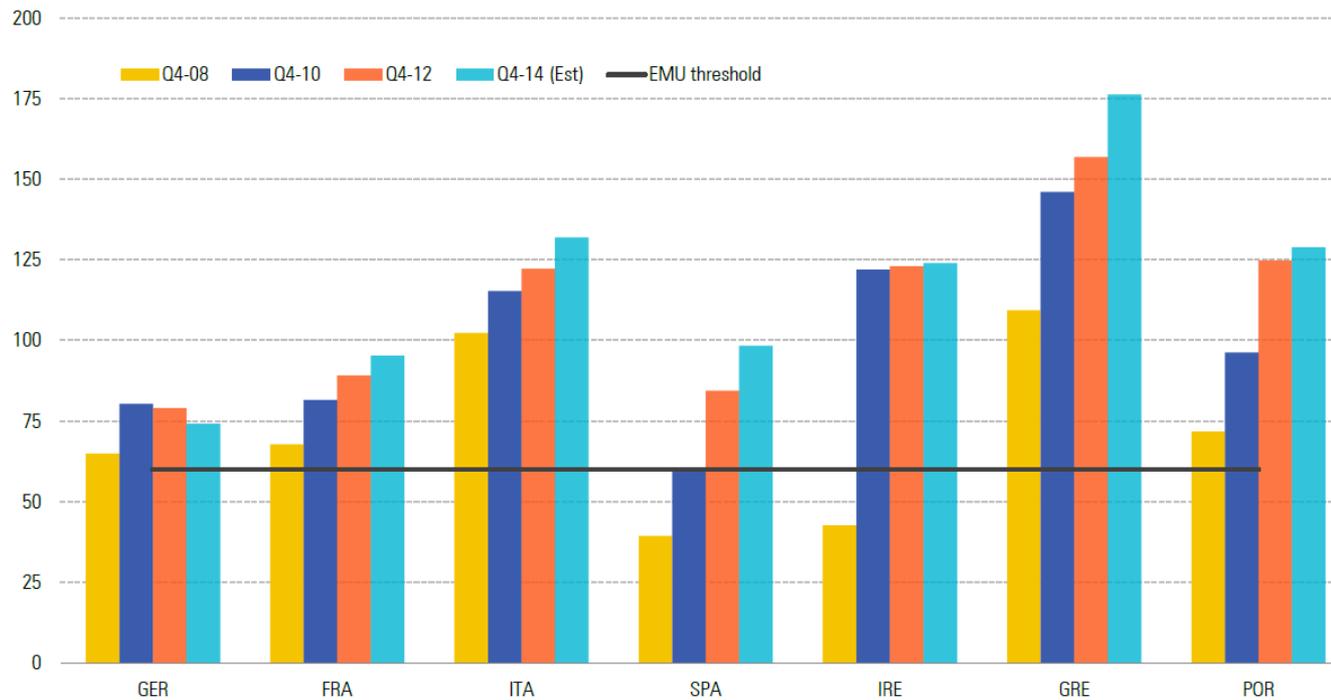
Eurozone Money Supply and Lending Growth



Lack of Inflationary Pressures Makes It Harder To Tackle Public Debt Burden

The downside of sustained disinflation – not to mention deflation – is that it makes it much harder for economic agents to reduce their debt burden. Despite the austerity, most Eurozone countries have seen public debt levels increase considerably. There is little chance to see a meaningful decrease in coming years. However, the improved growth outlook, if it leads to higher tax receipts, should help temper concerns on this front.

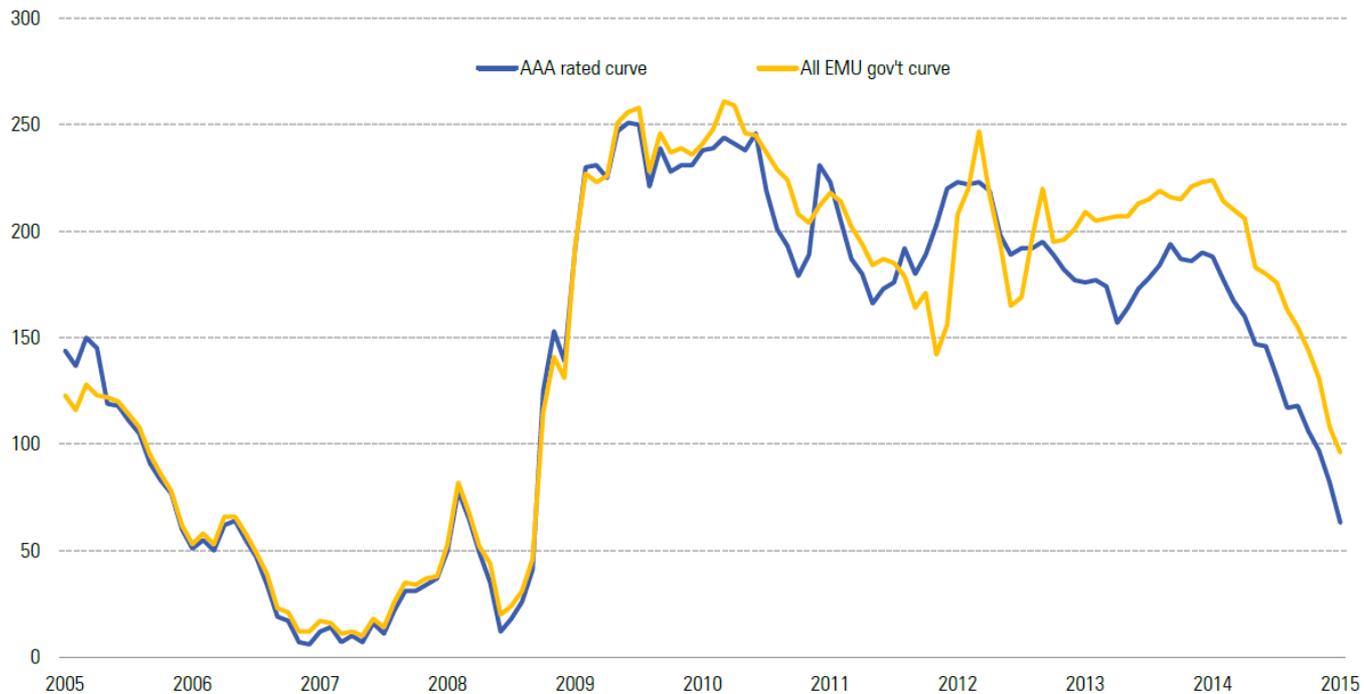
Public Debt (% of GDP)



Eurozone Government Bond Yield Curve 10-2Yr Spreads

With short-term rates firmly anchored at its lowest possible bound, and markets encouraged by the ECB's QE programme, the outlook is for further long-end-led flattening. Given the risks surrounding peripheral bond valuations, this is more safely expressed via AAA-rated curve.

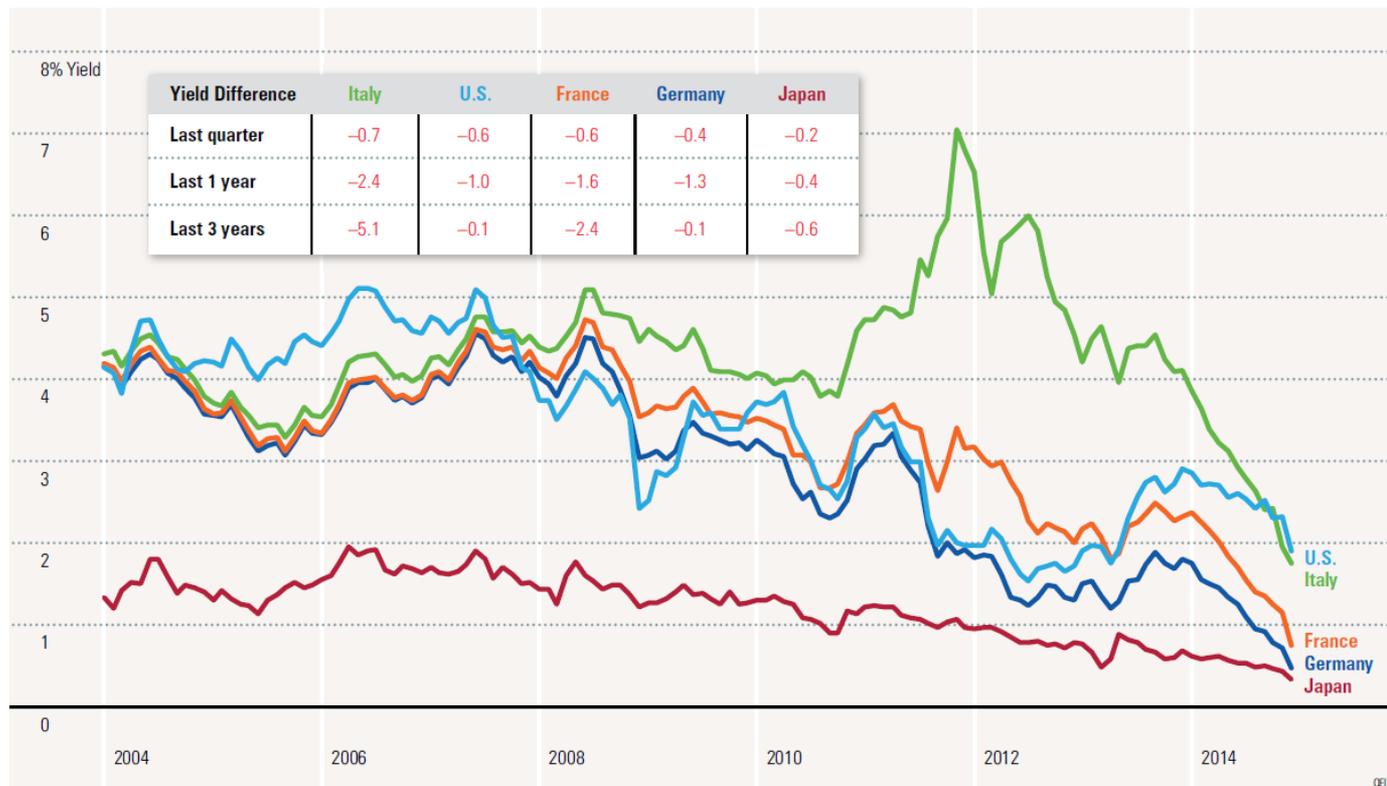
Eurozone 10-2 Year Government Bond Spread (bps)



Europe Economy Overview

World 10-Year Government Bond Yields

Yields for all countries analyzed have declined over all time periods analyzed. Since the Federal Reserve began reducing its stimulus efforts in spring 2013, there has been talk of U.S. rates climbing, but that hasn't happened yet. On the other hand, the European Central Bank has only begun its own QE initiative, which should keep European rates low going forward.



Source: OECD, investing.com, Morningstar Calculations. © 2015 Morningstar. All Rights Reserved.

Le succès des stratégies de diversification obligataire



45

- Les produits obligataires au coude à coude avec les fonds actions sur 1 an de collecte
...mais une part de marché 2 x inférieure :

▼ Global Broad Category Group

Name	Estimated Net Flow (\$Mil)				Market Share Basis: Total Net Assets (\$Bil)						# of Funds	
	1-Mo	QTD	YTD	1-Yr	01-2015	Mkt Sh%	Rank	01-2014	Mkt Sh%	Rank	Reported	Total
Allocation	22,038	22,038	22,038	269,939	3,037	10.52	4	2,694	9.98	4	11,951	13,207
Alternative	6,714	6,714	6,714	74,594	579	2.00	7	534	1.98	6	3,329	3,948
Commodities	6,030	6,030	6,030	5,521	155	0.54	8	171	0.64	8	783	856
Convertibles	(357)	(357)	(357)	5,357	101	0.35	10	99	0.37	10	268	282
Equity	11,270	11,270	11,270	419,214	13,068	45.25	1	11,894	44.06	1	23,185	25,797
Fixed Income	42,692	42,692	42,692	402,515	6,147	21.29	2	5,806	21.51	2	12,734	13,699
Property	562	562	562	14,565	149	0.52	9	156	0.58	9	122	253
Tax Preferred	5,341	5,341	5,341	37,126	594	2.06	6	521	1.93	7	598	600
Miscellaneous	2,577	2,577	2,577	54,619	874	3.03	5	827	3.06	5	13,679	14,652
Unclassified	561	561	561	4,940	26	0.09	11	42	0.16	11	374	1,910
All Long Term	97,427	97,427	97,427	1,288,3...	24,730	85.64		22,745	84.25		67,023	75,204
Money Market	14,051	14,051	14,051	61,084	4,148	14.36	3	4,250	15.75	3	2,293	2,555
Total	111,478	111,478	111,478	1,349,4...	28,878	100.00		26,995	100.00		69,316	77,759

1
2

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

○ 402 milliards € de collecte nette sur les fonds obligataires dans le monde sur 1 an

