

# LE HUB

## PERSPECTIVES DE MARCHÉ

POUR LES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS

> Plus d'informations :  
Sur : <https://www.im.natixis.com/fr-institutional/le-hub>

## Buy and maintain

### Une alternative aux stratégies obligataires Buy and hold

#### Points clés :

- Une stratégie buy and maintain a deux objectifs : atteindre un niveau de revenu donné et s'assurer que les portefeuilles obligataires ne souffrent pas du risque de défaut lorsque les taux d'intérêt montent et que les économies surchauffent.
- Cette stratégie, axée sur le revenu, non-benchmarkée et indifférente à la valeur de marché du portefeuille, assure un suivi régulier du risque de crédit et le gère de manière active.
- S'ils ont de nombreux points communs, les gérants buy and maintain présentent également des différences importantes, comme le montrent les exemples d'Ostrum Asset Management et de Loomis, Sayles & Company

Deux défis se posent aux investisseurs institutionnels ayant des besoins bien définis en matière de cashflows : sélectionner les obligations les mieux adaptées à leurs passifs, puis gérer ces obligations jusqu'à ce que les passifs s'éteignent.

Le fait de ne vouloir relever que le premier défi - la sélection des titres les plus appropriés -, peut se révéler insuffisant. Les stratégies buy and hold sont utilisées depuis bien longtemps par les investisseurs en quête de rendement, mais elles pourraient ne pas être en mesure d'atteindre leur objectif face à l'évolution de la situation économique et des variations des taux d'intérêt.

En revanche, une stratégie buy and maintain cherche à atteindre un niveau de revenu donné et à s'assurer que les portefeuilles obligataires ne souffrent pas du risque de défaut lorsque les taux d'intérêt montent et que les économies surchauffent.

#### Pourquoi choisir une stratégie buy and maintain ?

La stratégie de gestion obligataire buy and maintain est très éloignée de l'approche généralement adoptée par les investisseurs pour construire leurs portefeuilles obligataires.

Il s'agit tout d'abord d'une stratégie qui a vocation à générer un revenu régulier pendant des périodes plus longues



**Farhat Selmi,**  
Gérant de portefeuille senior, Équipe de gestion obligataire assurantielle.  
Ostrum Asset Management



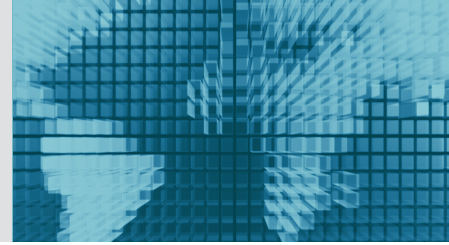
**Gene Morrison,**  
Relative return product manager  
Loomis, Sayles & Company

que celles de la plupart des fonds obligataires. Elle est particulièrement adaptée pour les compagnies d'assurance et autres institutions devant gérer des passifs définis sur le long terme.

Si de nombreux fonds obligataires sont censés à la fois assurer la croissance du capital et générer une performance positive, l'approche buy and maintain ne tient pas compte de la valeur de marché du portefeuille. Même si cela peut étonner certains investisseurs, le fait de générer des rendements permettant d'atteindre un objectif défini est plus important que la valeur accordée aux obligations par les autres investisseurs.

# LE HUB PERSPECTIVES DE MARCHÉ

POUR LES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS



La stratégie buy and maintain parvient à dégager des rendements réguliers en cherchant à tout prix à minimiser les pertes des portefeuilles. L'objectif des gérants de portefeuilles buy and maintain est de détenir des obligations jusqu'à leur échéance dans la mesure du possible, afin de réduire le taux de rotation et de maintenir le faible niveau des coûts de transaction.

Mais puisque les gérants buy and maintain ne tolèrent pas le risque de défaut, ils n'hésitent pas à vendre des obligations si leur profil de crédit se dégrade et que le risque de perte augmente. Ils n'autorisent donc aucun défaut comme peuvent le faire les gérants buy and hold, ce qui implique de suivre en permanence et de gérer activement les risques de crédit des portefeuilles.

