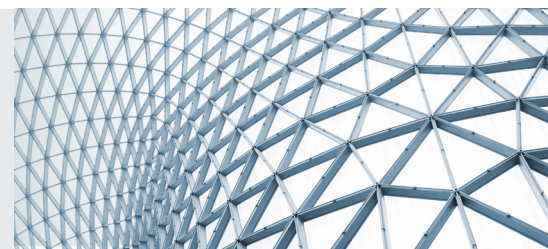


Le HUB

POUR LES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS



> Plus d'informations sur :
im.natixis.com/fr-institutional/le-hub

Les nouvelles approches des assureurs pour trouver du rendement

Les assureurs délaissent les obligations traditionnelles pour des titres de créance au rendement plus élevé, en exploitant tout le spectre de la structure du capital.

Points clés :

- Les assureurs ont parfois du mal à exprimer clairement leurs besoins, c'est pourquoi un bon nombre d'entre eux se tournent vers des gérants d'actifs qui ont une bonne connaissance et une grande expérience tant de leur secteur que des actifs susceptibles de délivrer du rendement.
- Les solutions ne manquent pas sur les marchés du crédit pour pallier la faiblesse des rendements. Tout dépend de la façon dont on s'y prend pour y accéder et dont les assureurs peuvent évaluer les risques.
- Le principal changement intervenu ces dernières années concerne les marchés obligataires. Les obligations notées BBB, la dette émergente, les créances titrisées et les actifs non cotés ont suscité un engouement considérable. Pour capter le rendement de ces instruments, il faut mener une analyse crédit aussi vaste qu'approfondie.

La quête de rendement s'intensifie. Le rendement des actifs détenus par les compagnies d'assurance-vie américaines a plongé de 7 % à 4,5 % lors des 15 dernières années et de 6 % à un peu plus de 3 % pour les assureurs dommages.

Sur le marché de l'assurance-vie, la chasse au rendement a été exacerbée par la présence grandissante des fonds de private equity qui prennent la place des assureurs-vie traditionnels présents depuis longtemps dans le secteur. Cette tendance s'observe notamment en Amérique du Nord mais elle est également à l'œuvre en Europe du Nord.

L'exposition traditionnelle aux obligations cœur de portefeuille ne permet plus d'atteindre le rendement minimal requis pour les capitaux privés.

Les assureurs ne négligent aucune piste pour découvrir de nouvelles sources de rendement. Le risque est que certains assureurs suivent des voies qui impliquent un risque d'investissement et un risque réglementaire considérables.

Disons-le franchement : les opportunités et les solutions ne manquent pas sur les marchés du crédit pour pallier la faiblesse des rendements. Tout dépend de la façon dont on s'y prend pour y accéder et dont les assureurs peuvent évaluer les risques de manière exhaustive.



Colin T. Dowdall, CFA
Vice-président, Director of Insurance Solutions
Loomis, Sayles & Company



Estelle Castres
Responsable Monde - Grands comptes assurances
Natixis Investment Managers

Le profil des portefeuilles d'obligations d'entreprises est en train de changer

Ces 15 dernières années, il y a eu un changement notable dans les allocations d'actifs : les investisseurs ont réduit leur allocation aux obligations souveraines tout en augmentant progressivement leur exposition aux segments non traditionnels.

L'un des grands changements concerne ce qui se passe au sein des différentes classes d'actifs, notamment celle des obligations.



Malgré la baisse des rendements, les assureurs conservent une allocation aux obligations pour diverses raisons (adossement actif/passif, contraintes réglementaires et préservation du capital).

Néanmoins, leur façon de décider de l'allocation est en train de changer. S'agissant des obligations d'entreprises, les titres notés BBB ont suscité un engouement à grande échelle et les émissions ont augmenté pour répondre à une demande considérable. Les obligations BBB représentent désormais 35 % des portefeuilles obligataires des assureurs.

« Ce segment du marché connaît un essor considérable », observe Colin Dowdall, Director of Insurance Solutions chez Loomis, Sayles & Company, un affilié de Natixis Investment Managers. « À l'avenir, il faudra admettre que les risques qui pèsent sur le marché des titres BBB ne disparaîtront pas, même si la pandémie reflue. Pour maintenir le rendement de ces titres, il faudra mener une analyse crédit aussi vaste qu'approfondie. »

Autre évolution notable s'agissant des obligations d'entreprises : l'engouement pour la dette émergente. Historiquement, cette dernière offrait un rendement plus élevé que les obligations d'entreprises américaines créditées d'une note comparable (pour peu que les titres soient judicieusement sélectionnés). Cela est toujours le cas malgré la formidable croissance et la sophistication des économies émergentes.

Cap sur les créances titrisées

Il y a ensuite le marché de la titrisation, au sein duquel les assureurs américains ont augmenté leur exposition ces dernières années au détriment des obligations d'entreprises pour obtenir des rendements plus élevés.