Le succès des stratégies de diversification obligataire

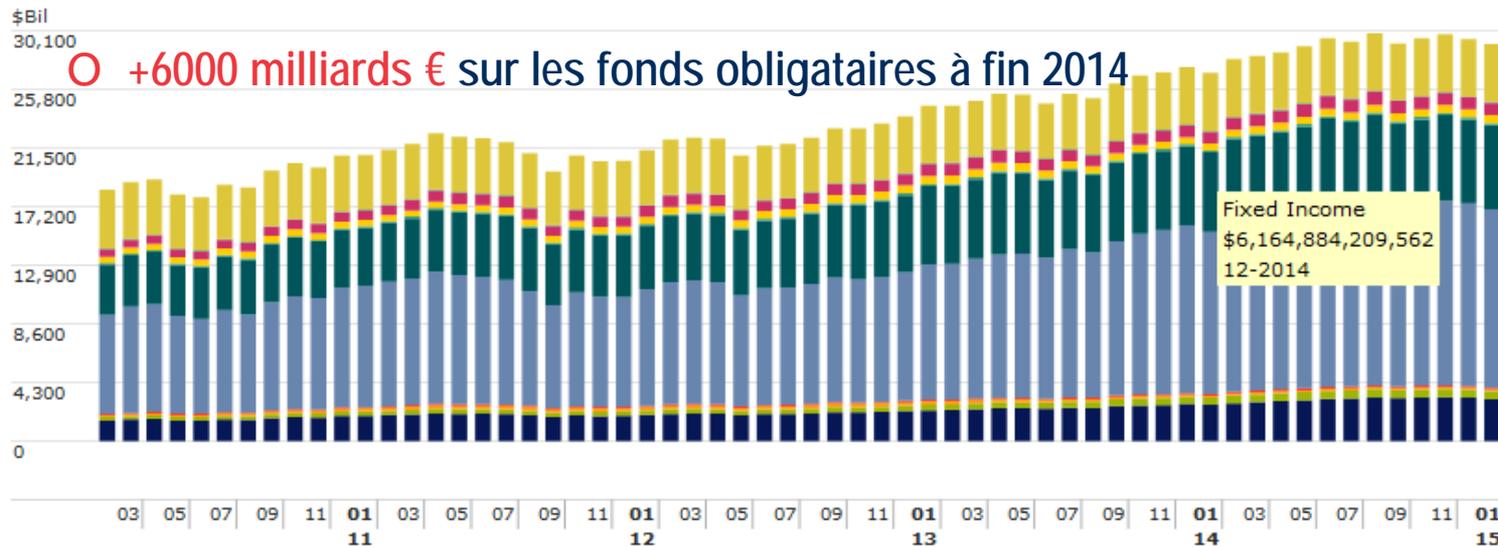


- L'évolution des actifs nets depuis 2010 dans le monde

Global Broad Category Group

Market Share Basis Time Monthly

Market: Worldwide OE, MM & ETF ex FoF ex Feeder Currency: USD Eff Date: 2015-01-31



Global Broad Category Group



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

Le succès des stratégies de diversification obligataire



47

- Les produits obligataires restent privilégiés, surtout en Europe

▼ Global Broad Category Group

Name		Estimated Net Flow (€Mil)				Market Share Basis: Total Net Assets (€Bil)						# of Funds	
		1-Mo	QTD	YTD	1-Yr	01-2015	Mkt Sh%	Rank	01-2014	Mkt Sh%	Rank	Reported	Total
2 Allocation		13,047	13,047	13,047	140,122	915	12.27	4	672	11.11	4	7,838	8,463
Alternative		4,575	4,575	4,575	44,368	265	3.56	5	194	3.21	5	1,508	1,931
Commodities		1,349	1,349	1,349	208	50	0.67	9	47	0.78	9	512	545
Convertibles		(166)	(166)	(166)	2,307	70	0.94	8	59	0.97	8	228	236
3 Equity		5,125	5,125	5,125	61,153	2,784	37.30	1	2,211	36.57	1	9,677	11,073
1 Fixed Income		15,301	15,301	15,301	153,815	2,098	28.11	2	1,711	28.31	2	6,217	6,611
Property		349	349	349	10,917	124	1.66	7	113	1.87	7	96	167
Miscellaneous		(307)	(307)	(307)	2,238	143	1.91	6	133	2.20	6	2,234	2,547
Unclassified		(45)	(45)	(45)	1,417	6	0.09	10	6	0.10	10	86	701
All Long Term		39,228	39,228	39,228	416,544	6,456	86.51		5,147	85.13		28,396	32,274
Money Market		20,926	20,926	20,926	35,815	1,007	13.49	3	899	14.87	3	774	830
Total		60,154	60,154	60,154	452,359	7,462	100.00		6,046	100.00		29,170	33,104

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

○ 153 milliards € de collecte nette sur les fonds obligataires en Europe sur 1 an

Le succès des stratégies de diversification obligataire



49

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

Top 10 de la collecte nette en Europe – Catégorie 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%	Query Rank
							01-2015	01-2015
1	EUR Corporate Bond	4,115	4,115	4,115	28,455	26.11	26.48	1
2	EUR Diversified Bond	2,107	2,107	2,107	22,017	18.47	13.56	3
3	EUR Government Bond	2,290	2,290	2,290	16,917	22.71	14.73	2
4	EUR Flexible Bond	806	806	806	13,330	58.91	5.19	11
5	Other Bond	1,192	1,192	1,192	13,044	10.36	7.67	4
6	EUR Diversified Bond - Short Term	(461)	(461)	(461)	9,177	13.78	(2.97)	79
7	USD Flexible Bond	1,058	1,058	1,058	6,701	24.64	6.81	7
8	Global Emerging Markets Bond	(507)	(507)	(507)	5,777	11.33	(3.26)	81
9	Global Emerging Markets Bond - E...	101	101	101	5,774	22.62	0.65	33
10	Fixed Term Bond	(17)	(17)	(17)	4,737	6.99	(0.11)	55

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

Le succès des stratégies de diversification obligataire



50

- Les investisseurs délaissent le court terme et les fonds EUR hedgés.

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

Morningstar Categories		Sub-view		Estimated Net Flow (Current)				
Name	Estimated Net Flow (€Mil)	Estimated Net Flow (€Mil)				Organic Growth Rate % (TTM)	Query Mkt Sh%	Query Rank
		1-Mo	QTD	YTD	1-Yr		01-2015	01-2015
76	Global High Yield Bond - GBP Hed...	71	71	71	(792)	(10.92)	0.45	38
77	Global High Yield Bond	(725)	(725)	(725)	(994)	(2.13)	(4.67)	83
78	Global Bond - CHF Biased	(412)	(412)	(412)	(1,403)	(13.39)	(2.65)	78
79	Global Bond - EUR Hedged	84	84	84	(1,834)	(4.60)	0.54	36
80	Global Corporate Bond - EUR Hed...	210	210	210	(1,917)	(16.24)	1.35	25
81	Global High Yield Bond - EUR Hedg...	269	269	269	(2,519)	(8.46)	1.73	24
82	GBP Corporate Bond	(3,121)	(3,121)	(3,121)	(2,590)	(2.95)	(20.08)	85
83	High Yield Bond - Other Hedged	(1,057)	(1,057)	(1,057)	(3,725)	(7.85)	(6.80)	84
84	USD High Yield Bond	(115)	(115)	(115)	(4,771)	(9.42)	(0.74)	71
85	EUR Ultra Short-Term Bond	163	163	163	(4,791)	(5.94)	1.05	27

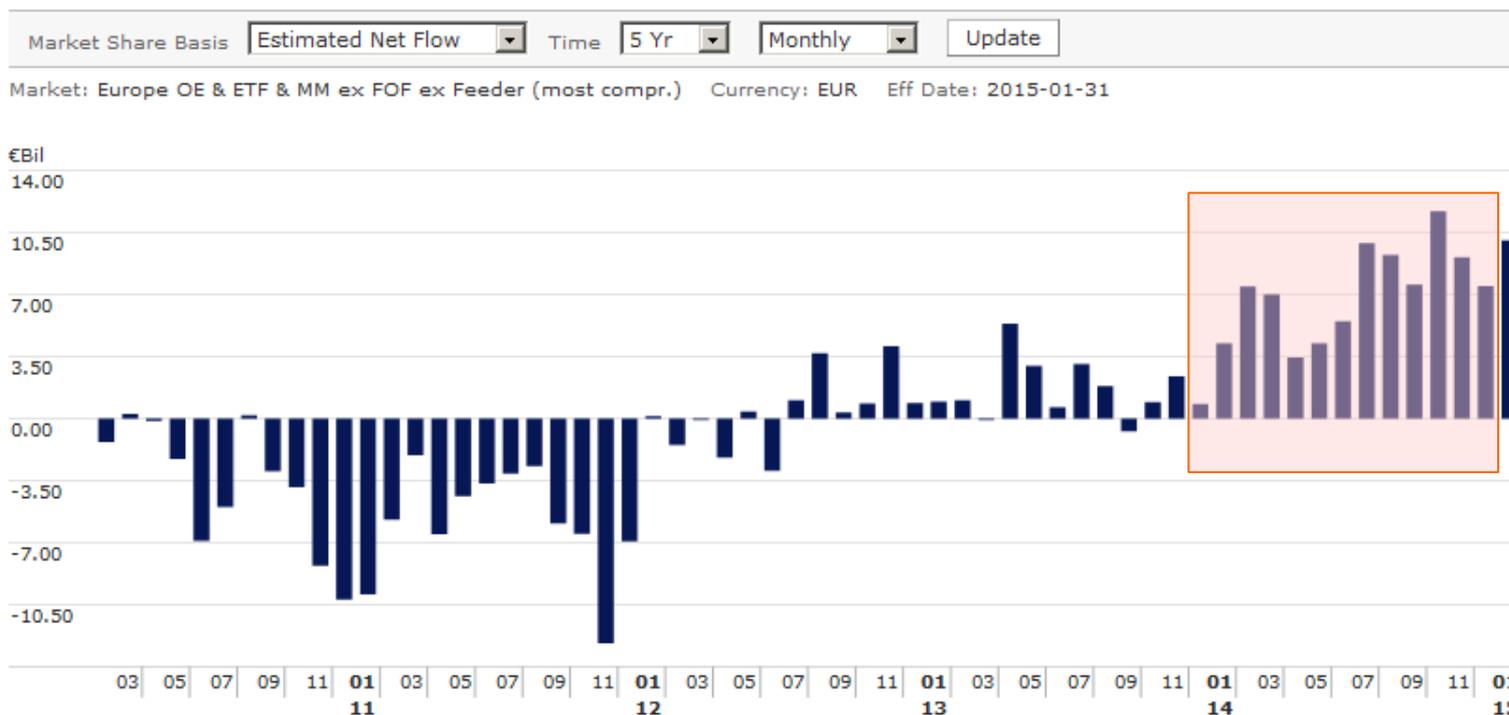
(source : Morningstar) – Data as of 31/01/15