## La gestion dynamique, un impératif

La stratégie buy and maintain n'est pas contrainte par un indice de référence. En effet, choisir une gestion benchmarkée reviendrait à brider la recherche de titres de qualité et de rendements réguliers, ce qui introduirait un "écart de duration" (duration mismatch). Avec une stratégie non-benchmarkée, les gérants de portefeuille sont en mesure de chercher des obligations au profil adéquat aux quatre coins du monde et sur tout le spectre du crédit (titres investment grade, prêts bancaires, titres à haut rendement, dette émergente, etc.). Ils peuvent également construire des portefeuilles sur mesure afin, par exemple, de s'adapter à certaines contraintes réglementaires ou imposées par le client.

S'ils ont de nombreux points communs, les gérants buy and maintain présentent également des différences importantes, comme le montrent les exemples d'Ostrum Asset Management et de Loomis, Sayles & Company, tous deux affiliés de Natixis Investment Managers.

## Ostrum Asset Management : un spécialiste de la gestion obligataire en euro

Ostrum Asset Management gère près de 260 milliards d'euros d'actifs,

dont environ deux-tiers pour le compte d'assureurs. L'approche buy and maintain n'est pas réservée aux assureurs, mais c'est bien cette catégorie de clientèle qui est la plus intéressée par cette stratégie.

Cela fait plus de 40 ans qu'Ostrum gère des actifs pour des assureurs et la société peut se prévaloir d'avoir déjà géré plus de 80 portefeuilles assurantiels investis en obligations pour près de 25 clients. Ostrum est en mesure de piloter des mandats de gestion pour des assureurs en respectant des contraintes réglementaires, de risque et fiscales, et de créer des mandats sur mesure avec un reporting personnalisé.

## Savoir anticiper l'évolution de la qualité du crédit

Grâce aux moyens à sa disposition, Ostrum AM peut assurer une couverture la plus large possible sur le plan géographique et des titres individuels. La société mobilise ses vastes capacités d'analyse pour déceler avant le marché l'évolution présumée de la qualité de crédit.

L'approche buy and maintain d'Ostrum AM ressemble à celle d'un responsable de l'octroi des prêts (loan officer) : il lui faut prendre des décisions en fonction de la performance absolue à long terme d'une entreprise en matière de crédit, et non des décisions d'arbitrage trimestrielles reposant sur les valorisations (élevées ou faibles) des instruments, selon la phase en cours du cycle économique. Pour construire et gérer des portefeuilles buy and maintain efficaces, il convient donc d'adopter une approche différente et d'avoir un processus d'investissement obligataire complètement différent.

La construction du portefeuille initial joue un rôle majeur dans le dispositif d'investissement d'Ostrum. La société affiche deux convictions : la gestion de portefeuilles devrait se faire par rapport à un benchmark personnalisé et non par rapport à un indice public et la sélection des titres devrait reposer sur une recherche crédit rigoureuse et non sur des notations accessibles au public. L'approche d'Ostrum consiste donc à construire des portefeuilles de

manière intelligente, dont les positions sont gérées activement tout au long des cycles économiques.

## Personnaliser, acheter et conserver

Le processus d'investissement d'Ostrum débute par la détermination de l'univers d'investissement en fonction des contraintes des clients. Cela impose une analyse approfondie du passif et des objectifs des investisseurs, et des contraintes qui s'imposent à eux pour atteindre ces objectifs. Par exemple, les investisseurs peuvent être obligés d'investir exclusivement dans des obligations investment grade, de fixer une durée cible et de respecter les objectifs de la Directive Solvabilité II concernant le capital de solvabilité requis (SCR).

L'étape suivante consiste à sélectionner les instruments de crédit les plus appropriés. Ce processus est alimenté par l'équipe interne de recherche crédit d'Ostrum, qui est l'une des sociétés de gestion européennes les plus étoffées avec plus de 20 analystes crédit couvrant les marchés américain, européen et asiatique. Les gérants buy and maintain d'Ostrum ont notamment accès aux résultats de la recherche macroéconomique, de la recherche crédit, de la recherche quantitative, aux connaissances des stratèges et des Sector Teams spécialisées et à une table de négociation.

