

Observatoire Forward Finance des **fonds** **monétaires**

AVERTISSEMENT

Les informations et opinions contenues dans ce document ont été préparées à partir de sources considérées comme fiables mais leur exactitude et leur exhaustivité n'est pas garantie. Ce document ne constitue ni un élément contractuel, ni un conseil en investissement. Ce document est réalisé par l'équipe Recherche de Forward Finance. Forward Finance est une société indépendante de conseil en gestion d'actifs auprès des personnes morales. Pour plus d'information sur les prestations de Forward Finance, veuillez contacter Eléonore Niccolai, directrice commerciale, au 01-53-77-52-65.





Nawal ROBINET, Directeur
01 53 77 52 97
robinet@forwardfinance.com



Alexandre TAIEB, Analyste
01 53 77 52 83
ataieb@forwardfinance.com

Résumé

Au cours des six derniers mois, les fonds monétaires (simples et court terme) du panel étudié ont dû diminuer leur risque suite à la nouvelle réglementation du CESR devenue obligatoire le 1^{er} juillet 2011. Les fonds déjà existants avant cette date (la majorité des cas) ont une durée de 6 mois pour s'y conformer.

On peut déjà voir les effets de la nouvelle règle sur les fonds monétaires court terme en particulier : leur **note de risque moyenne est passée de 2,2 à 1,7**. Cette note est attribuée par Forward Finance sur 10 points avec une pondération par critères tels que l'exposition géographique, la qualité de crédit des contreparties, la maturité et la liquidité des titres en portefeuille. Plus le score est faible, plus le risque est faible.

Les fonds monétaires ont, quant à eux, une note moyenne qui passe de 2,6 à 2,5. La majorité des fonds dans les deux catégories ont une note de risque qui diminue sur la période allant de mars 2011 à septembre 2011. Les fonds ayant les notes de risque les plus élevées sont des fonds qui ont des positions encore trop longues dans la durée relativement à la nouvelle réglementation ou des positions pour laquelle la contrepartie a une notation inférieure ou égale à A3 (ou BBB).

La durée de vie moyenne des fonds monétaires court terme passe de 68 jours à 39 jours soit une diminution de 29 jours. Celle des fonds monétaires simples a également diminué, passant de 135 jours à 115 jours.

La qualité de crédit des contreparties augmente légèrement pour les deux catégories de fonds : la note diminue de 1,07 à 1 pour les fonds court terme. Celle des fonds monétaires simple passe de 1,08 en mars, à 1,03. **La part d'émetteurs notés A3** et d'émetteurs non notés a diminué de 6,1% à 5,1% pour les fonds monétaires court terme, soit une augmentation des meilleures notations (A1-A2) à 95% des portefeuilles. Le pourcentage de BBB ou moins a nettement baissé passant de 8,2% en moyenne à 5,6% pour les fonds monétaires simples.

La liquidité des instruments utilisés par les fonds monétaires court terme augmente : la note passe de 0,57/3 en mars à 0,49 en septembre. Les fonds monétaires simples sont toujours aussi liquides avec une note de risque sur la liquidité des portefeuilles s'établissant en moyenne à 0,64 (contre 0,66 en mars).

Enfin, on observe dans la composition des fonds monétaires court terme et des fonds monétaires simples une **accentuation nette de la concentration sur les émetteurs français**. La France passe de 55% à 65% des fonds monétaires court terme et de 50% à 56% des fonds monétaires simples. Ce mouvement s'est fait au détriment de l'Espagne et de l'Italie qui passent de 17% à 7% des portefeuilles court terme et de 17% à 10% des portefeuilles monétaires simples.

On note une disparition de la surperformance moyenne par rapport à l'Eonia qui est à rapprocher du fait que les fonds monétaires simples et monétaires court terme ont effectivement diminué leurs risques avec la nouvelle réglementation à respecter. On pourra voir cependant dans le chapitre IV que de **grandes disparités de performances** persistent entre les meilleurs fonds, qui évoluent toujours à eonia +0,35, et les moins bons qui évoluent à eonia -0,20. Cette disparité est due aux frais de gestion et non à une prise de risque différenciée.