Le succès des stratégies de diversification obligataire



Après 3 années de décollecte, retour des flux sur Euro Fixed Income

Euro Fixed Income



Global Categories

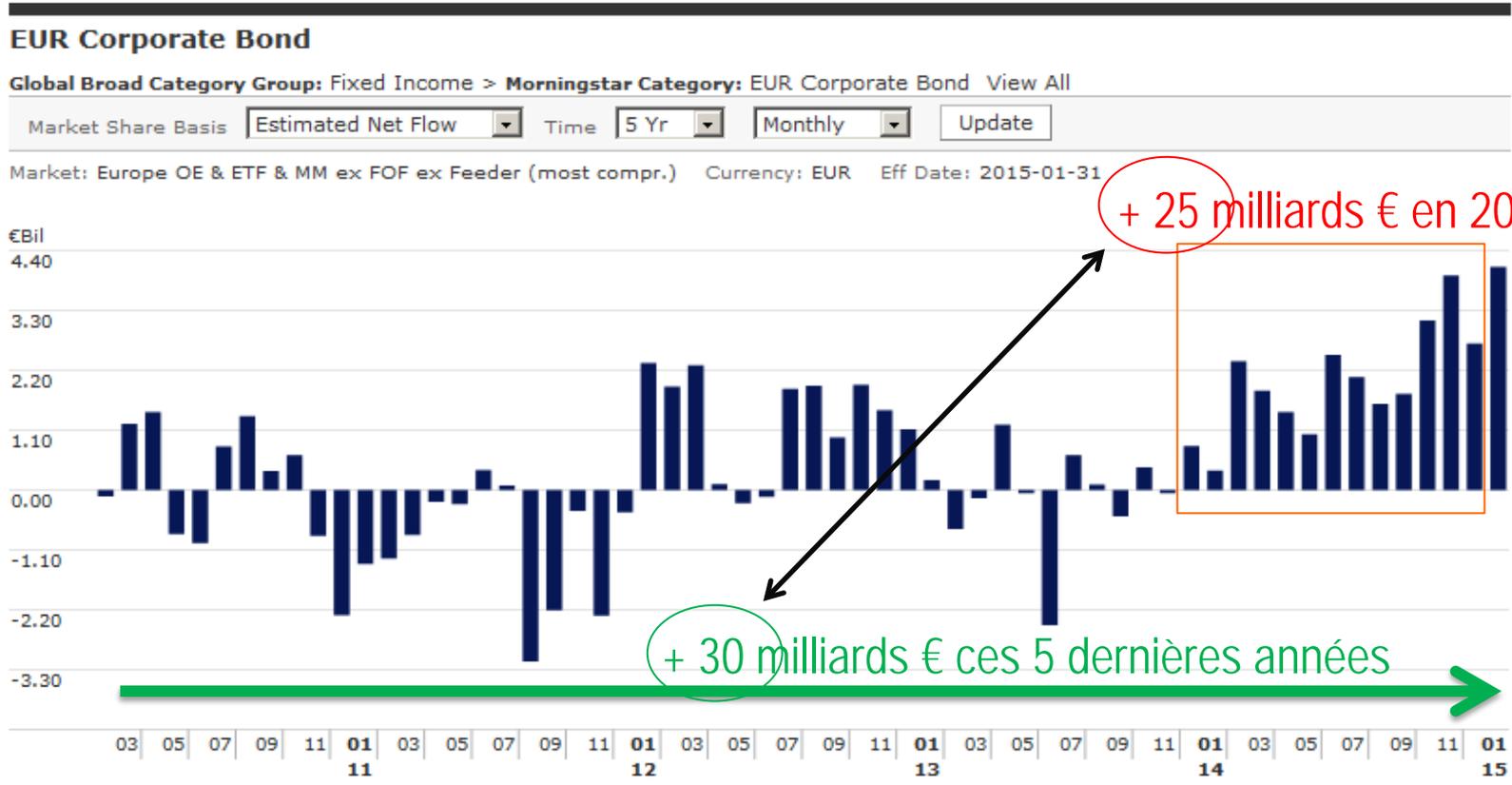
■ Euro Fixed Income

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

Le succès des stratégies de diversification obligataire



1 Flux sur la catégorie Corporate Bond depuis 2010

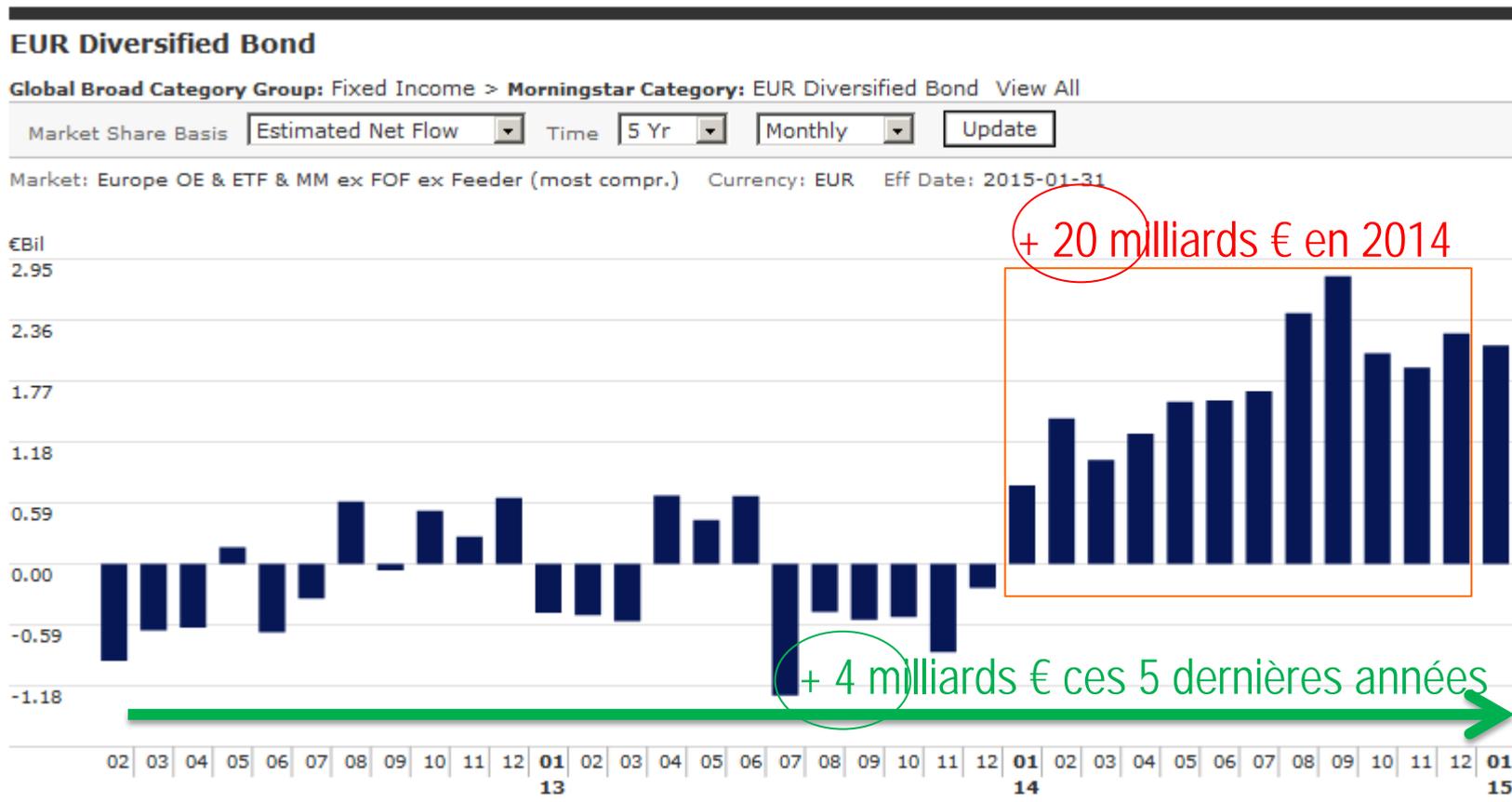


(source : Morningstar) – Data as of 31/01/15

Le succès des stratégies de diversification obligatoire



2 Flux sur la catégorie Diversified Bond depuis 2010



Le succès des stratégies de diversification obligatoire



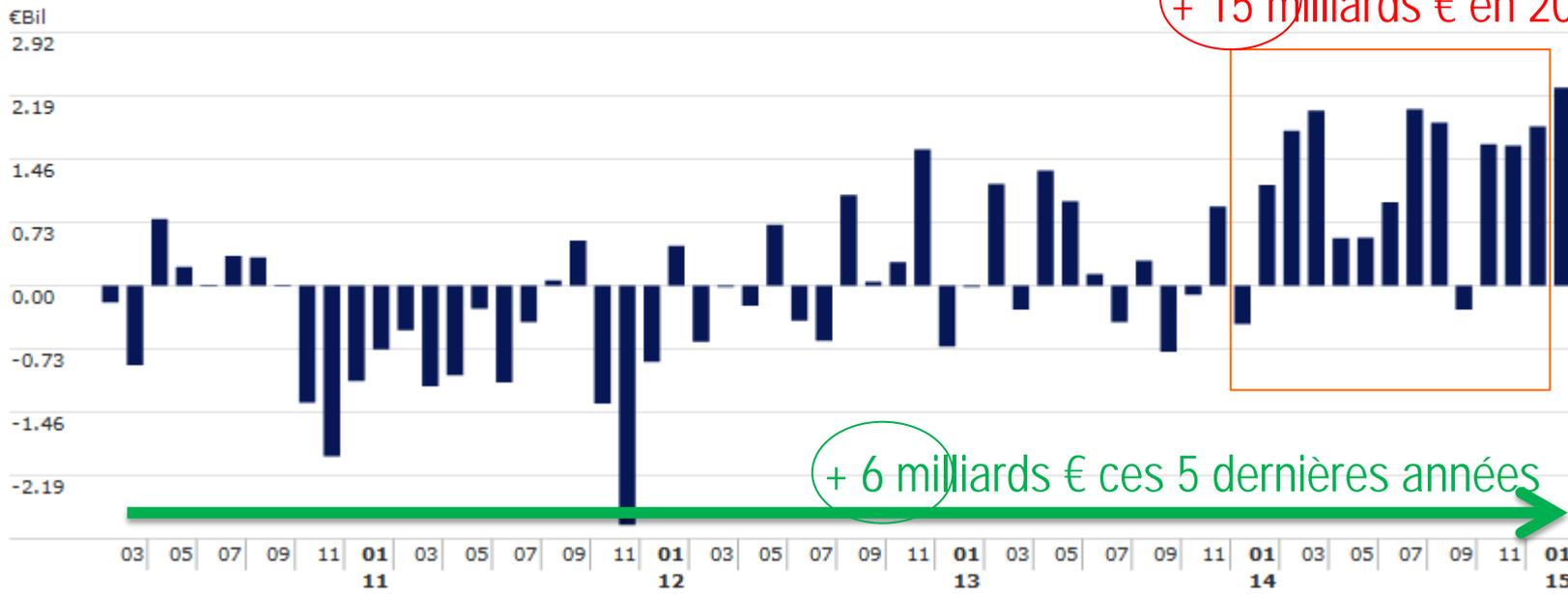
3 Flux sur la catégorie Government Bond depuis 2010

EUR Government Bond

Global Broad Category Group: Fixed Income > Morningstar Category: EUR Government Bond View All

Market Share Basis Estimated Net Flow Time 5 Yr Monthly

Market: Europe OE & ETF & MM ex FOF ex Feeder (most compr.) Currency: EUR Eff Date: 2015-01-31





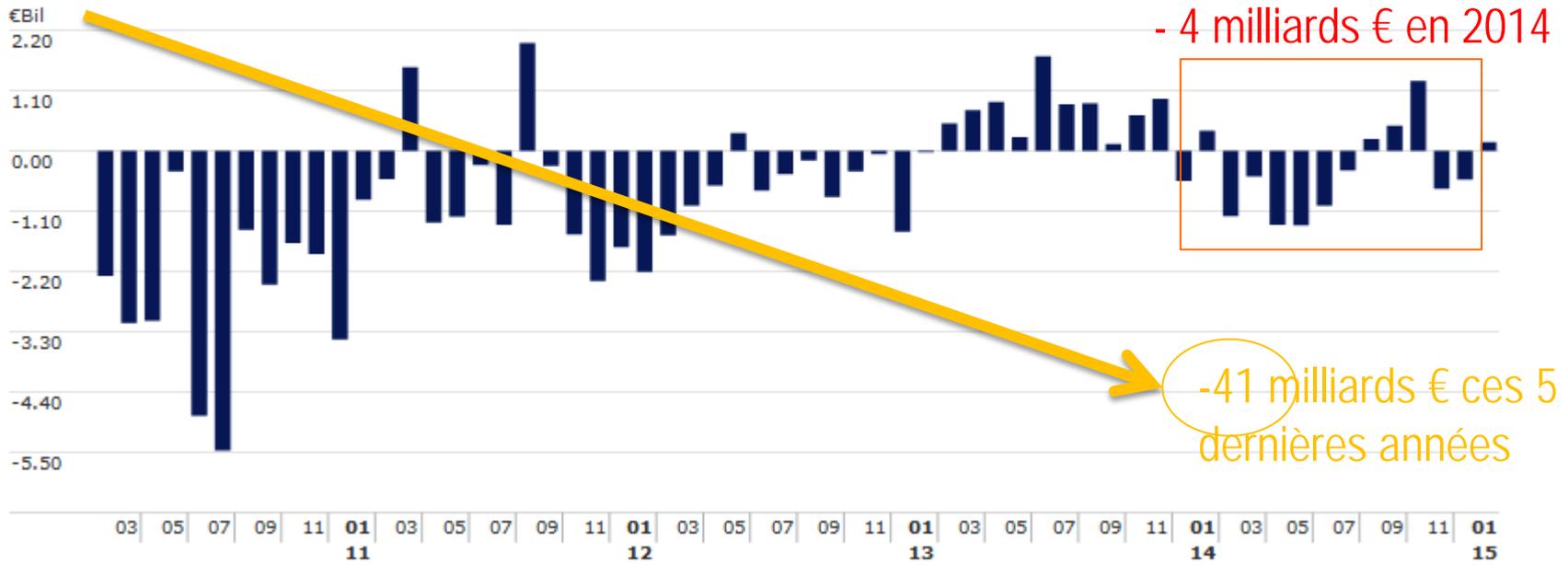
4 Flux sur la catégorie Ultra Short-Term Bond depuis 2010

EUR Ultra Short-Term Bond

Global Broad Category Group: Fixed Income > Morningstar Category: EUR Ultra Short-Term Bond View All