"Selon nous, le principal intérêt de notre stratégie buy and maintain est la rigueur de son approche et la profondeur de l'analyse des émetteurs et des instruments", explique Farhat Selmi, gérant de portefeuille senior au sein de l'équipe de gestion obligataire assurantielle.

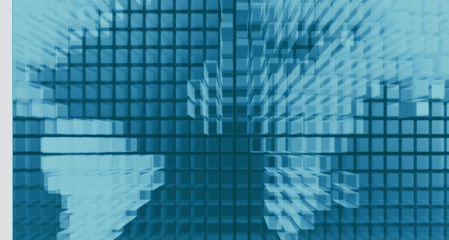
Les analystes crédit d'Ostrum fournissent à l'équipe de gestion des vues prospectives à long terme qui ont vocation à ajuster le score de crédit d'un émetteur préalablement aux annonces des agences de notation. C'est ce travail d'anticipation qui permet de réduire le risque de dévalorisation des titres.

A l'aide des notations internes, les gérants peuvent composer leur portefeuille de manière à optimiser son

# LE HUB

## PERSPECTIVES DE MARCHÉ

POUR LES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS



profil risque/performance prévisionnel et sa durée. Pour assurer un pilotage dynamique de ses portefeuilles buy and maintain, composé en moyenne de 100 à 150 lignes, Ostrum peut investir dans un large éventail de classes d'actifs et d'instruments de crédit et selon divers niveaux de durée.

La troisième étape consiste à piloter le portefeuille en assurant un suivi actif des investissements pour anticiper les dégradations et éviter des ventes forcées. Les gérants de portefeuille d'Ostrum préfèrent détenir les titres individuels jusqu'à leur échéance, mais ils les vendront si la probabilité de défaut augmente et les remplaceront par des instruments présentant un meilleur profil de crédit.

Les gérants ont aussi la possibilité de faire des arbitrages entre les marchés primaire et secondaire, ainsi qu'entre les secteurs et les différentes échéances de la courbe des taux. "Cette latitude nous permet par exemple d'arbitrer des titres émis par une même entreprise mais sur des marchés différents et avec des échéances différentes", précise Farhat Selmi.

Le revenu attendu de la stratégie dépend du market timing, et s'établit généralement entre 0,5 % et 2 %. "Compte tenu de la capacité de la stratégie à réduire considérablement la sensibilité au cycle de crédit et au risque de perte, un environnement de hausse des taux aura un impact plus faible sur les positions de nos clients que sur les portefeuilles benchmarkés", continue-t-il.

Autrement dit, si les autres investisseurs présents sur le segment du crédit auront peut-être besoin de vendre leurs positions en raison de la normalisation des taux d'intérêt, les investisseurs buy and maintain seront en mesure d'affronter les turbulences potentielles.

### **Loomis Sayles: a leader in credit research**

Loomis Sayles' investment pedigree goes back nearly a century. The firm is widely recognized for its credit

research expertise and security selection has consistently contributed to long-term performance.

### **Loomis Sayles : l'un des leaders de la recherche crédit**

Loomis Sayles possède près d'un siècle d'expérience dans le domaine de l'investissement. La société est largement reconnue pour son expertise en recherche crédit et pour l'impact régulièrement favorable de sa sélection des titres sur ses performances à long terme.

### **Un recentrage sur les besoins des clients**

Les stratégies buy and maintain de Loomis Sayles sont nées d'un partenariat avec ses clients institutionnels. Ces stratégies ont été développées pour répondre aux besoins des clients des secteurs de la banque et de l'assurance qui souhaitent investir dans des instruments de grande qualité et générateurs de revenus, et dont le rendement était régulièrement plus élevé que leurs passifs financiers.