Sommaire

Introduction	6
1. Evolution générale de la note de risque des fonds monétaires:.....	8
1.1 Des fonds monétaires court terme :.....	8
1.2 Des fonds monétaires simples :	9
2. Evolution détaillée des expositions des portefeuilles des fonds monétaires : .	10
2.1 Des fonds monétaires court terme :.....	10
2.2 Des fonds monétaires simples :	13
3. Evolution de la performance moyenne et des encours :	18
3.1 Des fonds monétaires court terme :.....	18
3.2 Des fonds monétaires :.....	19
4. Comparaison de la performance des fonds monétaires avec la rémunération de marché des titres en portefeuille.....	21

Introduction

Comme tous les six mois, la recherche de la société de conseil financier Forward Finance a effectué une campagne de scoring sur les fonds monétaires qui apparaissent dans la sélection.

La méthodologie suivie reste la même que celle de mars dernier (où la méthode et la présentation avaient été modifiées). La principale évolution de cette campagne par rapport à la précédente est que les fonds se subdivisent dorénavant en **deux catégories distinctes et réglementées** :

- les fonds « monétaires », que nous appellerons par commodité fonds « **monétaires simples** »,
- et les fonds « **monétaires court terme** ».

■ *Rappel: la nouvelle réglementation du CESR*

La nouvelle réglementation est entrée en vigueur le 3 mai dernier et est devenue **obligatoire le 1^{er} juillet 2011**, avec une période d'adaptation pour les fonds existant antérieurement à cette date jusqu'au 1^{er} décembre de cette année.

Pour les **monétaires court terme**, la **maturité** résiduelle maximale des supports en portefeuille (période restante jusqu'à la date d'échéance légale) doit être inférieure ou égale à 397 jours. La MMP (sensibilité taux ou maturité moyenne du portefeuille) doit être inférieure ou égale à 60 jours, et la DVMP (durée de vie moyenne du portefeuille) inférieure ou égale à 120 jours. La durée de vie moyenne est un des éléments de la note de risque attribuée par Forward Finance.

Pour les **monétaires « simples »** les plafonds passent respectivement à inférieur ou égal 2 ans, 6 mois et 12 mois.

En ce qui concerne la **qualité de crédit** des supports investis, les sociétés de gestion doivent s'assurer que les produits investis sont de « haute qualité » en vérifiant:

- la notation de l'émetteur attribuée par les agences de notation,
- la nature de l'actif,
- les risques opérationnels et de contrepartie pour les produits structurés,
- la liquidité.

Pour le rating, la règle est la suivante : « on considère qu'un instrument du marché monétaire n'est pas de haute qualité de crédit s'il ne détient pas au moins **l'une des deux meilleures notations court terme** déterminée par chacune des agences de notation reconnues qui ont noté l'instrument. Si l'instrument n'est pas noté, l'OPCVM (ou la société de gestion) détermine une qualité équivalente grâce à un processus interne. » (Instruction AMF n°2005-02 - article 28bis II.4.)

Les deux meilleures notations à court terme correspondent à A1/P1/F1 et **A2/P2/F2** distribuées par S&P, Moody's et Fitch Ratings respectivement (nous utiliserons la notation de S&P pour la suite). En clair, la notation de court terme pour que les émetteurs soient éligibles, doit correspondre à l'une de ces deux notes, **A3 étant bannie** (pour information, A3 à court terme est équivalent à BBB à long terme).

De façon dérogatoire à cette règle générale, les titres d'Etat sont admis, du moment qu'ils ont une note supérieure ou égale à BBB-.

Les expositions aux marchés actions et matières premières, de façon directe ou indirecte sont interdites.

➤ **Cartographie de la sélection monétaire :**

La campagne Forward Finance de notation monétaire concerne **79 fonds répartis sur 27 sociétés de gestion**, qui figurent parmi les plus utilisés par les investisseurs institutionnels.

42 fonds sont passés dans la catégorie monétaire court terme, 33 restent dans la catégorie monétaire « simple » (**4 fonds sont passés en obligataire « court terme » car ils ne se sont pas conformés aux règles du CESR évoquées ci-dessus**).

L'analyse des notations et des performances sera donc divisée en deux parties « monétaire simple » et « monétaire court terme », les fonds obligataires sortant de la sélection monétaire.