Market Share Basis Estimated Net Flow Time 5 Yr Monthly Update

Market: Europe OE & ETF & MM ex FOF ex Feeder (most compr.) Currency: EUR Eff Date: 2015-01-31



La bibliothèque des stratégies possibles

56

- Morningstar dispose de 188 catégories obligataires pour identifier les fonds :

Fixed Income

Asia Bond

HSBC Asian Bond TR

Asia High Yield Bond

BofAML Asian Dollar High Yield TR

AUD Bond

Citi Australian GBI

CAD Bond

Citi Canadian GBI

CHF Bond

Citi Swiss GBI

CHF Bond - Short Term

Citi Swiss GBI 1-3 Yr

Convertible Bond - Asia/Japan

UBS Asia Convertible TR

Convertible Bond - Europe

UBS Europe Convertible TR

Convertible Bond - Global

UBS Global Convertible TR

Convertible Bond - Global, CHF Hedged

UBS Global Focus Convertible TR Hdg CHF

Convertible Bond - Global, EUR Hedged

UBS Global Convertible TR Hdg EUR

Convertible Bond - Global, GBP Hedged

Pas d'indices

Convertible Bond - Global, USD Hedged

UBS Global Focus Convertible TR Hdg USD

Convertible Bond - Other

Pas d'indices

Convertible Bond - Other Hedged

Pas d'indices

DKK Bond

Citi Danish GBI 3-5 Yr

DKK Bond - Long Term

Citi Danish GBI 5-7 Yr

DKK Bond - Short Term

Citi Danish GBI 1-3 Yr

Emerging Europe Bond

Citi WBIG Eastern Europe

EUR Bond - Long Term

Citi EMU GBI 10+ Yr

EUR Corporate Bond

Barclays Euro Agg Corps TR

EUR Corporate Bond - Short Term

Barclays Euro Agg Corp 1-3 Yr TR

EUR Diversified Bond

Barclays Euro Agg Bond TR

EUR Diversified Bond - Short Term

Barclays Euro Agg 1-3 Yr TR

EUR Flexible Bond

Barclays Global Aggregate TR Hdg EUR

EUR Government Bond

Citi EMU GBI

EUR Government Bond - Short Term

Barclays Euro Agg Govt 1-3 Yr TR

EUR High Yield Bond

MORNINGSTAR

Category Definitions

Europe/Asia and South Africa
Morningstar Methodology Paper
April 2014

EUR Flexible Bond
EUR Flexible Bond funds have the flexibility to invest across a range of bond types and can exhibit significant risk concentrations. Such concentrations may include, but are not limited to, large exposures to non-investment grade and emerging-markets debt. The funds are optimized for EUR-based investors, but may take unlimited foreign currency exposure as part of their investment programs.
Morningstar Category Index: Barclays Global Aggregate TR Hdg EUR

EUR Government Bond
EUR Government Bond funds invest principally in government or explicitly government-backed agency securities denominated in or hedged into EUR.
Morningstar Category Index: Citi EMU GBI

EUR Government Bond - Short Term
EUR Government Bond - Short Term funds invest principally in short-dated government bonds denominated in or hedged into EUR. The aggregate maturity for each fund does not typically exceed three years.
Morningstar Category Index: Barclays Govt 1-3 Yr TR

EUR High Yield Bond
EUR High Yield Bond funds invest principally in sub-investment grade securities with a credit quality equivalent to BB, or lower and denominated in or hedged into EUR.
Morningstar Category Index: Barclays Pan Euro HY Euro TR

EUR Inflation-Linked Bond
EUR Inflation-Linked Bond funds invest principally in inflation-linked bonds denominated in or hedged into EUR.
Morningstar Category Index: Barclays Euro Inl Lnk TR

EUR Ultra Short-Term Bond
EUR Ultra Short-Term Bond funds invest principally in short-term bonds denominated in or hedged into EUR. These funds typically keep their weighted average maturity below 12 months, but may carry more risk, including among others, credit, interest-rate, and liquidity risk, than a money-market fund.
Morningstar Category Index: Citi EUR EuroDp 3 Mtn EUR

Europe Bond
Europe Bond funds category consists of all funds investing in bonds denominated in European currencies, exclusion of those that qualify for one of the currency-specific categories. Eurozone funds are therefore not included in this category.
Morningstar Category Index: Barclays Pan Euro Agg TR

MORNINGSTAR

© 2014 Morningstar, Inc. All rights reserved. The information in this document is the property of Morningstar, Inc. Reproduction or distribution in any form is prohibited without the prior written consent of Morningstar, Inc. 10/2014

La bibliothèque des stratégies possibles

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

		1 AGGREGATE	2 GOVERNMENT	3 CREDITIG		4 HIGHYIELD	5 CONVERTIBLE	6 INFLATION LINKED	9 CASH
	Euro Indexes Example of Fund	Euro Aggregate Bonds <i>Barclays Euro Aggregate TR EUR</i>	Euro Govt Bonds <i>Barclays Euro Agg Govt TR EUR</i>	Euro Corp Bonds <i>Barclays Euro Agg Corps TR EUR</i>					
	Global Indexes Example of Fund	Global Aggregate Bonds <i>Citi WBIG Non EUR</i>	Global Government Bonds <i>Citi WGEI</i>	Global Credit Bonds <i>Barclays Global Credit</i>					
	Emerging Indexes Example of Fund	Emerging Aggregate Bonds <i>MVEM Aggregate Bond Index</i>	Emerging Market Bonds LC <i>JPM GB EM Global TR USD</i>	EM Corp Debt HEUR <i>Barclays EM Corp Bond Index HEUR</i>					
		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					
	Euro Indexes Example of Fund	Euro High Yield Bonds <i>Barclays Pan Euro HY TR EUR</i>	Europe Convertible Bonds <i>Epane ECI Europe TR</i>	Euro IL Linked Bonds <i>Barclays Euro Infln Lkd TR EUR</i>	Cash EUR <i>Citi EUR EuroDep 3 Mon EUR</i>				
	Global Indexes Example of Fund	Global High Yield Bonds <i>Barclays Global High Yield TR</i>	Global Convertible Bonds <i>UBS Global Convertible</i>	Global Inflation-Linked Bonds <i>BarCap Global I-Linked Bonds HEUR</i>	Cash Currencies				
	Emerging Indexes Example of Fund	Emerging High Yield Bonds	Convertibles Others	EM Inflation Linked Bonds <i>Barclays EM IL Bond Index</i>	Cash Currencies				

(source : Morningstar)

La bibliothèque des stratégies possibles

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

AGGREGATE

		# de fonds	Perf 2014 (€)	Perf Annlzd 3 Yr (€)	Perf Annlzd 5 Yr (€)	Vol 1 Yr (€)	Vol 3 Yr (€)	Vol 5 Yr (€)	Collecte 2014 (Mds €)	Collecte 2013 (Mds €)	Encours 2014 (Mds €)	Encours 2013 (Mds €)
	Catégorie EAA CEUR Diversified Bond Indice Barclays Euro Agg Bond TR EUR	1 348	8,01 11,10	6,33 8,07	4,53 5,89	1,71 1,66	3,03 2,88	3,55 3,55	20,56	-3,74	148,42	113,83
	Catégorie EAA CE Global Bond Indice Barclays Global Aggregate TR USD	1 001	12,72 14,54	3,56 3,12	5,93 6,20	3,07 4,14	5,69 6,86	6,90 8,19	2,06	4,16	87,29	77,24
	Catégorie EAA CE Global Emerging Markets Bond Indice JPM EMBI Global TR USD	848	14,22 20,17	6,10 7,83	8,78 10,98	4,43 4,69	7,00 8,18	7,14 9,25	6,38	-0,09	64,08	50,33
	Catégorie EAA CE USD Diversified Bond Indice Barclays US Agg Bond TR USD	407	18,85 20,67	5,06 5,09	7,52 8,07	5,45 6,02	8,03 8,63	10,11 11,30	-1,84	-7,65	23,94	21,47

La bibliothèque des stratégies possibles

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

GOVERNMENT

		# de fonds	Perf 2014 (€)	Perf Annlzd 3 Yr (€)	Perf Annlzd 5 Yr (€)	Vol 1 Yr (€)	Vol 3 Yr (€)	Vol 5 Yr (€)	Collecte 2014 (Mds €)	Collecte 2013 (Mds €)	Encours 2014 (Mds €)	Encours 2013 (Mds €)
	Catégorie EAA CE EUR Government Bond Indice Citi EMU GBI EUR	728	10,51 13,18	6,89 8,58	4,79 5,98	2,16 2,07	3,65 3,20	4,52 4,31	15,87	2,80	97,31	71,74
	Catégorie EAA CE Global Emerging Markets Bond - Local Currency Indice JPM GBI EM Global Diversified TR USD	665	6,20 7,36	1,32 2,44	4,44 6,19	7,03 7,43	8,84 9,27	8,34 8,61	2,42	1,13	54,43	48,89
	Catégorie EAA CE USD Government Bond Indice Citi US GBI USD	150	17,47 19,48	3,10 3,77	5,98 7,45	5,88 6,31	8,26 9,15	11,15 12,21	2,61	-0,17	9,95	6,09

La bibliothèque des stratégies possibles

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

CREDIT

		# de fonds	Perf 2014 (€)	Perf Annlzd 3 Yr (€)	Perf Annlzd 5 Yr (€)	Vol 1 Yr (€)	Vol 3 Yr (€)	Vol 5 Yr (€)	Collecte 2014 (Mds €)	Collecte 2013 (Mds €)	Encours 2014 (Mds €)	Encours 2013 (Mds €)
	Catégorie EAA CE EUR Corporate Bond Indice Barclays Euro Agg Corps TR EUR	960	6,91 8,40	7,67 8,02	5,42 6,03	1,45 1,18	3,27 2,97	4,00 3,64	25,06	-0,43	139,38	107,02
	Catégorie EAA CE Global Corporate Bond Indice Barclays Gbl Agg Corp TR USD	83	16,55 17,46	7,07 7,28	7,99 8,55	3,95 3,96	6,60 6,54	7,98 7,52	1,46	0,56	5,64	3,31
	Catégorie EAA CE Global Emerging Markets Corporate Bond Indice Morningstar EM Corporate Bond TR	290	15,09 17,82	8,06 7,55	9,66 10,22	4,72 4,85	7,02 7,40	8,29 9,04	1,27	0,83	10,98	9,84
	Catégorie EAA CE USD Corporate Bond Indice Barclays US Corp IG TR USD	192	18,33 22,37	7,12 7,62	8,87 10,18	5,01 5,62	7,72 8,80	9,09 10,95	4,21	0,77	21,10	14,16

La bibliothèque des stratégies possibles

61

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

HIGH YIELD

		# de fonds	Perf 2014 (€)	Perf Annlzd 3 Yr (€)	Perf Annlzd 5 Yr (€)	Vol 1 Yr (€)	Vol 3 Yr (€)	Vol 5 Yr (€)	Collecte 2014 (Mds €)	Collecte 2013 (Mds €)	Encours 2014 (Mds €)	Encours 2013 (Mds €)
	Catégorie EAA CEUR High Yield Bond Indice Barclays Pan Euro HY Euro TREUR	337	3,75 5,83	10,88 14,06	8,28 10,39	2,55 2,23	5,06 5,50	8,02 8,59	2,12	7,94	32,03	29,84
	Catégorie EAA CE Global High Yield Bond Indice BofAML Gbl HY Constd TRUSD	500	12,77 13,77	9,50 11,35	10,55 12,24	3,23 3,16	5,47 5,32	7,41 7,08	-0,21	3,45	51,80	46,42
	Catégorie EAA CE USD High Yield Bond Indice Barclays US Corporate High Yield TRUSD	438	13,79 16,67	9,53 11,00	11,30 12,81	3,85 4,33	6,09 6,50	7,65 8,37	-3,71	4,25	51,94	48,88

La bibliothèque des stratégies possibles

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

INFLATION LINKED

	# de fonds	Perf 2014 (€)	Perf Annlzd 3 Yr (€)	Perf Annlzd 5 Yr (€)	Vol 1 Yr (€)	Vol 3 Yr (€)	Vol 5 Yr (€)	Collecte 2014 (Mds €)	Collecte 2013 (Mds €)	Encours 2014 (Mds €)	Encours 2013 (Mds €)
 <p>Catégorie EAA CEUR Inflation-Linked Bond Indice Barclays Euro Infln Lkd TR EUR</p>	189	4,65 5,14	3,88 3,93	2,48 2,39	2,43 2,25	4,30 4,65	5,30 5,64	-0,15	-0,50	8,69	7,99
 <p>Catégorie EAA CE Global Inflation-Linked Bond Indice Barclays Gbl Infl Linked TR USD</p>	19	13,53 17,75	4,28 5,23	4,93 7,90	3,33 3,88	6,47 6,95	7,47 7,69	0,32	0,10	1,45	1,07
 <p>Catégorie EAA CE USD Inflation-Linked Bond Indice Barclays Gbl Infl Linked US TIPS TR USD</p>	32	15,80 18,02	1,55 2,82	6,27 7,72	5,82 5,89	8,81 9,51	10,85 11,29	0,32	-0,33	1,61	1,05

La bibliothèque des stratégies possibles

- Le succès s'explique par la recherche d'un rendement supérieur



The last two years witnessed a complete reversal in fixed-income performance. Interest rates rose in 2013, so low duration categories like high-yield, bank loans, and short-term bonds posted the only positive returns. In 2014, interest rates declined, so the longer duration categories were the top performers. At the same time, rising credit spreads hurt bank-loan and high-yield returns.