En 2014, l'équipe Relative Return a collaboré avec la table de négociation de devises de Loomis Sayles pour commencer à proposer des stratégies buy and maintain entièrement couvertes contre le risque de change supporté par le client étant donné sa devise de base, afin d'aider notamment ceux dont la devise de base n'était pas le dollar à s'affranchir de l'instabilité des marchés des changes. Loomis Sayles offre désormais des solutions de couverture complètes ou partielles aux clients cherchant à réduire ou à neutraliser leur exposition aux devises. En couvrant intégralement leurs portefeuilles, les investisseurs non-américains peuvent accéder aux marchés obligataires américains qui offrent des rendements plus élevés que ceux de la plupart des autres grands marchés de taux mondiaux. Outre les stratégies buy and maintain investies dans des obligations US investment grade et gérées par l'équipe Relative Return, Loomis Sayles propose des stratégies buy and maintain

investies dans la dette des marchés émergents, les prêts bancaires et les obligations high yield.

Les stratégies buy and maintain de l'équipe Relative Return de Loomis Sayles reposent sur une collaboration rigoureuse entre tous les pôles de la société. Ainsi, l'équipe de gestion, les analystes crédit, l'équipe de recherche quantitative et les traders travaillent main dans la main pour construire des portefeuilles optimisés.

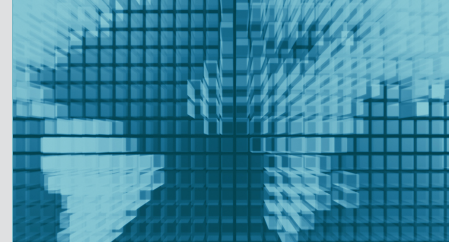
### **Un processus d'investissement simple mais puissant**

La première étape du processus d'investissement est la conception du portefeuille, lors de laquelle l'équipe définit un univers d'investissement en fonction des besoins des clients et des limites propres à la stratégie interne. Conjointement avec le client, l'équipe détermine la maturité souhaitée, la tolérance au risque, la qualité de crédit moyenne, les allocations géographique et sectorielle et les contraintes en matière d'ISR. Le client peut aussi ne pas vouloir investir dans ses propres émissions ou celles de ces concurrents, ou encore éviter de s'exposer à des secteurs déjà bien représentés dans les autres poches de son portefeuille global.

Étape suivante, la construction du portefeuille. Des techniques d'optimisation de portefeuille sont utilisées pour mieux comprendre les arbitrages potentiels en termes de profil de risque/rendement. L'équipe passe ensuite en revue tous les émetteurs individuels ainsi que les caractéristiques du portefeuille global pour qu'elles coïncident au maximum avec la structure du portefeuille souhaité. À l'issue de ces étapes, l'équipe enclenche la phase "Ramp up" (montée en puissance) lors de laquelle elle détermine un horizon d'investissement et lance le processus d'exécution.

### **Un système interne de notation de crédit**

A l'image d'Ostrum, Loomis Sayles accorde une grande importance à



la recherche crédit. Née en 1926, la société possède l'un des plus anciens systèmes de notation de crédit aux États-Unis. Les professionnels de la recherche crédit de Loomis Sayles produisent les analyses fondamentales qui sous-tendent tout le processus d'investissement buy and maintain. Grâce à son expertise en sélection de titres, la société peut minimiser l'impact des événements de crédit défavorables et adopter une approche "value" à long terme avec une rotation minimale.

"Nous nous assurons que chaque obligation en portefeuille possède des fondamentaux solides et qu'elles toutes seront en mesure de générer un revenu et de rembourser le principal", déclare Gene Morrison, gérant de portefeuille Relative return chez Loomis Sayles.

Outre les informations obligatoires publiées par la société, les analystes adoptent une approche globale en passant en revue ses concurrents, ses fournisseurs et sa base de clients. L'équipe intègre aussi dans son analyse les changements de grande ampleur des fondamentaux qui peuvent être constatés au niveau des secteurs ou sur le plan macroéconomique. L'équipe évalue également la manière dont les équipes de direction traitent les porteurs d'obligations et les actionnaires. Par exemple, "les informations qu'elles communiquent sur leur notation de crédit sont-elles mitigées ?" explique

Gene Morrison. "Si la direction s'engage à conserver sa notation A, va-t-elle tenir sa parole ?"