1

Evolution générale de la note de risque des fonds monétaires:

1.1 Des fonds monétaires court terme :

Sur une quarantaine de fonds scorés, la note moyenne des fonds monétaires court terme passe de **2,2 à 1,7**. On note une baisse moyenne de la note de risque de 0,5. Les notes se situent entre 0,1 et 2,5 contre 1,5 et 3,1 en mars.

Deux fonds seulement ont une note de risque qui progresse, les autres ayant une note équivalente ou moindre. La majorité des gérants se sont donc attachés encore plus à diminuer leur risque, afin de respecter les nouvelles directives sur le court terme.

Les fonds ayant les notes de risques les plus élevées, sont des fonds dans lesquels il reste des positions notées BBB, mais globalement les fonds monétaires court terme du panel respectent déjà les règles du CESR qui deviendront obligatoires pour eux à la fin de l'année. Les gérants de ces fonds s'attachent à se défaire des dernières positions qui sortent des limites posées par la nouvelle réglementation.

Ci-dessous un tableau récapitulatif des notes et variations de notes :

Panel Forward Finance de 42 fonds monétaires court terme	Score Mars 2011	Score Septembre 2011
Note de risque moyenne	2,2	1,7
Note de risque médiane	2,2	1,8
Note de risque max (+risquée)	3,1	2,5
Note de risque min (- risquée)	1,5	1,1 ¹

Moyenne des variations	-0,5
Plus grande augmentation de risque	0,1
Plus grande diminution de risque	-1,9

¹ La note la moins risquée tombe même à 0,1 si on prend en compte les fonds monétaires Etat récemment introduits dans le panel Forward Finance.

1.2 Des fonds monétaires simples :

La note moyenne (sur 10) des fonds monétaires passe de **2,6 à 2,5** (sur une trentaine de fonds scorés). On note une baisse moyenne de la note de risque de 0,16. Les notes se situent entre 1,2 et 3,6 contre une amplitude 1,4 / 3,8 en mars.

Les deux tiers des fonds monétaires simples ont une note de risque moindre ou équivalente à celle attribuée il y a 6 mois, un tiers des fonds a une note de risque qui progresse. La majorité des gérants se sont donc attachés à diminuer leur risque, afin de respecter les nouvelles directives.

Les fonds ayant les notes de risques les plus élevées, sont des fonds qui ont des positions encore trop longues et tirent la maturité moyenne vers le haut (comme la titrisation), ou qui ont des positions pour lesquelles la contrepartie a une notation inférieure ou égale à BBB, ou n'est pas notée. Les gérants de ces fonds s'attachent à se défaire progressivement de ces positions, avec pour objectif d'en avoir vendu une part importante d'ici le 1^{er} décembre.

Ci-dessous un tableau récapitulatif des notes et variations de notes :

Panel Forward Finance des 33 fonds monétaires	Score Mars 2011	Score Septembre 2011
Note de risque moyenne	2,6	2,5
Note de risque médiane	2,7	2,4
Note de risque max (+risquée)	3,8	3,6
Note de risque min (- risquée)	1,4	1,2

Moyenne des variations	-0,2
Plus grande augmentation de risque	0,5
Plus grande diminution de risque	-2,1

2

Evolution détaillée des expositions des portefeuilles des fonds monétaires :

2.1 Des fonds monétaires court terme :

La durée de vie moyenne des fonds monétaires court terme a diminué de façon prononcée. En effet la durée de vie moyenne passe de **68 jours à 39 jours** soit une diminution de **29 jours**. La grande majorité des fonds ne dépasse pas les 120 jours de durée de vie moyenne imposés par la nouvelle réglementation du CESR. Les fonds qui dépassent cette limite vont être amenés progressivement à se défaire des positions qui tirent cette maturité moyenne vers le haut, avant le 1^{er} décembre.

La note sur la qualité de crédit des contreparties diminue de 1,07 à 1 ce qui signifie que les contreparties sur lesquelles les fonds monétaires court terme ont des positions sont moins risquées en septembre 2011 qu'en mars de la même année. Les gérants doivent porter une attention particulière à la qualité des émetteurs car seules les deux meilleures notes court terme (des 3 agences de notations) sont acceptées dans les portefeuilles.