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Entire Period
Highest return	19.2%	11.7	24.8	29.0	14.6	10.7	11.8	10.8	20.7	58.2	15.1	22.7	18.5	7.4	18.2	9.4
	14.4	9.1	16.7	25.7	11.7	5.1	9.9	10.3	14.1	51.6	12.0	11.8	15.8	5.3	12.8	8.0
	12.3	8.5	13.5	18.7	11.1	5.0	6.8	9.9	10.3	28.2	11.1	10.7	13.4	0.6	9.1	7.8
	11.8	8.5	13.1	10.2	8.0	3.5	6.7	7.4	7.6	20.2	10.1	9.4	9.7	-1.9	6.1	7.5
	11.7	5.3	10.8	10.0	6.9	2.7	4.8	7.3	5.0	12.9	9.4	8.5	6.8	-2.6	5.5	5.9
	9.7	5.2	10.4	5.3	5.2	2.7	4.3	6.3	-2.5	4.6	7.1	8.0	4.4	-2.7	3.9	5.8
	8.6	5.1	9.6	4.0	4.5	2.5	4.1	4.3	-3.5	4.2	6.3	6.9	3.9	-4.5	2.5	5.7
	4.9	4.2	7.3	3.2	4.5	1.6	4.1	3.4	-10.9	4.2	5.8	5.0	3.5	-4.5	2.0	5.6
	-1.3	1.4	1.9	2.7	3.0	1.1	3.6	2.1	-26.2	-1.4	3.5	2.3	2.5	-6.6	1.6	5.0
Lowest return	-5.9	-3.0	-1.4	2.4	1.5	-7.3	2.2	1.9	-29.1	-9.2	2.4	1.5	1.7	-9.9	1.0	4.0

Bonds:

- Long-term gov't
- Intermediate-term gov't
- Long-term corp
- Short-term
- Municipal
- International
- Emerging-market
- High-yield
- Bank loans
- Aggregate

Source: Long-term gov't—Morningstar LT U.S. Gov't Bond Index. Intermediate-term gov't—Morningstar IT U.S. Gov't Bond Index. Long-term corp—Morningstar LT Corp Bond Index. Short-term—Morningstar Short-Term Core Bond Index. Municipal—Barclays Municipal Bond Index. International—Citigroup WGBI Non-USD 5+ Year Bond Index. Emerging-market—JPM EMBI Global Bond Index. High-yield—Barclays U.S. Corp High Yield Bond Index. Bank loans—S&P/LSTA Leveraged Loan Index. Aggregate—Morningstar Core Bond Index. © 2015 Morningstar. All Rights Reserved.



La bibliothèque des stratégies possibles

- Le succès s'explique par la recherche d'un rendement supérieur



- Aggregate
- Long Term Govt
- Corporate
- High Yield
- Inflation
- Emerging Market
- Short Term Govt
- Ultra Short Term
- Cash

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Highest return	13,98	27,60	11,30	4,20	9,35	76,10	19,82	12,09	27,32	10,14	20,17
	10,68	5,91	2,96	3,99	6,92	24,18	14,15	3,41	16,72	2,37	13,18
	7,64	5,85	2,92	3,74	6,22	15,71	4,75	3,24	13,59	2,22	11,10
	7,55	5,46	1,81	1,93	4,86	8,02	2,18	2,55	11,19	2,17	8,40
	7,37	4,82	0,54	1,79	3,99	6,95	1,16	1,49	11,04	1,80	5,83
	3,68	3,96	-0,03	1,45	3,98	4,37	1,06	1,17	10,65	0,09	5,14
	3,29	2,15	-0,42	0,02	-3,76	4,35	0,99	0,88	4,09	0,08	1,67
	2,11	2,14	-1,71	-1,97	-6,30	1,44	0,54	-0,80	0,60	-3,86	0,16
Lowest return	2,11	2,08	-1,72	-4,15	-34,21	0,72	0,44	-3,22	0,24	-10,62	0,10

Données en EUR, Source : Aggregate-Barclays Euro Agg Bond TR EUR, Long Term Govt-Citi EMU GBI EUR, Corporate-Barclays Euro Agg Corps TR EUR, High Yield-Barclays Pan Euro HY Euro TR EUR, Inflation-Barclays Euro Infln Lkd TR EUR, Emerging Market-JPM EMBI Global TR USD, Short Term Govt-Barclays Euro Agg Govt 1-3 Yr TR EUR, Ultra Short Term-Citi EUR EuroDep 3 Mon EUR, Cash-EONIA Capitalisé 30j TR EUR.

L'impact des taux bas pour les asset managers, allocation et diversification par Serge Darolles

Serge Darolles est Professeur de Finance à l'Université Paris-Dauphine où il enseigne l'économétrie de la finance et la finance empirique depuis 2012. Avant de rejoindre Dauphine, il a travaillé pour Lyxor Asset Management entre 2000 et 2012, où il a développé des modèles mathématiques pour diverses stratégies d'investissement. Il a également occupé des postes de consultants à la Caisse des Dépôts et Consignations, la Banque Paribas et le Commissariat à l'Energie Atomique. Serge Darolles est spécialisé en économétrie de la finance et a écrit de nombreux articles publiés dans de nombreuses revues académiques. Il est également membre du Conseil consultatif scientifique de l'AMF. Serge est titulaire d'un doctorat en mathématiques appliquées de l'Université de Toulouse et d'un DESS de l'ENSAE, Paris.

Quel impact des taux bas, exemple de l'assurance vie ?

66

- Si tout le bilan est indexé sur les taux, les hausses et les baisses de taux ont un impact identique sur l'actif et le passif

En théorie, les hausses ou les baisses de taux sont neutres

- Mais on observe en réalité
 - au passif, des garanties dans les contrats passés
 - un écart de duration entre actif et passif ($A < P$) – *lié au risque de rachats anticipés*
- Des taux bas vont
 - Réduire les marges du fait de l'écart entre rendement des nouveaux actifs et garanties
 - Augmenter les risque de perte en capital en cas de remontée des taux
 - Augmentent la valeur du passif plus que de l'actif en raison de l'écart de duration

La situation en Europe

Insurers' Exposure to Low Interest Rates in Selected European Countries

	SPAIN	FRANCE	ITALY	SWITZERLAND	NORWAY	NETHERLANDS	GERMANY
Percent of guaranteed products in balance sheet*	88%	84%	79%	92%	88%	60%	92%
Average guaranteed rate in portfolio	Revisable	-1%	2% to 3%	2% to 3%	3% to 3.5%	3.5% to 4%	3% to 3.5%
Ability to reduce rates credited to policyholders	Low	Medium to high	Medium	Low	Medium	Low	Low to Medium
Duration mismatch**	~ 1 year	~ 5 years	~ 1 year	n/a	n/a	~ 5 years	~ 11 years***
Moody's assessment of exposure to low interest rates							

Notes: *Year-end 2012 data

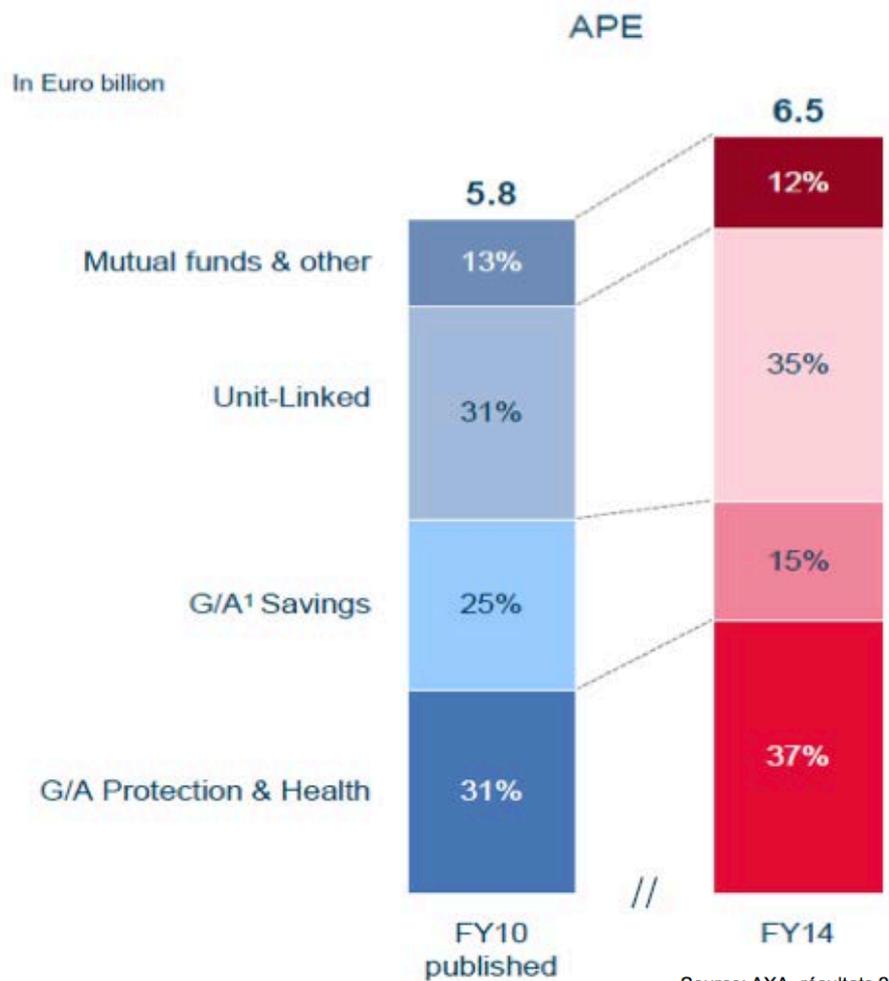
** Duration of liabilities minus duration of assets: the higher the duration mismatch, the higher the reinvestment risk

*** Including health insurance

Sources: European Insurance and Occupational Pensions Authority, Insurance Europe, Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft e.V., Associazione Nazionale fra le Imprese Assicuratrici, De Nederlandsche Bank, companies' disclosures and Moody's Investors Service

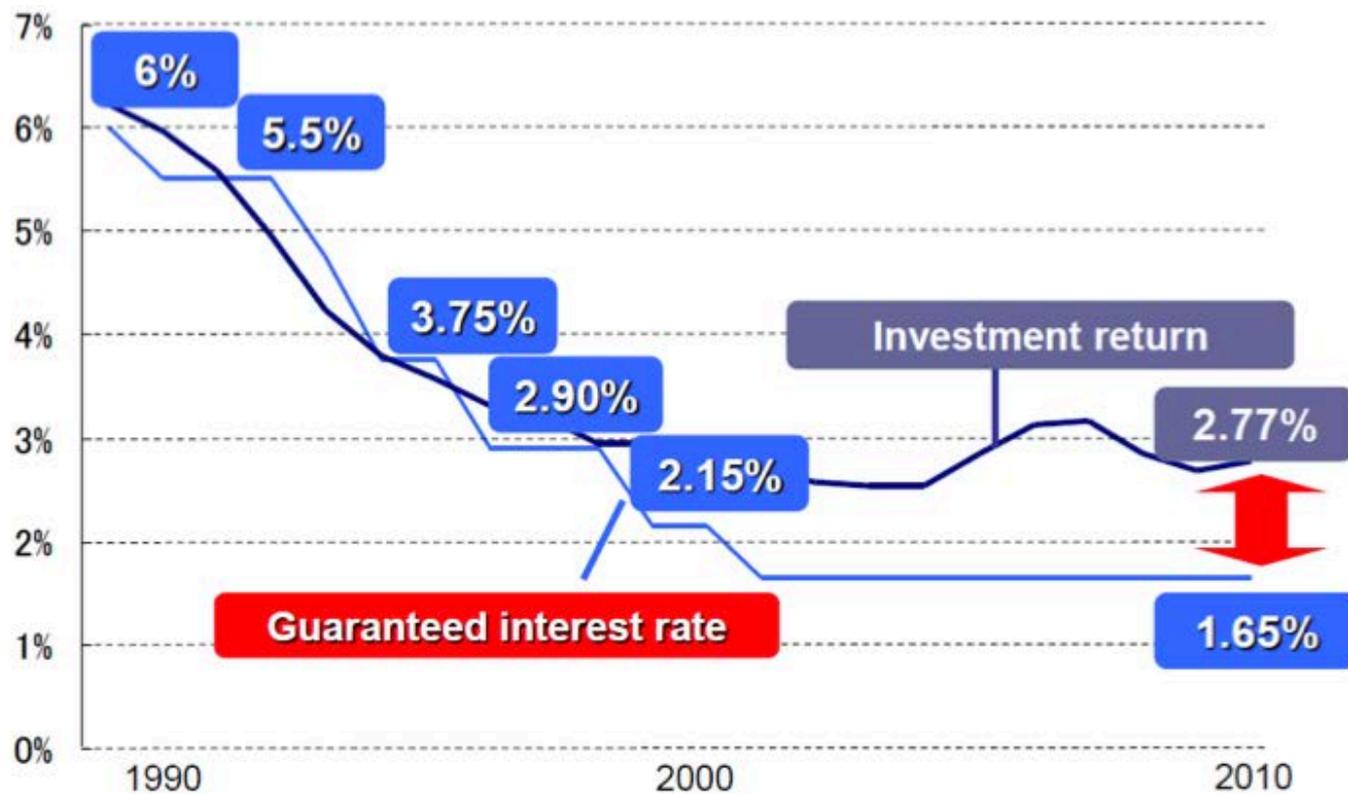
Source : Moody's - European Insurers face credit-negative QE program, 26/01/2015