Les gérants de portefeuille peuvent vendre un instrument de crédit si ses fondamentaux se détériorent ou s'ils vont subir une évolution radicale, mais ils ne se préoccupent pas des mouvements des prix à court terme, en particulier dans le cadre de mandats buy and maintain.

### **Des outils servant à optimiser la liquidité et le rendement**

"Nos règles internes en matière de liquidité sont essentielles pour être à la hauteur des attentes des clients. Sans elles, on risque de promettre des rendements très élevés reposant sur un portefeuille modèle d'obligations illiquides et de ne pas être en mesure d'acheter le contenu du portefeuille sur le marché car les titres ne sont pas disponibles », explique Gene Morrison. « Nous cherchons à faire fructifier le capital des investisseurs et à en extraire rapidement le rendement visé. C'est pourquoi nous privilégions les instruments liquides dans notre processus."

Loomis Sayles utilise également d'autres outils quantitatifs développés en interne. "L'un de nos systèmes nous permet de maximiser rapidement le rendement par unité de risque" poursuit Gene Morrison.

"Si nous essayons d'atteindre le rendement cible d'un client, disons 4 %, mais que celui du portefeuille modèle n'est que 3,7 %, nous avons développé des outils qui analysent minutieusement les contraintes devant être modifiées pour atteindre cet objectif. Ensuite, nous expliquons au client les avantages et les inconvénients de ces modifications des contraintes avant qu'il ne nous donne son accord. Nous assurons également un suivi quotidien des rendements pour repérer à quel moment ils coïncident avec l'objectif du client. Grâce à ce suivi, nous nous tenons prêts à "monter en puissance" dès que l'objectif de rendement peut être atteint".

### **Tournez-vous vers des gérants buy and maintain possédant d'importantes capacités de recherche**

De nombreux gérants buy and maintain proposent une approche, orientée client. Mais pour mener à bien une telle stratégie, la recherche crédit joue souvent un rôle essentiel. Nous recommandons aux investisseurs intéressés par ces stratégies de solliciter un gérant possédant des moyens de recherche importants et capables d'évaluer précisément le risque de défaut et le potentiel de revenu de chaque instrument.

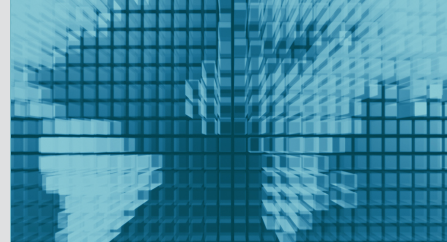
Rédigé le 23 mai 2018



# LE HUB

## PERSPECTIVES DE MARCHÉ

POUR LES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS



Le présent document et ses contenus constituent une présentation conçue et réalisée par Natixis Investment Managers, Ostrum Asset Management et Loomis, Sayles & Company 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 23 mai 2018 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.

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.

**Dans les pays francophones de l'UE** Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A. ou sa succursale Natixis Investment Managers Distribution. Natixis Investment Managers 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 Natixis Investment Managers S.A. : 2, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg. France : Natixis Investment Managers Distribution (immatriculée sous le numéro 509 471 173 au RCS de Paris). Siège social : 43 avenue Pierre Mendès France, 75013 Paris.

**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.

#### **Ostrum Asset Management**

Un affilié de Natixis Investment Managers  
Société Anonyme  
Capital €50 434 604.76  
Agréé par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF)  
sous le numéro GP 90-009  
RCS Paris n°329 450 738  
43 avenue Pierre Mendès France  
75013 Paris  
[www.ostrum.com](http://www.ostrum.com)

#### **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](http://www.loomissayles.com)

#### **Natixis Investment Managers**

RCS Paris 453 952 681  
Capital: €178 251 690  
43 avenue Pierre Mendès France  
75013 Paris  
[www.im.natixis.com](http://www.im.natixis.com)