La part d'émetteurs notés A3 et d'émetteurs non notés a diminué de 6,1% à 5,1%. La majorité des fonds ne possèdent pas de positions notées A3 ou moins par les agences de notation mais possèdent des émissions non notées. Le CESR tolère parfaitement les émetteurs non notés, si la société de gestion, par sa notation interne considère que l'émetteur (s'il était noté) obtiendrait une des deux meilleures notes (A1 ou A2). L'exposition moyenne à 5,1% des fonds du panel en A3 et moins correspond en grande partie à l'exposition à des émetteurs de ce type.

Plusieurs fonds ont décidé de se conformer d'ores et déjà totalement au nouveau règlement en n'investissant que sur des émetteurs ayant obtenu les deux meilleures notes de court terme.

Les positions des fonds monétaires court terme, qui étaient déjà très liquides, le sont encore davantage. **La note de risque sur la liquidité passe de 0,57/3 en mars à 0,49 en septembre**. La plupart des fonds ont des dépôts, et sont investis en Titre de Créance Négociable (TCN) ou en Euro Commercial Paper (ECP) et, pour une part plus faible, en obligations, comme les fonds monétaires simples.

Les prises en pension/dépôts ont d'ailleurs fortement augmenté passant de 5,4% des portefeuilles en moyenne en mars à 18,7% en septembre. Aucun fonds n'a contracté d'emprunt ou de mise en pension, ceux qui en avaient s'en sont défaits entre mars et septembre.

La titrisation est paradoxalement plus présente en septembre qu'en mars dans les fonds monétaires court terme (0,5% contre 0,1%). Ceci est dû à deux fonds qui tirent la moyenne vers le haut, les autres n'en possédant pas.

Enfin, on observe dans la composition des fonds monétaires court terme une accentuation de la concentration sur les émetteurs français. Cette accentuation de la préférence pour les signatures (bancaires) domestiques, est un trait marquant dans le cadre de la période d'exacerbation du risque systémique, endurée au cours du 3^e trimestre 2011. La note de risque liée à la zone géographique passe de 0,56/3 en mars à 0,29 en septembre.

■ En mars 2011 :

Panel des 42 fonds FF monétaires court terme	DVMP	Notation des contreparties	Zone géo	Liquidité	Titrisation	% A3 et moins (non noté inclus)	prise en pension	emprunt
Moyenne	68	1,07	0,56	0,57	0,1%	6,1%	5,4%	0,0%
Mediane	69	1,04	0,52	0,54	0,0%	4,9%	0,0%	0,0%
Maximum	111	1,45	1,03	0,88	2,2%	18,6%	30,0%	1,6%
Minimum	26	0,71	0,07	0,41	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

■ En septembre 2011 :

Panel des 42 fonds FF monétaires court terme	DVMP	Notation des contreparties	Zone géo	Liquidité	Titrisation	% A3 et moins (non noté inclus)	prise en pension	emprunt
Moyenne	39	1,00	0,29	0,49	0,5%	5,1%	18,7%	0,0%
Mediane	38	1,08	0,28	0,48	0,0%	1,2%	11,7%	0,0%
Maximum	102	1,40	0,71	0,86	7,8%	19,1%	98,8%	0,0%
Minimum	1	0,02	0,04	0,02	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

L'augmentation de l'exposition à la France est plus importante pour les fonds monétaires court terme que pour les fonds monétaires. Elle passe de **54,5% en mars à 65,4% en septembre** soit une augmentation de 11 points. L'augmentation de l'exposition sur les pays « core » européens est également non négligeable : +4,6% de 13,5% à 18,1%. Ces deux augmentations se font là aussi **au détriment des pays périphériques**. Les fonds qui, pour la plupart, ne possèdent pas de Grèce, Portugal et Irlande ont tout de même diminué leur exposition à la Belgique. En moyenne l'**exposition aux petits périphériques est passée de 4,2% à 2,6%**. La plus forte baisse est attribuée à l'exposition sur l'**Italie et l'Espagne** (les fonds monétaires étant principalement exposés aux banques). La baisse est de plus de 10% (de 17,7% à 7,1%) entre mars et septembre. L'exposition sur les autres zones géographiques reste stable, sauf pour le Royaume-Uni où on note une diminution de 3%. Les fonds monétaires court terme sont en moyenne exposés à cette zone à hauteur de 4,5% de leurs actifs (contre 7,4% en mars).