Comment s'adapter? Diversifier



Source: AXA, résultats 2014, APE = annual premium equivalent

Comment s'adapter? Réduire les garanties



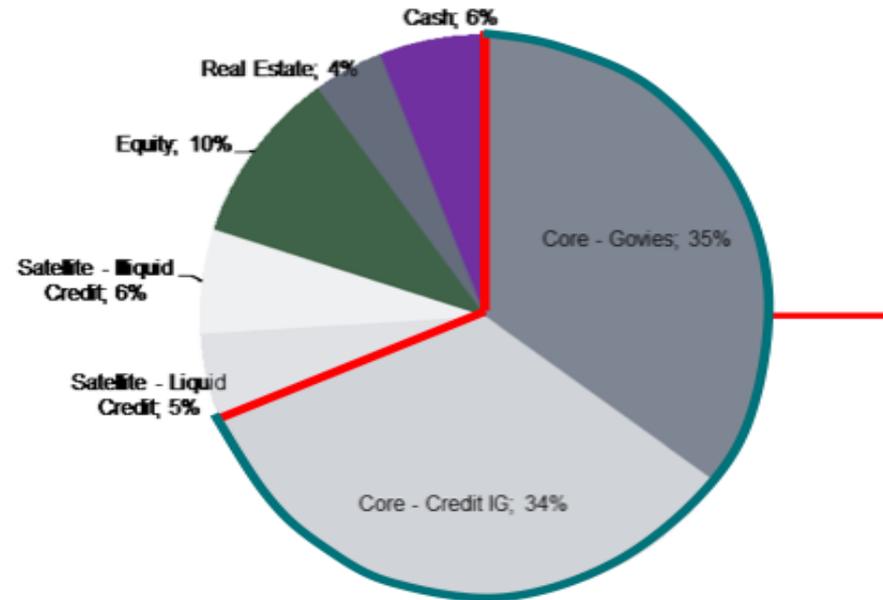
Source: AXA, résultats 2014, Mack Obuto, Nissay, sept. 2013

Comment s'adapter?

La gestion d'actifs

70

Europe - Insurer's general account asset mix



- Duration
- Souverains périphériques
- Crédit (IG, HY)
- Actifs fixed income 'non traditionnels' (Loans, ABS, ...)
- Primes d'illiquidité (Immobilier, Infrastructures, ...)

Les réponses en termes d'allocation

Jouer sur la duration et le rating ?

71

- Pour apporter du rendement, il faut aller de plus en plus long en duration et de plus en plus bas en rating ... autrement dit, ajouter du risque dans les portefeuilles ... alors que le marché a naturellement ajouté du risque (cf. sensibilités)

		Maturity			
		1-3	3-5	5-7	7-10
Rating	AAA OAS	39	45	50	49
	AA OAS	33	50	56	57
	A OAS	55	71	82	86
	BBB OAS	98	130	137	153
Taux Govies		0.04	0.22	0.51	0.79

Source : Indice Merrill Lynch Février 2015

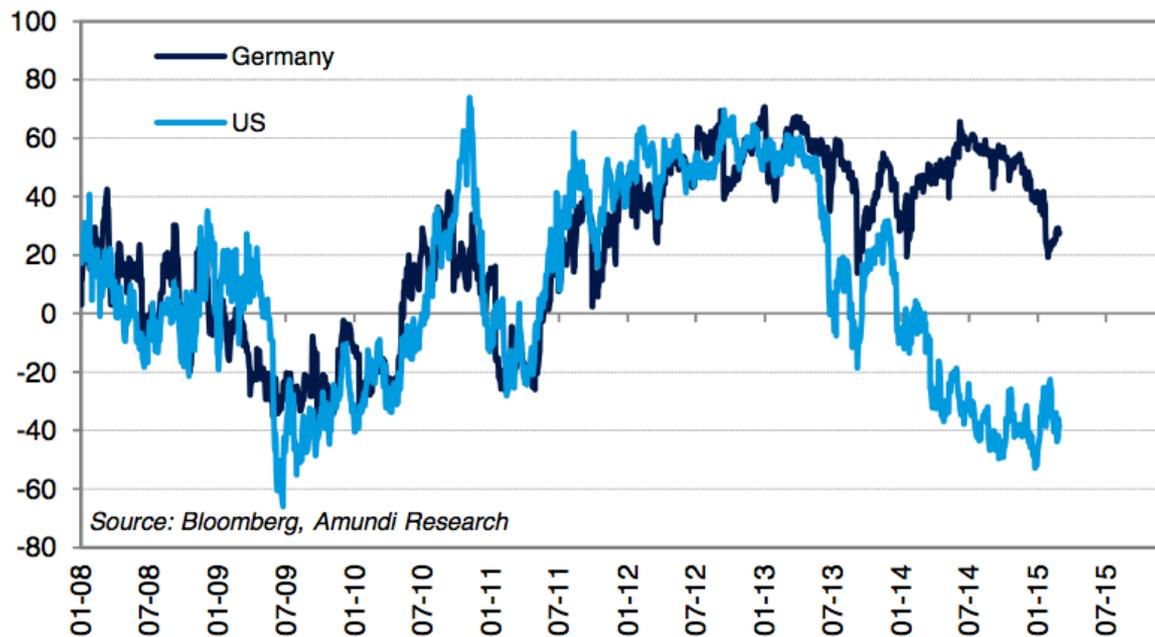
Les réponses en termes d'allocation

Ajouter du levier ?

72

- Il est classique en période de taux bas d'utiliser plus de produits dérivés, ou de mettre en place des stratégies de courbes ou de spreads

5y10y slope minus 2y5y slope

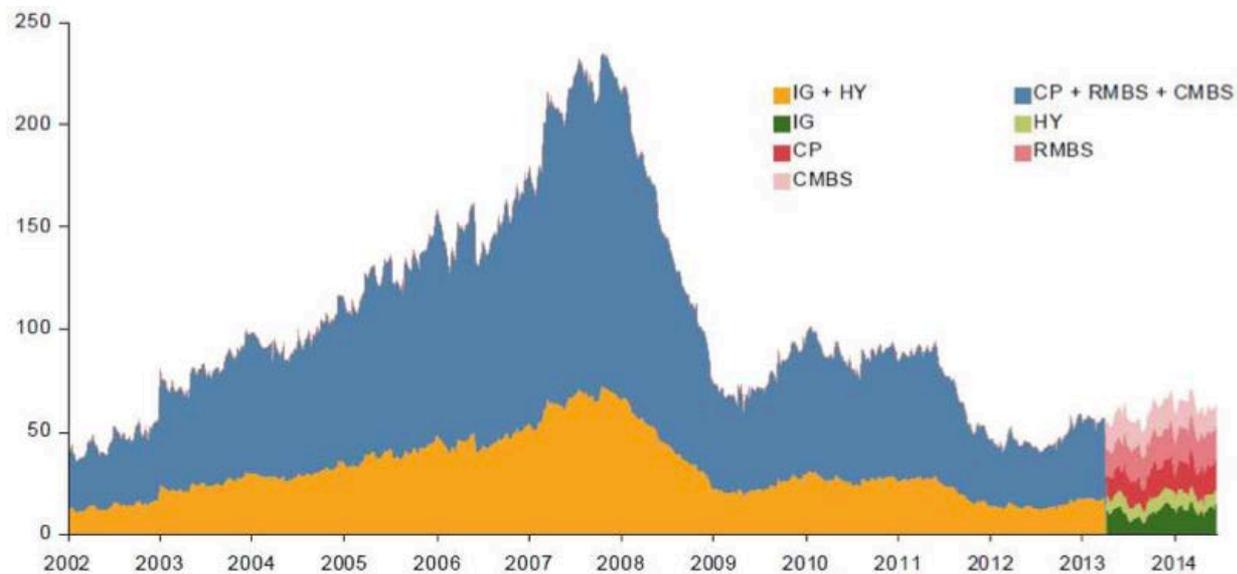


Les réponses en terme d'allocation

Réduire la liquidité ?

73

- Etude de la Bank of England: il faut actuellement 7 fois plus de temps pour liquider un portefeuille d'obligations corporate qu'il n'en fallait avant la crise financière
- Les stocks des banques ont baissé de 70%



Source: RBS Credit Strategy, Federal Reserve Bank of New York, SIFMA, MarketAxess. Note: because corporate bond dealer inventories are not broken down prior to 2013, we have assumed IG and HY inventories are in the same proportion as the average from 2013-present.

Les réponses en termes de structures

Diminuer les frais de gestion?

74

- Baisse des frais de gestion des produits de taux
- Selon les bases de données des consultants, cette baisse atteint 30 à 35% sur les 3 dernières années

	EONIA	Indice Merrill Lynch Fin d'année	
	Moyenne Annuelle	Taux Govies	Taux Corporate IG
2010	0.44%	3.20%	3.76%
2014	0.09%	0.84%	1.11%

- Nivellement entre les frais de gestion des différents produits (cf. étude sur les frais 2012 sur 190 fonds actions – 107 sociétés de gestion : écart de 10bp)

Les réponses en termes de structures

Améliorer la qualité d'exécution?

75

- Pour des tailles « standard », les fourchettes sont de l'ordre de 5 cts de taux
- Pour des tailles moins « standard », les fourchettes vont de 10 à 20 cts de taux
- Etre capable de traiter vers le Mid (en prix ET en quantité) devient une source significative de valeur ajoutée
- De plus en plus d'investissement au niveau des tables d'exécution des grands asset managers

Les réponses en termes de structures

Adapter la communication ?

76

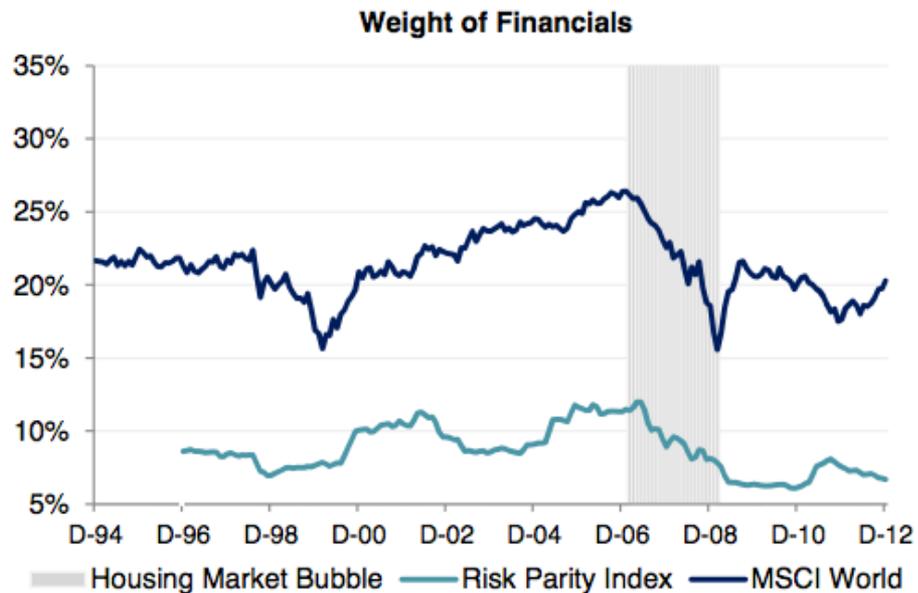
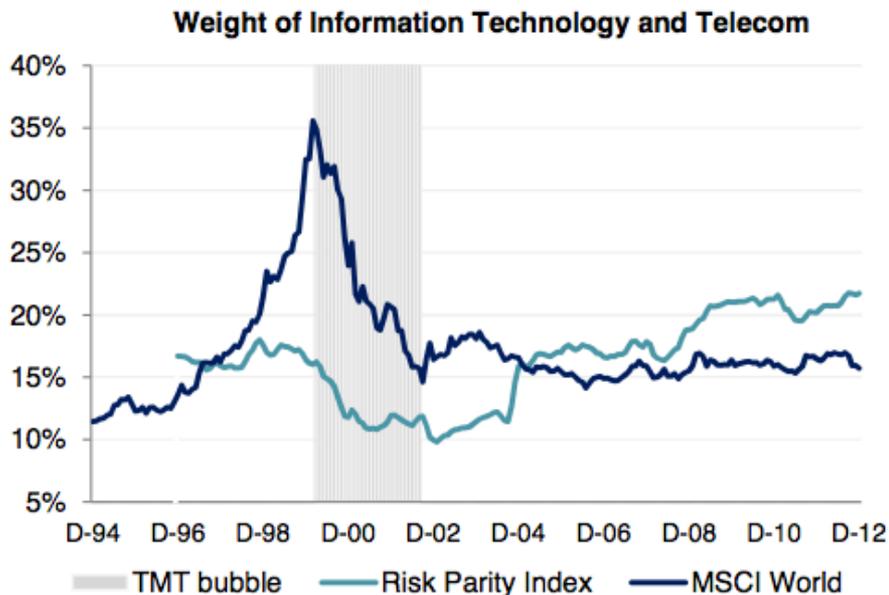
- Plus de risque pour une performance équivalente
- Revoir le seuil de tolérance au risque ... Ou revoir à la baisse les espérances de rendement
- Gros travail de pédagogie
 - En interne
 - En externe vis-à-vis de clients
- Donner du sens au investissements
 - ISR, Low Carbon, Eau, ...