Les créances titrisées sont des valeurs mobilières créées par titrisation de prêts individuels. En titrisant des créances par tranche, il est possible de créer différents

niveaux de risque et de permettre ainsi aux investisseurs de choisir le profil risque/rendement qui leur convient. Cela leur permet aussi de se diversifier en délaissant les obligations d'entreprises traditionnelles pour s'exposer à des domaines tels que le crédit à la consommation et l'immobilier.

Les créances titrisées sont un marché complexe et fragmenté, avec des barrières à l'entrée élevées qui limitent la participation des investisseurs. Par conséquent, les spreads des créances titrisées sont plus élevés que ceux des obligations d'entreprises, à notation comparable. Il s'agit là d'un avantage crucial pour les investisseurs. Toutefois, comme les créances titrisées sont un pari à effet de levier sur les fondamentaux sous-jacents, les investisseurs doivent également être en mesure d'évaluer l'environnement macroéconomique du moment pour éviter le risque de dégradation.

Une allocation optimale aux créances titrisées exige une sophistication d'analyse et de l'expérience. En outre, les investisseurs doivent avoir une certaine dimension et entretenir des relations avec les émetteurs, les analystes « sell-side », les conseillers et d'autres intervenants pour procéder à l'origination, à l'analyse et au suivi des investissements. Il convient de noter que les assureurs européens n'ont généralement pas le droit d'investir dans ce segment du marché en raison d'une importante surcharge en capital imposée par la réglementation Solvency II.

Ne pas négliger les obligations municipales

Tandis que le coussin de spread excédentaire des créances titrisées peut permettre de couvrir des engagements à plus court terme, les obligations municipales sont recherchées pour des expositions à plus long terme. Les assureurs américains en particulier les achètent toujours massivement malgré de récentes tensions dans certains segments de ce marché imputables aux

difficultés budgétaires de certains États américains qui ont des engagements de retraite considérables et qui ont vu leurs recettes budgétaires baisser sensiblement en raison du confinement lié à la pandémie de Covid-19.

Toutefois, le taux de défaut reste historiquement bas, aussi bien dans l'absolu que par rapport aux obligations d'entreprises avec une note similaire. En outre, les obligations municipales présentent un taux de recouvrement passé supérieur à celui des obligations d'entreprises. Par conséquent, même si les défauts sur les obligations municipales sont susceptibles d'augmenter, ils soutiennent favorablement la comparaison avec les défauts sur les obligations d'entreprises.

Néanmoins, ceux qui investissent dans ce type de titres doivent mettre l'accent sur la sélection des émetteurs, en privilégiant ceux qui ont des sources de revenus diversifiées et une bonne situation financière. Les taux de défaut relativement bas ne doivent pas amener les participants au marché à relâcher leur vigilance dans la mesure où des États et des collectivités territoriales de premier plan aux États-Unis connaissent de très sérieuses difficultés budgétaires.

En bref, lorsque l'on investit dans ce segment il est important de faire ses devoirs. « Disons tout simplement qu'une obligation municipale notée BBB n'a pas grand-chose à voir avec une obligation d'entreprise notée BBB », note Colin Dowdall.

Les assureurs n'ont plus peur de sortir des sentiers battus

Il fut un temps où les compagnies d'assurances étaient réticentes à sortir des sentiers battus mais la situation est en train de changer rapidement. « La désaffection pour les obligations souveraines au profit des actifs privés est en train de s'accélérer. En particulier, le marché de la dette privée connaît un essor notable depuis la crise financière de 2008 », souligne Estelle Castres,



Responsable Monde - Grands comptes assurances.

Autrefois réservée aux entreprises de moindre envergure, la dette privée est désormais émise par de grandes entreprises un peu partout dans le monde. Les grands émetteurs sont de plus en plus attirés par le placement privé car cela leur permet de diversifier la structure de leur capital et implique moins de contraintes déclaratives. En outre, les investisseurs en dette privée comme les assureurs sont davantage enclins que les banques à acquérir des titres à échéance très lointaine.

La prime de rendement de la dette privée est de l'ordre de 30 points de base par rapport à un profil de risque similaire au sein de la catégorie des obligations d'entreprises. Toutefois, les investisseurs doivent faire très attention aux émetteurs et à la façon dont ils présentent leurs résultats financiers, ainsi qu'aux covenants convenues entre les deux parties.

Conjuguer l'expertise du crédit et la connaissance du marché de l'assurance

Même si les marchés du crédit regorgent d'opportunités, l'expertise dans le domaine des obligations crédit qui recèlent de la valeur est bien plus rare.