■ En mars 2011 :

Panel des 42 fonds FF monétaires court terme	Nationalité des émetteurs au sein des fonds monétaires court terme									
	France	Allemagne, Autriche, Pays-Bas, Luxembourg, Slovaquie, Estonie, Finlande, Suède, Norvège, Danemark	GB	Suisse	USA	Japon	Australie, Nouvelle-Zélande, Canada	Italie, Espagne	Grèce, Irlande, Portugal, Belgique	Autres
Moyenne	54,5%	13,5%	7,4%	0,0%	0,5%	0,3%	0,2%	17,7%	4,2%	1,7%
Mediane	54,3%	15,0%	7,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	17,3%	2,5%	0,0%
Maximum	80,6%	25,6%	19,2%	0,8%	5,7%	2,9%	2,0%	37,3%	14,3%	17,9%
Minimum	35,7%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

En septembre 2011 :

Panel des 42 fonds FF monétaires court terme	Nationalité des émetteurs au sein des fonds monétaires court terme									
	France	Allemagne, Autriche, Pays-Bas, Luxembourg, Slovénie, Estonie, Finlande, Suède, Norvège, Danemark	GB	Suisse	USA	Japon	Australie, Nouvelle-Zélande, Canada	Italie, Espagne	Grèce, Irlande, Portugal, Belgique	Autres
Moyenne	65,4%	18,1%	4,5%	0,5%	0,4%	0,3%	0,0%	7,1%	2,6%	1,2%
Mediane	63,4%	17,6%	4,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	5,1%	2,7%	0,0%
Maximum	91,5%	37,9%	16,6%	3,7%	5,3%	2,4%	0,0%	27,7%	11,6%	8,5%
Minimum	37,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

2.2 Des fonds monétaires simples :

La durée de vie moyenne des fonds monétaires simples a diminué, passant de 135 jours à 115 jours. La grande majorité des gérants ont baissé la durée de vie moyenne de leur portefeuille, et ceux qui l'ont augmentée restent conformes à la règle du CESR (DVMP inférieure ou égale à 6 mois). Quatre fonds dépassent encore cette limite.

Certains fonds ont été retirés de la sélection car ils sont passés obligataires ou le seront d'ici la fin de l'année de façon certaine. Ces fonds possèdent en général de la titrisation de façon trop importante que les gérants veulent garder, ce qui les fait sortir des limites de maturité moyenne, ou d'importantes poses notées BBB ou moins.

Toujours dans le but de respecter la nouvelle réglementation, la notation des contreparties s'améliore légèrement, signe que les fonds monétaires ne prenaient (déjà en mars) pas beaucoup de risque quant à la notation de leurs contreparties. La note moyenne passe de 1,08/3 en mars, à 1,03.

Le pourcentage de BBB ou moins a nettement baissé passant de 8,2% en moyenne à 5,6%. Certains fonds ont soldé toutes leurs positions BBB ou moins. La plupart des fonds possédant du BBB ou moins ont en partie des positions non notées.

Comme dans le cas des fonds monétaires court terme, les **positions de court terme** sur des émetteurs non notés sont possibles si la société de gestion considère que cet émetteur mérite un A1 ou A2, le A3 étant banni également sur les fonds monétaires non court terme. **Rappelons que les fonds monétaires ont cependant le droit d'avoir des titres souverains de toute notation Investment Grade (de AAA à BBB-).**

En termes de liquidité des titres en portefeuille, les OPCVM monétaires étudiés présentent une liquidité satisfaisante. La structure moyenne type est de 20% de dépôts (ou prise en pension), environ 60% de titres de créance négociable et d'euro commercial papers (TCN et ECP), 20% d'obligations. Les fonds sont toujours aussi liquides avec une note de risque sur la liquidité des portefeuilles s'établissant en moyenne à **0,64/3** (contre 0,66 en mars).

