

Perspectives de Marché

Un mélange obligataire savoureux

Points à retenir :

- Une stratégie obligataire combinant gestion active et smart beta visant à générer des rendements élevés sur le long terme pour un niveau de risque comparable à celui du benchmark.
- Un processus d'investissement en trois étapes : 1/ choix d'un indice obligataire souverain alternatif ou smart 2/ approche systématique où la construction de portefeuille suit une optimisation, 3/ prise en compte dans l'optimisation des vues de gestion actives.
- Une stratégie hybride « Enhanced Beta », nouvelle dans l'univers obligataire, qui peut s'intégrer dans la poche obligataire « core » d'une allocation.

Pourquoi choisir entre gestion active et « smart beta » quand les deux sont au menu ?

Il y a fort à parier que les investisseurs institutionnels dont les portefeuilles sont principalement composés d'obligations soient las du dilemme apparemment sans fin auquel ils sont confrontés. Ils exigent des rendements supérieurs à ceux qu'offre la dette souveraine sans risque actuellement disponible, mais sont réticents à l'idée d'investir dans des actifs plus risqués

pour augmenter leurs rendements au global, par crainte de subir une perte maximale substantielle.

La quête de rendements plus élevés place de nombreux investisseurs institutionnels face à un choix cornélien qui leur commande d'arbitrer entre gestion active et approche « smart bêta ». Le fait de recourir exclusivement à la gestion active est problématique car, comme pour les investissements dans des actifs plus risqués, il existe un risque de perte maximale (drawdown). Parallèlement, dans un environnement macroéconomique très instable, les stratégies « smart bêta » peuvent se révéler peu réactives face aux changements soudains de sentiment de marché.

La solution pourrait consister à combiner gestion active et approche « smart bêta ». Cette approche dite du « meilleur des deux mondes » poursuit comme objectif de générer des rendements élevés sur le long terme, tout en exposant les investisseurs à un niveau de risque acceptable.

Dès lors, il convient de s'interroger sur la façon d'élaborer une stratégie obligataire alternative qui combine approche « smart bêta » et gestion active. L'élaboration d'une stratégie de ce type se décompose en trois étapes



Olivier de Larouzière
 Directeur
 Taux d'intérêt,
 Natixis Asset
 Management



Xavier Audoli
 Responsable
 Ingénierie
 Quantitative taux,
 Natixis Asset
 Management

qui, combinées, offrent un résultat unique dans l'univers de la gestion obligataire.

Opter pour un indice de référence obligataire alternatif pour débiter

La première étape consiste à choisir un indice de référence alternatif. Les indices obligataires traditionnels sont conçus en fonction du montant de l'endettement. Si elle contribue à créer un univers hautement liquide, cette méthode présente des limites évidentes. Elle se traduit notamment par une surexposition aux pays ou aux entreprises dont les obligations sont surévaluées, par une forte exposition



aux émetteurs les plus endettés et elle n'est pas représentative de l'économie mondiale.

Dans la mesure où le poids de chaque titre composant l'indice de référence dépend de son prix, les émetteurs fortement endettés sont surpondérés. Ainsi, l'indice Barclays Global Treasury index est représenté à 90% par 11 des 37 pays qui le composent. De plus, si la dette d'un pays est survalorisée, les investisseurs sont exposés à un risque de bulle spéculative. Le risque de surconcentration existe également dans l'univers des obligations d'entreprise : à la mi-2008, l'indice Barclays US Corporate Investment Grade était composé à 35% de valeurs bancaires.

Il est possible de diversifier les portefeuilles et de réduire le risque de concentration en adoptant une approche plus globale, représentative de variations de tendance de l'économie mondiale. Au sein des indices mondiaux, les marchés émergents jouissant de meilleures perspectives de croissance sont considérablement sous-représentés à l'heure actuelle : les obligations des marchés émergents ne représentent ainsi que 5,5% de l'indice Barclays Global Treasury, alors même que les économies émergentes produisent environ la moitié du PIB mondial.

Il convient d'adopter un univers obligataire mondial et de remplacer les indices traditionnels par des indices élaborés sur la base de critères autres que la dette obligataire. Il est ainsi possible d'opter pour des indices équi pondérés, des indices pondérés en fonction du PIB, des indices pondérés en fonction de la capitalisation boursière, des indices pondérés en fonction de la qualité de crédit ou de la notation de crédit et des indices conçus en

fonction des risques. La conception d'indices obligataires alternatifs est bien plus complexe que l'élaboration d'indices actions. Cela requiert des moyens humains et technologiques considérables.

Un soupçon de liquidité

La prochaine étape du processus d'élaboration de notre stratégie obligataire alternative consiste à sélectionner les titres et à construire le portefeuille. Le fait de construire le portefeuille en utilisant un processus de sélection et de mise en œuvre systématique concourt à optimiser les rendements anticipés et à atténuer le risque absolu du portefeuille. L'idée de base est d'intégrer les meilleures idées d'investissement actif du gérant vis-à-vis de la conjoncture macroéconomique, de la réglementation, des flux d'investissement, de l'analyse géographique dans un programme informatique appelé « optimisateur » qui détermine par la suite l'allocation d'actifs la plus adaptée. L'optimisateur respecte en permanence les exigences définies par le processus de gestion active, de sorte que le portefeuille respecte une limite de Tracking Error prédéfinie.

Par-delà la prise en compte de facteurs externes, l'optimisateur détermine l'allocation de portefeuille en utilisant des données propres au titre concerné, telles que la volatilité, les corrélations et la liquidité. La liquidité est un facteur important pour la stratégie car le fait de se concentrer exclusivement sur l'objectif d'optimisation des rendements pourrait entraîner une forte rotation des titres détenus en portefeuille.