« Chez Loomis Sayles, en plus de nos gérants de portefeuille et de nos analystes, nous disposons de 55 analystes d'entreprises au sein de notre équipe de recherche crédit, qui évaluent les émetteurs en passant au crible l'ensemble de la structure de leur capital, explique Colin Dowdall. Ce n'est pas courant pour une société d'investissement et cela veut dire que nous pouvons bâtir de meilleurs réseaux et investir dans des titres de créance de rang inférieur dans la structure des capitaux des entreprises. »

Des ressources basées dans le monde entier sont importantes pour l'analyse crédit et la gestion de portefeuilles dans différents pays, mais aussi pour évaluer les besoins des assureurs. « Nous disposons de ressources qui peuvent engager le dialogue avec des compagnies d'assurance aux États-Unis, en Europe et en Asie », souligne Colin Dowdall. La connaissance des marchés locaux permet une allocation d'actifs plus vaste et une meilleure évaluation des aspects réglementaires. Les charges en capital sur les différents types de titres de créance varient d'un pays à l'autre et il peut s'avérer coûteux d'investir dans les actifs qui font l'objet d'une charge élevée.

« Il faut être proche des clients localement pour connaître leurs besoins et savoir comment mettre à profit notre profondeur d'analyse et nos ressources pour trouver la bonne solution, ajoute Colin Dowdall.

Cette dernière peut être réalisée sur mesure, impliquer le recours à des fonds ou nécessiter une diversification accrue, par titres de créance et géographique. Ou alors une combinaison de toutes ces approches. » « Aujourd'hui, cela implique fréquemment l'intégration de critères ESG et, pour les assureurs les plus évolués, une allocation à l'investissement à impact », ajoute Estelle Castres.

Conclusion : trouver les stratégies adaptées à vos besoins

Les assureurs doivent désormais disposer d'un large éventail de stratégies obligataires différenciées. Il s'agit d'une réaction naturelle à l'incertitude, à la volatilité et à la persistance de faibles rendements obligataires.

Les assureurs doivent être convaincus que chaque stratégie a une philosophie d'investissement cohérente qui répond à leurs besoins. Or les assureurs ont des besoins complexes pas toujours faciles à exprimer, c'est pourquoi un bon nombre d'entre eux se tournent vers des gérants d'actifs qui ont une bonne connaissance et une grande expérience de leur secteur et des actifs rémunérateurs qu'il leur faut.

Rédigé en mars 2021



Additional Notes

Le présent document est fourni uniquement à des fins d'information aux prestataires de services d'investissement ou aux autres Clients Professionnels ou Investisseurs Qualifiés et, lorsque la réglementation locale l'exige, uniquement sur demande écrite de leur part. Le présent document ne peut pas être utilisé auprès des clients non-professionnels. Il relève de la responsabilité de chaque prestataire de services d'investissement de s'assurer que l'offre ou la vente de titres de fonds d'investissement ou de services d'investissement de tiers à ses clients respecte la législation nationale applicable.

En France : Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers International - Société de gestion de portefeuilles agréée par l'Autorité des Marchés Financiers sous le n° GP 90-009, société anonyme immatriculée au RCS de Paris sous le numéro 329 450 738. Siège social: 43 avenue Pierre Mendès France, 75013 Paris.

Au Luxembourg : Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A. – Société de gestion luxembourgeoise agréée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier, société anonyme immatriculée au RCS de Luxembourg sous le numéro B115843. 2, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg.

En Belgique : Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A., Belgian Branch, Gare Maritime, Rue Picard 7, Bte 100, 1000 Bruxelles, Belgique

En Suisse : Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers, Switzerland Sàrl, Rue du Vieux Collège 10, 1204 Genève, Suisse ou son bureau de représentation à Zurich, Schweizergasse 6, 8001 Zürich.

Les entités susmentionnées sont des unités de développement commercial de Natixis Investment Managers, la holding d'un ensemble divers d'entités de gestion et de distribution de placements spécialisés présentes dans le monde entier. Les filiales de gestion et de distribution de Natixis Investment Managers mènent des activités réglementées uniquement dans et à partir des pays où elles sont autorisées. Les services qu'elles proposent et les produits qu'elles gèrent ne s'adressent pas à tous les investisseurs dans tous les pays.

Bien que Natixis Investment Managers considère les informations fournies dans le présent document comme fiables, y compris celles des tierces parties, elle ne garantit pas l'exactitude, l'adéquation ou le caractère complet de ces informations.

La remise du présent document et/ou une référence à des valeurs mobilières, des secteurs ou des marchés spécifiques dans le présent document ne constitue en aucun cas un conseil en investissement, une recommandation ou une sollicitation d'achat ou de vente de valeurs mobilières, ou une offre de services. Les investisseurs doivent examiner attentivement les objectifs d'investissements, les risques et les frais relatifs à tout investissement avant d'investir. Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de (des) l'auteur (s) référencé(s). Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.

Le présent document ne peut pas être distribué, publié ou reproduit, en totalité ou en partie.

Tous les montants indiqués sont exprimés en USD, sauf indication contraire.

Loomis, Sayles & Company, L.P.

Affilié de Natixis Investment Managers,
Enregistrée auprès de la U.S. Securities and Exchange
Commission (IARD N°105377)
One Financial Center,
Boston, MA 02111, USA
www.loomissayles.com

Natixis Investment Managers

RCS Paris 453 952 681
Capital: €178 251 690
43 avenue Pierre Mendès France
75013 Paris, France
www.im.natixis.com