Investir « risk based »

Les éléments de langage du Risk based

77

- Les indices traditionnels ne seraient pas efficaces ...
- ... car trop d'importance donnée à certains secteurs



Source: Amundi Quantitative Research, FactSet

Investir « risk based »

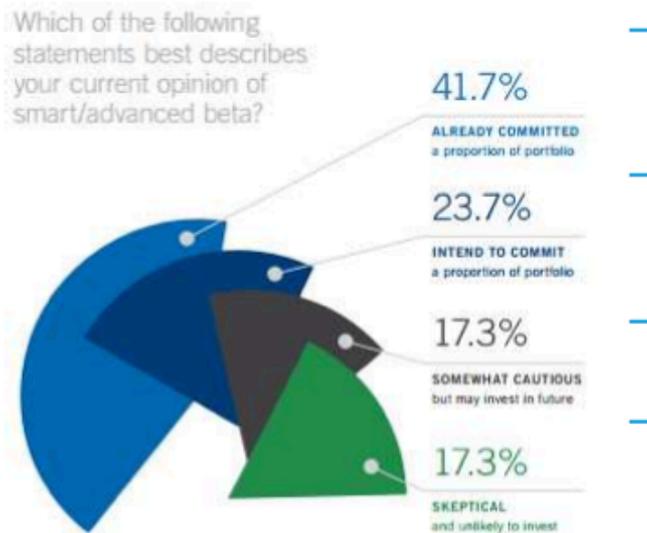
Les éléments de langage du Risk based

78

- « Les stratégies de diversification fondées sur le risque («Smart beta») peuvent **se révéler plus efficaces** que les stratégies capi-pondérées, du point de vue du profil risque-rendement »
- « Ces stratégies ont enregistré ces dix dernières années des **rendements au moins égaux et souvent supérieurs** à ceux des indices traditionnels, avec **une volatilité et des pertes systématiquement inférieures** »
- Plusieurs questions:
 - Stratégie active ou passive ?
 - Stratégie core ou satellite ?
 - Quels sont les facteurs de surperformance (*et les risques associés*) ?

Quel impact sur l'investissement ?

- Etude menée par Longitude Research pour State Street Global Advisors (11/2013) – 300 fonds US et Européens de plus de 1 Md d'USD : fonds de pension privés, fonds de pension publics, Endowment Funds, Foundations



Please indicate the extent to which you agree or disagree with the following statements.

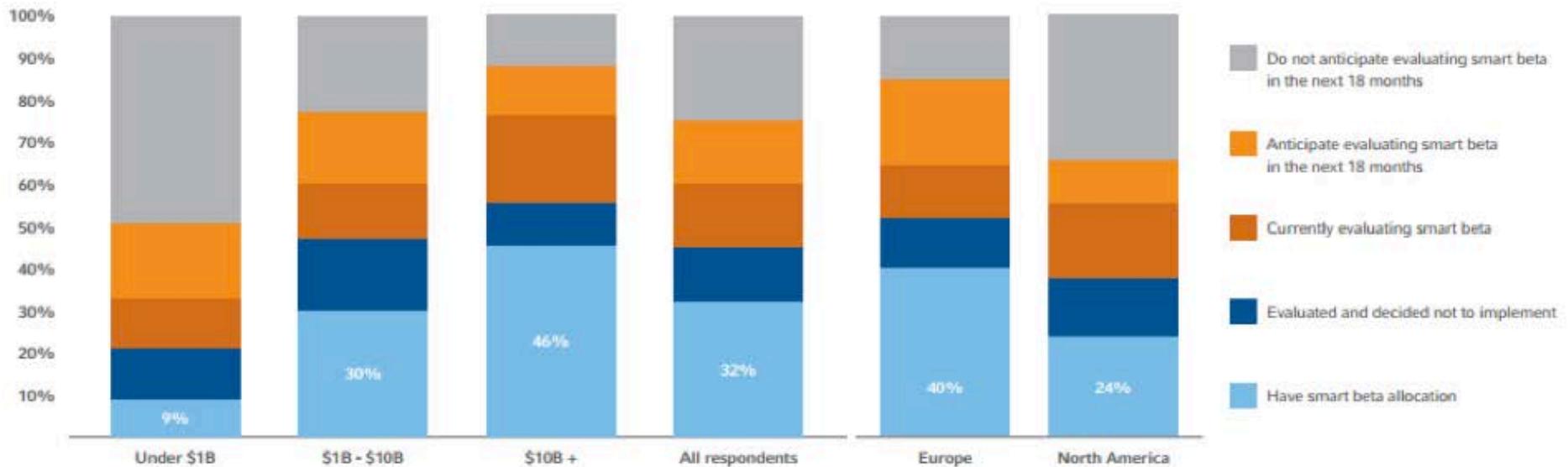
- | | |
|---|-----|
| A. Smart beta strategies are a viable alternative to traditional index strategies | 75% |
| B. Smart beta is here to stay as an evolution in indexing | 66% |
| C. Smart beta is a viable alternative to active management | 65% |

Quel impact sur l'investissement ?

- Russell Investments (11/2013): What best describes your organization's usage of smart beta ?

EXHIBIT 3

What best describes your organization's usage of smart beta?



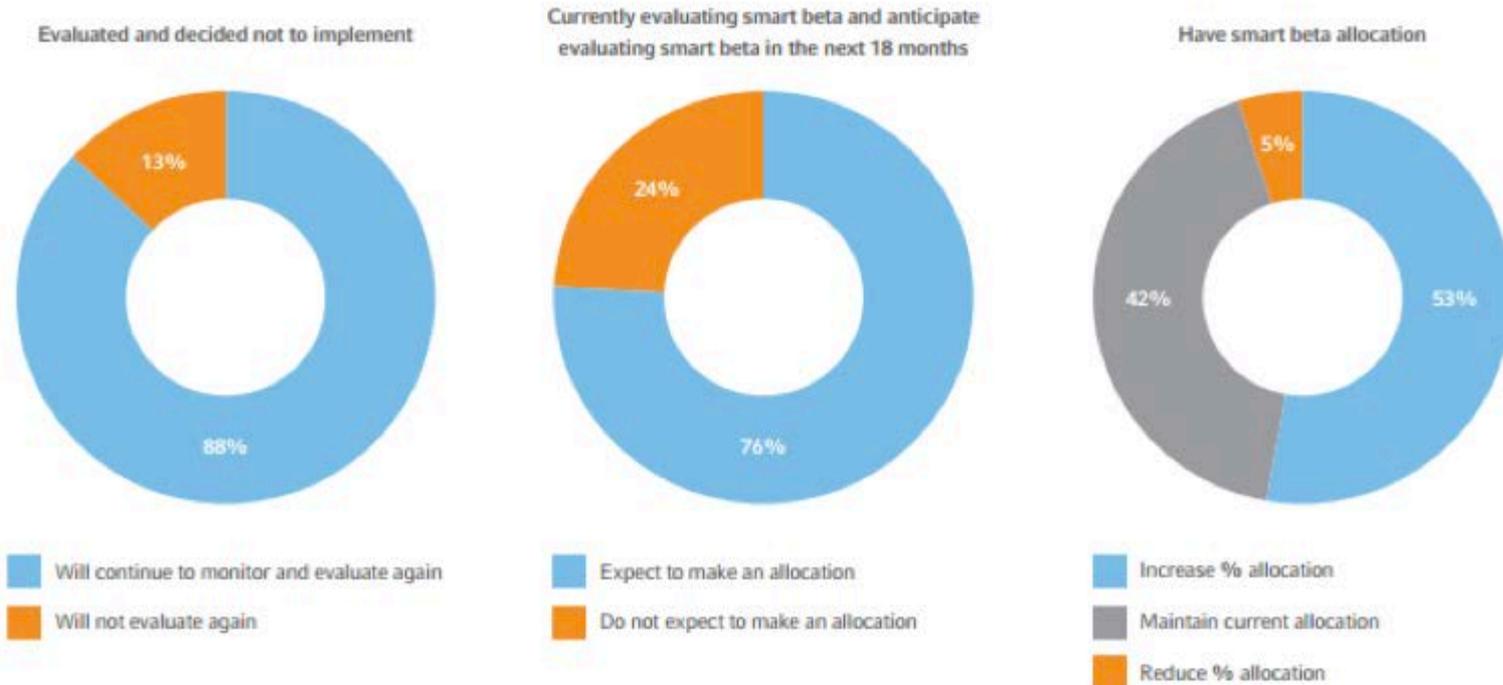
Source: Russell Investments – Business Survey

Quel impact sur l'investissement ?

- Russell Investments (11/2013): What is your outlook for future usage of smart beta in your portfolio ?

EXHIBIT 8

What is your outlook for future usage of smart beta in your portfolio?



L'allocation chez les institutionnels japonais

par Jacques Ninet

L'Allocation chez les Institutionnels japonais

83

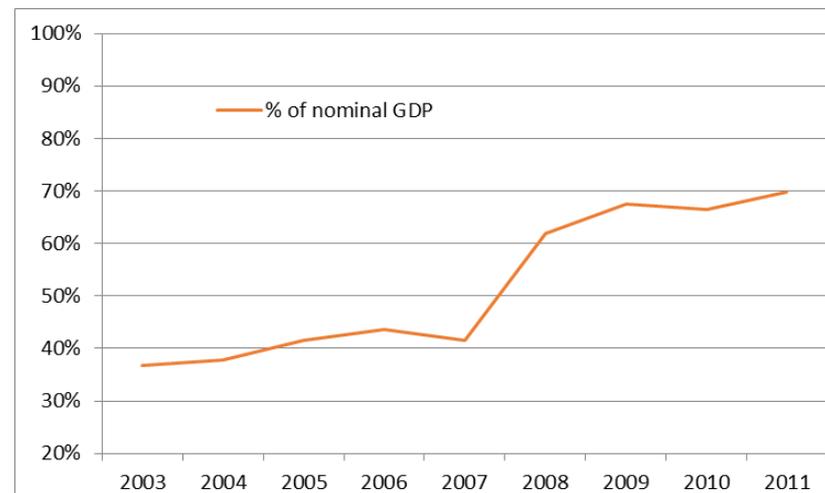
1. L'assurance Vie au Japon :

Sources :

- Assurance-Vie, le défi japonais. Philippe Donnet (2005) ; Président d'Axa ; Japan.
- Japan's Life Insurance Industry gains Strength by Overcoming Financial Crisis (2009) Takeshi Inoue Nomura Institute of Capital Markets Research
- Statistiques de Life Insurance Association Japan. Les chiffres disponibles concernent la période 2003-2011, avec un saut important en 2007-2008 résultant de l'intégration du fonds de la Poste

L'Assurance-Vie reste l'actif dominant de l'épargne japonaise.