Ajouter une pincée de gestion active

Avoir des vues actives sur les taux d'intérêt, l'exposition géographique et l'exposition devises dans le cadre du processus d'optimisation permet d'améliorer les rendements. Nous mettons en œuvre nos idées d'investissement au sein du portefeuille en cherchant à anticiper régulièrement l'évolution du marché. Notre grande expérience en matière de gestion active nous aide à atteindre cet objectif. Le fait d'introduire une part de gestion active au sein du portefeuille peut contribuer à créer davantage de surperformance tout en réduisant le risque du portefeuille par rapport à un portefeuille qui serait construit sur la base du seul objectif d'optimisation des rendements. En intégrant nos idées d'investissement au processus d'optimisation des rendements, notre objectif est d'optimiser les primes de rendement, de lisser les performances et de limiter la rotation des obligations détenues en portefeuille, naturellement élevée dès lors que la construction du portefeuille est fondée sur le seul objectif d'optimisation des rendements. La gestion active cherche à soutenir la performance tout en diminuant les risques, ainsi que les frais de transaction et le coût de la liquidité.

Juger sur pièce

Ce processus en trois étapes a comme objectif d'augmenter les rendements totaux, de générer une valeur ajoutée en termes de création de performance sensiblement plus stable que celle générée par un optimisateur uniquement, et de réduire la perte maximale susceptible d'être encourue. Ce processus nécessite de solides compétences en matière de gestion

de portefeuille pour ne pas détruire la valeur créée par l'optimisateur. A cette fin, la stratégie requiert une maîtrise solide des méthodes quantitatives et des portefeuilles faisant l'objet d'une gestion active.

Les investisseurs se voient ainsi offrir une alternative viable aux stratégies obligataires traditionnelles. Cette stratégie ne produit pas nécessairement l'alpha le plus élevé, mais elle cherche à générer les meilleurs rendements du marché une fois le risque relatif ou absolu pris en compte.

De plus, cette stratégie est calibrée en fonction d'un indice de référence et contrainte par un objectif de

Tracking Error qui l'empêche de dévier sensiblement de son indice de référence. A cet égard, elle peut être considérée comme une stratégie à « bêta amélioré » et convient parfaitement aux allocations en obligations « core ».

Nouvelle recette, nouveau résultat

Les investisseurs obligataires ne sont pas tous rompus au concept de « smart bêta ». Alors qu'il est de plus en plus connu et fréquemment utilisé par les investisseurs en actions, le concept de « smart bêta » est moins familier aux investisseurs obligataires. Cela tient peut-être au fait qu'il est

difficile de construire des indices obligataires de type « smart bêta ». Toutefois, le fait d'utiliser des approches simples reposant sur un processus d'optimisation contraint par un objectif de Tracking Error permet de produire des rendements stables. Le fait d'ajouter une part de gestion active à cette approche quantitative participe à l'objectif de pilotage d'un processus de gestion d'actifs plus efficient et plus « intelligent ».

Bon appétit !

Rédigé le 18 novembre 2015

MENTIONS LÉGALES

Le présent document et ses contenus constituent une présentation conçue et réalisée par Natixis Asset Management à partir de sources qu'elle estime fiables et sont fournis uniquement à des fins d'information aux clients professionnels. Les analyses et opinions mentionnées dans ce document représentent la vision de l'auteur mentionné, au 18 novembre 2015 et peuvent être soumis à changements. Il n'est en aucun cas garanti que les points présentés dans ce document se dérouleront tel qu'anticipés. Ce document ne peut être utilisé dans un but autre que celui pour lequel il a été conçu et ne peut pas être reproduit, diffusé ou communiqué à des tiers en tout ou partie. Bien que Natixis Global Asset Management et Natixis Asset Management considèrent les informations fournies dans le présent document comme fiables, elles ne garantissent pas l'exactitude, l'adéquation ou le caractère complet de ces informations.

Lorsque la réglementation locale l'exige, ce document est fourni uniquement sur demande écrite. **Aux pays francophones de l'UE**, le présent document est fourni aux Clients Professionnels par NGAM S.A. ou sa succursale sous-mentionnée. NGAM S.A. est une société de gestion luxembourgeoise qui est autorisée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier, constituée conformément à la loi luxembourgeoise et immatriculée sous le numéro B 115843. Siège social de NGAM S.A. : 2, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg. **France** : NGAM Distribution (n.509 471 173 RCS Paris). Siège social: 21 quai d'Austerlitz, 75013 Paris. **En Suisse**, le présent document est fourni aux Investisseurs Qualifiés (Qualified Investors) par NGAM, Switzerland Sàrl.

Les entités susmentionnées sont des unités de développement commercial de Natixis Global Asset Management S.A, la holding d'un ensemble divers d'entités de gestion et de distribution de placements spécialisés présentes dans le monde entier. Bien que Natixis Global Asset Management considère les informations fournies dans le présent document comme fiables, elle ne garantit pas l'exactitude, l'adéquation ou le caractère complet de ces informations.

Natixis Asset Management

Société anonyme au capital de 50 434 604,76 euros
Agréée en qualité de Société de Gestion de Portefeuille
sous le numéro GP 90-009 en date du 22 mai 1990
Immatriculée au RCS de Paris sous le numéro 329 450 738
Siège social : 21, quai d'Austerlitz - 75634 Paris cedex 13
www.nam.natixis.com

NGAM S.A.

Société de gestion luxembourgeoise
agrée par la CSSF (RCS Luxembourg B 115843)
Siège social : 2 Rue Jean Monnet,
L-2180 Luxembourg - Grand-Duché de Luxembourg

NGAM DISTRIBUTION

Immatriculée au RCS de Paris sous le n°509 471 173
Siège social : 21 quai d'Austerlitz - 75013 Paris
www.ngam.natixis.com