Les prises en pension / dépôts ont augmenté en moyenne de 10,5% à 12,4%, synonyme d'un risque moindre. En revanche l'emprunt / mise en pension augmente également mais de manière faible : de 0,1% en mars à 0,2% en septembre. En réalité, un seul des fonds du panel présente un niveau d'emprunt significatif, proche de 5%.

La grande majorité des fonds ne possède plus de titrisation depuis mars. La moyenne étant à 0,6% et la médiane à 0% (contre 0,5% et 0% en mars). La moyenne est tirée vers le haut par deux fonds.

Enfin, l'exposition géographique est moins risquée, avec un **mouvement très net d'accentuation du biais domestique couplée à un flight to quality.** La note moyenne passe ainsi de 0,62/3 à 0,49 et la médiane passe de 0,64 à 0,40.

En mars 2011 :

Panel Forward Finance des 33 fonds monétaires	DVMP	Notation des contreparties	Zone géo	Liquidité
Moyenne	135	1,08	0,62	0,64
Médiane	118	1,06	0,64	0,65
Maximum	460	1,52	0,92	0,99
Minimum	18	0,22	0,20	0,32

Panel Forward Finance des 33 fonds monétaires	Titrisation	% BBB et moins (non noté inclus)	prise en pension	Emprunt
Moyenne	0,5%	8,2%	10,5%	0,1%
Médiane	0,0%	5,5%	1,1%	0,0%
Maximum	4,7%	36,2%	60,6%	3,4%
Minimum	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

En septembre 2011 :

Panel Forward Finance des 33 fonds monétaires	DVMP	Notation des contreparties	Zone géo	Liquidité
Moyenne	115	1,03	0,49	0,66
Médiane	95	1,03	0,40	0,64
Maximum	362	1,57	1,21	1,02
Minimum	20	0,39	0,12	0,38

Panel Forward Finance des 33 fonds monétaires	Titrisation	% BBB et moins (non noté inclus)	prise en pension	Emprunt
Moyenne	0,6%	5,6%	12,4%	0,2%
Médiane	0,0%	4,3%	7,8%	0,0%
Maximum	12,7%	24,1%	33,1%	4,6%
Minimum	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

En ce qui concerne la nationalité des émetteurs, l'accentuation de la préférence domestique est flagrante : +6% en moyenne entre mars et septembre, la moyenne passant de 50,7% à 56,5%.

Cette progression de l'exposition à la France s'est fait au détriment de l'exposition sur l'Italie et l'Espagne où l'exposition baisse de 6% à 11,0% contre 17,3% en mars.

La progression de l'exposition sur les autres pays core a été moins importante : +2,8% de 15,3% à 18,1%.

Les autres expositions géographiques restent stables, sauf pour les petits périphériques, complètement délaissés. L'exposition sur cette zone passe de 3,4% en mars à 1,8% en septembre. Mais les gérants se sont (pour une grande partie) attachés à préciser qu'il s'agit uniquement d'une exposition sur la Belgique et non à la Grèce, au Portugal ou à l'Irlande. En marge, l'exposition aux Etats-Unis a presque doublé en moyenne mais reste faible, passant de 1% à 1,8%.

Ci-dessous deux tableaux récapitulatif des expositions géographiques :

En mars 2011 :

Nationalité des émetteurs au sein des fonds monétaires										
Panel Forward Finance des 33 fonds monétaires	France	Allemagne, Autriche, Pays-Bas, Luxembourg, Slovénie, Estonie, Finlande, Suède, Norvège, Danemark	GB	Suisse	USA	Japon	Australie, Nouvelle-Zélande, Canada	Italie, Espagne	Grèce, Irlande, Portugal, Belgique	Autres
Moyenne	50,7%	15,3%	7,7%	0,2%	1,0%	0,2%	0,5%	17,3%	3,4%	3,0%
Médiane	48,2%	16,0%	7,9%	0,0%	0,3%	0,0%	0,0%	16,3%	3,4%	0,0%
Maximum	74,1%	27,3%	17,0%	2,3%	8,3%	4,4%	6,0%	32,6%	16,1%	15,5%
Minimum	25,8%	1,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

En septembre 2011 :

