

Quand gestion assurantielle et gestion active font bon ménage (Tribune)

16/05/2019 à 15h40



Ostrum Asset Management Selmi Farhat, responsable de l'équipe de gestion obligataire assurantielle chez Ostrum Asset Management.

Le contexte durable de taux bas ne fait pas l'affaire des portefeuilles obligataires des assureurs. Comment concilier gestion opportuniste plus dynamique et gestion assurantielle ? Selmi Farhat, responsable de l'équipe de gestion obligataire assurantielle chez Ostrum Asset Management (ex Natixis AM), a sa petite idée, qu'il partage dans une tribune.

La **gestion obligataire assurantielle** connaît actuellement des heures bien délicates. Le nivellement vers le bas de la richesse actuarielle moyenne est bien visible d'une année à une autre. Le contexte de **taux d'intérêt** résolument bas et qui risque de perdurer n'aide pas, en effet, à optimiser les portefeuilles dont la performance dépend en grande partie des niveaux de portage figés au fil du temps. Comment, dès lors, réussir à tirer profit de certains épisodes de volatilité (aussi bien sur les taux que sur les spreads de crédit) – de plus en plus rares ? Comment

aborder une gestion « opportuniste », tout en répondant à l'objectif premier de toute bonne gestion assurantielle, à savoir maintenir un équilibre du bilan entre actif et passif, en assurant autant que possible une certaine régularité de revenus ?

Dans ce contexte, il est intéressant de noter que la stratégie de « *Buy and Hold* », souvent employée dans la gestion obligataire assurantielle, trouve ses limites. En conséquence, pour amortir la baisse inévitable de la richesse actuarielle des portefeuilles, il est aujourd'hui indispensable d'aborder une gestion obligataire assurantielle plus dynamique.

Dans le cadre d'une stratégie de « *Buy and Maintain* » différenciée, nous avons dénombré **cinq sources principales de valeur ajoutée** à privilégier.

D'abord, celle de **l'allocation**, au sens classique du terme, c'est-à-dire la répartition entre le crédit et la dette souveraine des investissements à réaliser. Cette source reste le premier moteur de performance, même dans ce contexte de taux bas. Il suffit de voir la volatilité et la déformation des spreads de crédit par rapport aux taux souverains pour s'en convaincre. Une bonne allocation se construit en fonction de la configuration des marchés et doit s'apprécier finement : il ne faut pas hésiter à l'actualiser opportunément.

Deuxième source : **la diversification**. Cette dernière a plusieurs facettes dans sa mise en œuvre, allant d'une diversification classique de type géographique-sectorielle à la diversification même des stratégies d'investissement. En fonction de la volatilité, investir par exemple en titres libellés en devises autre que l'euro, mais hedgés par des swaps de change, peut s'avérer utile et il ne faut pas s'en priver. Investir sur des émetteurs se situant sur la frontière IG/HY ayant des perspectives positives est aussi un axe de diversification. De même, investir sur des titres non notés par les agences de notations et/ou à travers des placements privés est dans certains cas une autre source de diversification. Mais investir sur des émetteurs non notés ou acheter des titres « *crossover* » nécessite une conviction forte de la part des gérants.

De manière générale, la gestion assurantielle qui se veut une gestion de conviction et de long terme, trouve dans la diversification un levier pour réduire le risque de défaut moyen identifié dans les portefeuilles. C'est en élargissant le spectre de la diversification que l'on peut tirer pleinement profit de cette source de valeur ajoutée. C'est à ce prix que l'on peut véritablement s'affranchir d'une gestion benchmarkée pour aller chercher de la performance là où le marché cale.

Troisième source : **le timing**. La construction d'un portefeuille suppose obligatoirement une phase d'achat/montée en charge qu'il va falloir optimiser. Contrairement à ce que l'on peut croire, le véritable risque encouru par les portefeuilles assurantiels obligataires réside plutôt dans une poursuite de baisse des taux, et beaucoup moins dans la hausse des taux. En ce sens, les quelques mouvements de tensions-corrrections haussières sur les taux est une opportunité pour surpondérer les investissements, voire investir par anticipation. À titre d'exemple, l'un de nos gros portefeuilles a réussi à capter 20 points de base supplémentaires sur 2 ans par rapport à une gestion au fil de l'eau (selon un algorithme bien défini), grâce à cette optimisation du timing d'investissement.

Quatrième source de valeur ajoutée : **la gestion du risque**. Dans le cadre d'une gestion de conviction, contrairement à ce que l'on peut constater dans le cadre de la stratégie de « *Buy and Hold* », il peut être intéressant de vendre les titres avant échéance. Pour cela, il est nécessaire de s'appuyer sur une équipe de recherche crédit spécialisée et intégrée. Chez **Ostrum AM**, celle-ci a même développé sa propre méthodologie de notation, de manière à pouvoir challenger et anticiper les décisions des agences de notation classiques. Pendant les périodes de stress de crédit, les vues fondamentales des analystes ont été d'une extrême utilité pour décider ou non de se séparer de certains crédits très chahutés. Dans ces mêmes mouvements de stress, renforcer ces crédits, en bénéficiant d'une bonne vision de crédit fondamentale, peut-être une « aubaine » pour capter un rendement supplémentaire.

Cinquième et dernière source de valeur ajoutée : **les arbitrages**. Et c'est là où la gestion « *Buy and Maintain* » avec un biais dynamique se distingue des autres. Pour naviguer dans un contexte de taux bas, il faut en effet faire preuve d'opportunisme. Et pour cela, il ne faut pas hésiter à arbitrer le stock de titres déjà accumulé ; arbitrages entre classes d'actifs, secteurs, différents segments de maturités (arbitrage de courbe, etc), marché primaire vs marché secondaire. Sans oublier que ces opérations d'arbitrage ne doivent en aucun cas occulter le fait que nous travaillons toujours dans une optique de long terme, afin de trouver le meilleur couple rendement-risque, et non pour optimiser un couple de rendement répondant à une logique de pari tactique (sur le court terme). Cette différence est cruciale dans la philosophie d'arbitrage de notre stratégie de « *Buy and Maintain* » assurantielle.

Il est donc faux de penser que la gestion obligataire assurantielle est forcément passive ou du moins inactive. Compte tenu de la situation macroéconomique actuelle et de ses conséquences sur la politique monétaire internationale, il ne faut pas compter sur une remontée des taux à court terme. Il est par conséquent important

L'ARGUS] de l'assurance

d'aller capter des écarts de spread dans le cadre d'une gestion dynamique qui n'exclut pas une approche prudente et de long terme. Et pour cela, la stratégie « *Buy and Maintain* » est la plus efficace du moment.

¹ Le « *Buy and Hold* » désigne une stratégie d'investissement dans laquelle un investisseur achète des titres de créances et les garde en portefeuille jusqu'à leurs maturités.

² La stratégie « *Buy and Maintain* » est soumise notamment à des risques de perte de capital (risque de défaut), des risques de taux et des risques de change.