Actifs de l'Assurance-Vie en % du PIB



L'Allocation chez les Institutionnels japonais

84

Problématiques de l'asset allocation

L'industrie de l'Assurance-Vie japonaise a été confrontée aux challenges suivants : baisse des rendements financiers, contrats à marges négatives, forts taux de résiliations. Au début des années 2000, un des principaux problèmes était le niveau élevé des taux d'intérêt garantis (entre 3,75 et 5,5 %). Dans un environnement où les taux d'intérêt étaient compris entre 0,4% et 2 %, cela conduisait à une marge financière négative très significative pesant très lourdement sur les résultats. La situation était d'autant plus critique que ces contrats, non adossés, étaient, dans leur très grande majorité, à prime périodique. Au pays où l'espérance de vie est la plus *longue* au monde, les compagnies étaient de plus exposées à un risque de longévité très significatif. La plupart des contrats souscrits au cours des trente dernières années, ainsi que ceux qui étaient toujours offerts à la vente au début des années 2000, bénéficiaient d'une option de sortie en rente avec des taux d'annuités garantis dès la souscription.

Il a donc bien fallu que les sociétés d'assurance vie s'accommodent durablement de cette situation. Elles l'ont fait avec plus ou moins de succès, plus par une adaptation de leur offre que par la modification de leur gestion d'actif.

Les principales initiatives sur le passif ont été les suivantes :

- la mise en place de programmes de conversion permettant de diminuer le nombre de contrats à « *spread négatif* » en portefeuille ;
- la diminution des taux garantis, le nouveau taux s'appliquant aux nouveaux flux ainsi qu'au portefeuille existant ;
- la diminution de la proportion des clients choisissant la sortie en rentes viagères de leurs contrats d'épargne ;
- le développement de nouveaux produits permettant la croissance des affaires nouvelles rentables, diluant ainsi le poids des contrats à « *spread négatif* » dans le portefeuille.

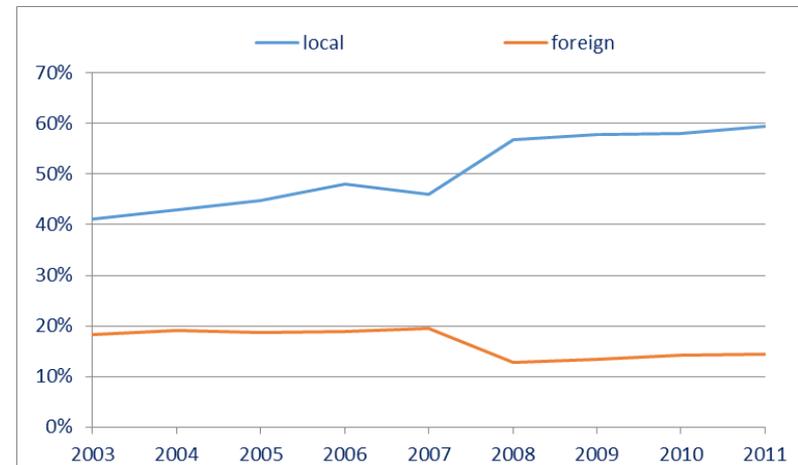
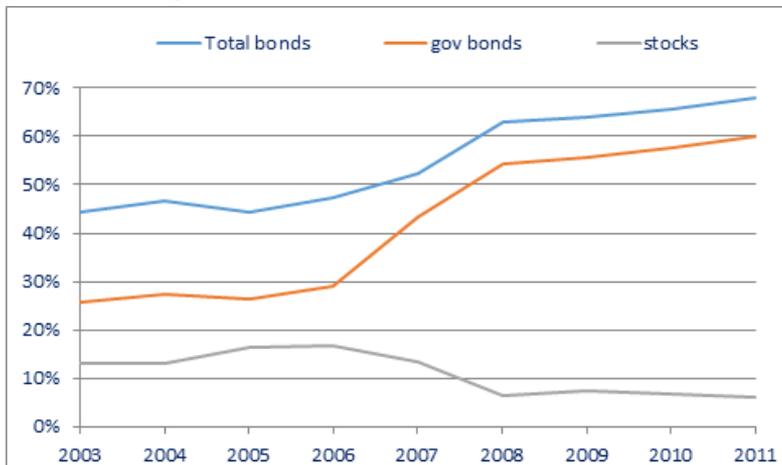
L'Allocation chez les Institutionnels japonais

ALM

85

Jusqu'au début des années 2000, la gestion actif-passif a brillé par son absence dans les sociétés d'assurances japonaises où l'ALM fut plutôt un exercice théorique mené le plus souvent en deux branches disjointes, sans véritable adossement. Cependant, indépendamment des problèmes d'organisation, la mise en œuvre de l'ALM au Japon s'est heurtée à l'importance des participations stratégiques croisées, qui ont empêché la gestion dynamique, asséché la liquidité et réduit les rendements des actifs.

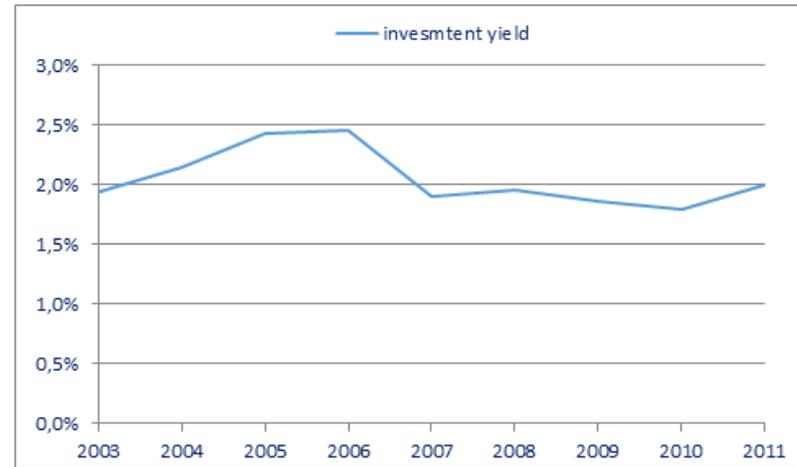
Bien que l'on ne dispose pas de données détaillées sur les actifs antérieures à 2003, il apparaît assez clairement que dans le sillage du krach immobilier et financier des années 1990, une diversification vers les obligations privées avait été entreprise. Au contraire, on voit nettement qu'à partir de 2006, la reconcentration sur la dette gouvernementale, principalement domestique a été un axe fort. Très récemment, il semble que concomitamment à cette prépondérance du JGB, un certain nombre de compagnies ont amorcé des gestions de type core - satellite et une allocation systématique de la part investie en actifs étrangers sur les actions émergentes.



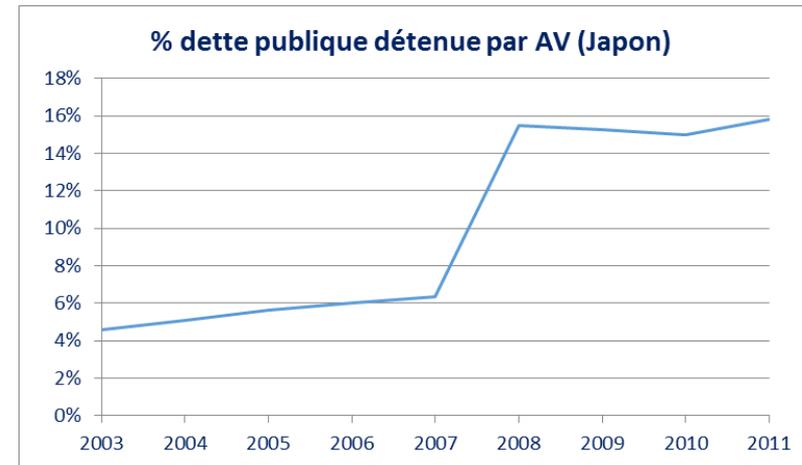
L'Allocation chez les Institutionnels japonais

86

Au demeurant, le rendement global des actifs varie peu, autour de 2%.



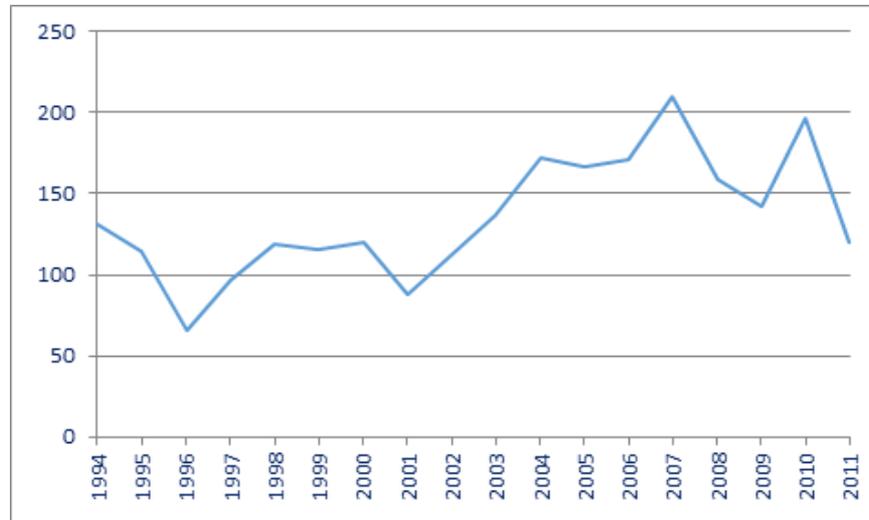
En conclusion, il semble que l'Assurance Vie reste directement reliée au déficit public et au gonflement de la dette gouvernementale, dont elle reste un preneur structurel à travers les émissions de JGB.



L'Allocation chez les Institutionnels japonais

2. La force du Yen

La composante fondamentale (historique) est l'excédent de la balance des paiements. A noter que la balance commerciale devient négative en 2012.

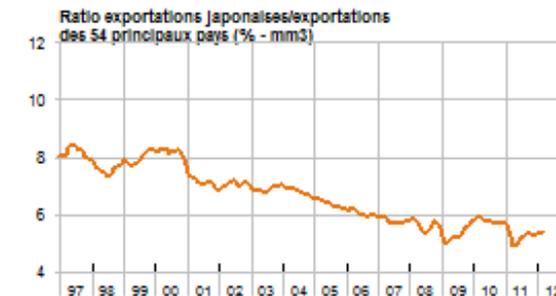
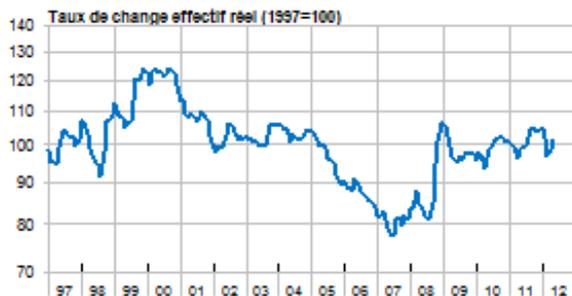


L'Allocation chez les Institutionnels japonais

88

Les graphiques ci-dessous montrent surtout qu'il n'y a en fait que peu de variation du change effectif réel du yen sur longue période.

Japon



© Coe-Revecode

L'Allocation chez les Institutionnels japonais

89

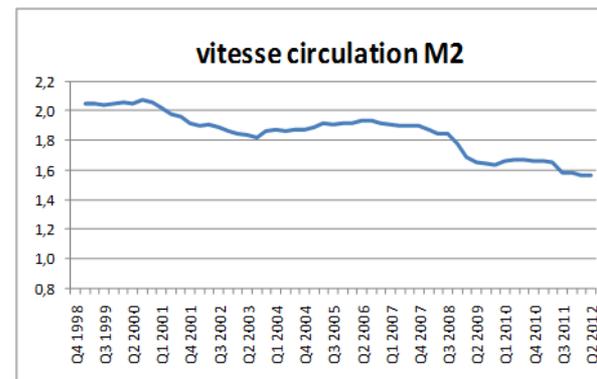
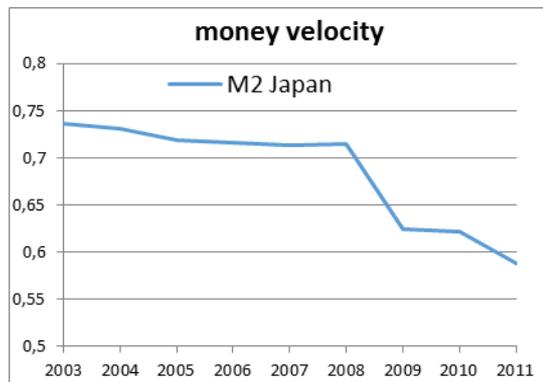
La composante politique ressort de la volonté américaine (1990 -1995), puis chinoise (1998-2011) de maintenir le bas niveau de leur devises. De ce fait, le Yen, comme le CHF ou l'euro, à un degré moindre, n'est fort que parce que les devises partenaires (= la zone dollar globale) sont de fausses devises faibles.



L'Allocation chez les Institutionnels japonais

90

Le caractère profondément déflationniste de l'économie japonaise ressort des graphiques ci-dessous qui permettent de comparer les vitesses de circulation de M2 au Japon et aux USA.



La thésaurisation du Yen, qui est détenu à 90% par les résidents, est un probablement un élément déterminant de sa solidité (dimensions insulaire, nationaliste, démographique ?).

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.