Panel Forward Finance des 33 fonds monétaires	Nationalité des émetteurs au sein des fonds monétaires									
	France	Allemagne, Autriche, Pays-Bas, Luxembourg, Slovénie, Estonie, Finlande, Suède, Norvège, Danemark	GB	Suisse	USA	Japon	Australie, Nouvelle-Zélande, Canada	Italie, Espagne	Grèce, Irlande, Portugal, Belgique	Autres
Moyenne	56,5%	18,1%	6,9%	0,3%	1,8%	0,1%	0,6%	11,0%	1,8%	3,1%
Médiane	57,2%	16,4%	5,8%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	10,1%	1,0%	0,0%
Maximum	79,8%	43,4%	19,3%	2,3%	9,9%	3,2%	6,0%	26,0%	7,6%	34,2%
Minimum	26,0%	5,8%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

3

Evolution de la performance moyenne et des encours :

3.1 Des fonds monétaires court terme :

➤ Encours

Les encours des fonds monétaires court terme du panel sont restés stables sur la période mars 2011 - septembre 2011. L'encours total du panel passe de 134,9 milliards à 134,6 milliards. Les fonds monétaires court terme n'ont pas décollecté car ils représentent un placement plus sécuritaire et les agents avertis au risque dans cette période de crise systémique ont souscrit à ce type de fonds. Cet effet contrebalance la concurrence des certificats de dépôts en direct, qui impactent davantage les fonds monétaires non court terme, car leur recours suppose une capacité d'immobilisation de la trésorerie.

➤ Performance moyenne relative à l'EONIA

Performance annualisée du panel de fonds monétaires court terme FF	2011	Vol. quoti.	T3	T2	T1
Eonia annualisé base 365 j	0,90		0,98	1,04	0,68
Moyenne tableau de bord	0,94	0,04	0,98	1,03	0,71
Ecart de performance Eonia/moyenne du panel	0,04		0,00	-0,01	0,03

Sur l'année 2011 arrêtée au 30 septembre, la performance moyenne annualisée des fonds monétaires court terme est de 0,94% contre 0,90% pour l'Eonia.

Alors qu'au T1 la moyenne affichait une très légère surperformance (3pb) par rapport à l'Eonia, aux deuxième et troisième trimestres la performance s'est retrouvée parfaitement en ligne avec l'Eonia. Cette disparition de la surperformance moyenne est à rapprocher du fait que les fonds monétaires court terme ont effectivement diminué leurs risques avec la nouvelle réglementation à respecter, d'où la légère diminution de la surperformance par rapport au taux sans risque. On peut voir cependant dans le chapitre IV que de grandes disparités de performances persistent entre les moins bons et les meilleurs fonds.

La performance des fonds monétaires court terme est très peu volatile car la performance peut être linéarisée. En effet les positions étant en majorité inférieures à trois mois, elles sont moins sensibles et leur valorisation peut être linéarisée, donc la tension sur les spreads se fait moins ressentir.

➤ Dispersion des performances du panel

Les meilleurs fonds monétaires court terme, représentés par le premier décile du panel, donnent une performance en moyenne égale à Eonia +32pb sur l'année 2011 et +34pb au troisième trimestre. L'écart de performance est resté stable sur les différents trimestres.

Les fonds monétaires court terme les moins performants, représentés dans le dernier décile du panel, affichent en moyenne une performance inférieure de 45pb à l'Eonia sur l'année 2011 et une sous-performance de -54 points de base au 3^e trimestre. La sous-performance relative à l'indice eonia n'a cessé de s'alourdir, de trimestre en trimestre.

3.2 Des fonds monétaires :

➤ Encours

Concernant les encours des fonds, la majorité des fonds monétaires font face à une décollecte importante entre mars et septembre. L'encours total représente 93,46 milliards d'euros contre 104,30 milliards d'euros en mars. En moyenne, les fonds monétaires non court terme ont subi une décollecte de 285 millions d'euros. 11 fonds seulement ont vu leur actif s'accroître sur la période contre 22 fonds qui ont subi une décollecte.

Cette décollecte est la conséquence directe de la concurrence que représente les certificats de dépôts en direct. La décollecte aurait pu être encore plus marquée, s'il n'y avait pas eu la forte aversion au risque de cet été.

➤ Performance moyenne relative à l'EONIA

Performance annualisée du panel de fonds monétaires FF	2011	Vol. quoti.	T3	T2	T1
Eonia annualisé base 365 j	0,9		0,98	1,04	0,68
Moyenne panel Forward Finance	1,03	0,04	1,04	1,16	0,89
Ecart de performance Eonia/moyenne du panel	0,13		0,06	0,12	0,20

La performance annualisée moyenne des fonds monétaires simples du panel étudié se réduit par rapport à l'Eonia au fil des mois. La performance moyenne annualisée des fonds monétaires a été sur les trois premiers mois de l'année supérieure de 0,20% à l'Eonia.

Au T2, cette surperformance s'amenuise et ne représente plus que 12pb.

Au T3, cette surperformance s'amenuise encore et ne représente plus que 6 points de base.

La surperformance a donc baissé de façon continue sur l'année à cause de la tension sur les spreads bancaires qui s'est accentuée au fil de l'année jusqu'à la fin de l'été.

Malgré la crise systémique de cet été, seuls deux fonds monétaires du panel ont vu leur VL reculer, quelques jours d'affilée, cet été. A cette aune, le premier test de réalité du CESR est donc un succès, les fonds monétaires ne présentant peu de risque pour l'épargnant particulier qui ne veut pas enregistrer de moins-value.

► Dispersion des performances

Les meilleurs fonds monétaires donnent une performance en moyenne égale à Eonia +35pb sur l'année 2011 et +30pb au troisième trimestre. L'écart de performance avec l'Eonia a légèrement baissé au troisième trimestre par rapport au premier trimestre où les meilleurs fonds donnaient Eonia +38pb.

Les fonds monétaires non court terme les moins performants enregistrent une performance sur l'année 2011 de Eonia -26pb et de Eonia -21pb aux premier et troisième trimestres (-28pb au 2^e).

4

Comparaison de la performance des fonds monétaires avec la rémunération de marché des titres en portefeuille

Sur l'année, et en particulier au 3^e trimestre, que **les OPCVM monétaires n'ont pas répercuté les rendements qu'ils auraient pu obtenir en investissant sur des certificats de dépôts bancaire 3 mois swapés, titres pourtant assez représentatifs du contenu de leur portefeuille.**

La tension sur les émissions bancaires était telle, qu'à fin septembre, par exemple, l'Euribor 3 mois affichait un niveau de 1.60% alors que le swap taux fixe contre taux variable eonia, sur 3 mois, valait seulement 0.80%. On pouvait en déduire, en considérant qu'il était possible de souscrire un certificat de dépôt à 1.60% et en échangeant ensuite le taux fixe contre le taux eonia, que le rendement du certificat de dépôt à 3 mois, indexé eonia, était de **eonia +0.80%**.

Or, il a pu être constaté que les fonds monétaires du panel sont très loin de répercuter ce type de performance.

La première explication est que la performance suivie est une performance nette des fonds. Au sein du panel, les frais de gestion pratiqués s'étagent entre 0.12% et 0.50%. Les banques n'ont cependant pas augmenté leur frais de gestion dans le but de créer des provisions pour parer à la crise systémique.

Une seconde explication est la structure des rendements des différents fonds. La plupart des fonds, en particulier les OPCVM monétaires court terme, acquièrent des positions inférieures à 3 mois qui offrent un rendement moindre par rapport à l'Eonia. Ainsi, les prises en pension et dépôts au jour le jour, sont rémunérés à seulement Eonia -10pb. Les CD à 1 mois donne un rendement environ équivalent à Eonia +35pb et ceux à 3 mois Eonia +75 environ.

Les fonds qui affichent une performance moindre sont donc globalement ceux qui ont les positions les plus courtes et présentent le moins de risque pour le porteur.

Enfin, on notera que l'Euribor 3 mois auquel sont comparées les performances de ces fonds (monétaires et monétaires court terme), est l'Euribor affiché chaque jour par Reuters. Ce chiffre correspond à une moyenne des différents taux à 3 mois auxquels 200 banques déclarent

emprunter. Ce taux diffère donc entre les différentes banques selon leur qualité de crédit.

Forward Finance

