

La diversification d'une poche obligataire : le dilemme du gérant

Par **Julien Petit** et **M'Hamed Fenniri**, gérants obligataires chez Ostrum Asset Management

Diversification et gestion de portefeuilles obligataires vont souvent naturellement de pair. Deux raisons à cela : d'une part, parce que la multitude et la variété des classes d'actifs sous-jacentes au marché obligataire font le grand écart entre l'actif considéré le plus sûr au monde (le Treasury note) et la dette d'entreprises fragiles financièrement (les obligations à haut rendement ou High Yield). D'autre part, parce qu'au niveau « inférieur », c'est-à-dire au sein des indices, ces classes d'actifs contiennent des centaines de titres variés.

Ce constat est plus nuancé si l'on se replonge dans le contexte de politiques monétaires ultra accommodantes de ces dix dernières années, qui a profondément modifié les régimes de corrélation intra classe d'actifs du marché obligataire. Les comportements de type FOMO et de « hunt for yield » ont mis sur la touche le régime traditionnel qui voulait que les actifs dits « non risqués » et « risqués » présentent des corrélations négatives à faibles. Durant cette période récente de marchés administrés –

à l'exception du marché de la dette à haut rendement qui conserva cette caractéristique –, les différents segments du marché obligataire sont restés très corrélés. Le marché de la dette High Yield dont la partie prépondérante du rendement provient de son spread de crédit a ainsi échappé à ce phénomène d'homogénéité des performances qui rendait la diversification difficile (voire inefficace) au niveau de l'allocation.

Sur le point plus spécifique des indices qui représentent les différentes classes d'actifs du marché obligataire, la nuance est également de mise. On observe une très forte concentration au sein de ces indices, comme on peut le constater sur les quelques indices obligataires phares illustrés ci-dessous. Ainsi, pour un investisseur en recherche d'une allocation spécifique sur un des segments du marché obligataire, il est donc crucial d'aller chercher la gestion active, sous peine de se retrouver extrêmement concentré sur certains risques, secteurs, émetteurs.

TAUX	CRÉDIT
Indice Euro Aggregate <ul style="list-style-type: none"> • Souverain 56 % • Quasi Souverain 10 % • Covered 7 % • Credit 27 % 	Indice IG BEAC <ul style="list-style-type: none"> • 20 émetteurs / 680 = 20 % Benchmark • 18 émetteurs = 25 % DTSS Benchmark
Indice Souverain <ul style="list-style-type: none"> • 4 émetteurs / 19 = 80 % de l'indice en poids • 5 émetteurs / 19 = 50 % DTSS 	Indice HY HEC4 <ul style="list-style-type: none"> • 15 émetteurs / 328 = 25 % Benchmark

Source : Indices Bloomberg Euro Aggregate, Bloomberg Euro Aggregate Corporates (BEAC), Bloomberg Euro Aggregate Treasury, ICE BofA Euro High Yield BB-B contraint (HEC4), données au 30/08/2023. Ces informations sont des exemples simplifiés et schématisés donnés à titre d'illustration et dans un but pédagogique. Elles ne sont pas exhaustives et ne représentent pas des vues, un portefeuille ou un processus de gestion spécifiques ni des recommandations d'investissement.

Le besoin de disposer d'une politique concernant la diversification dans la gestion obligataire est donc clairement établi. Deux camps s'opposent lorsqu'il s'agit de la construire : d'une part, les partisans d'une gestion prétendument « super active », qui ne se ferait qu'en concentrant fortement les portefeuilles et pour qui la diversification n'aurait pour seule utilité que de masquer un manque de convictions. Ces derniers cherchent surtout à décrédibiliser la gestion passive en y assimilant toute une partie du paysage de la gestion d'actifs. D'autre part, un autre camp qui continue à utiliser les principes de Markowitz¹ – certes, souvent d'une manière assez peu créative. En pratique, cela se traduit par l'empilement de contraintes quantitatives dans les portefeuilles et une gestion qui finalement s'apparente à de la gestion des risques « basique ».

Notre rôle, en tant que gérants actifs de premier plan sur le marché obligataire est de nous éloigner de ce débat stérile (et très marketing), notamment par la construction d'une philosophie unique de la gestion obligataire et de la diversification de nos portefeuilles.

Plusieurs autres problématiques se posent :

- En construction de portefeuille, les vues négatives incitent à éliminer des classes d'actifs, émetteurs, secteurs, instruments... L'affaiblissement de la diversification effective des portefeuilles en est une conséquence. Comment y remédier ?
- Des expertises complémentaires sont donc nécessaires sur les classes d'actifs/émetteurs utilisées, pour diversifier nos allocations efficacement et de façon éclairée. Ce qui implique qu'il est crucial de pouvoir

s'appuyer sur une plateforme complète et intégrée de recherche macroéconomique, stratégie, crédit et ESG ;

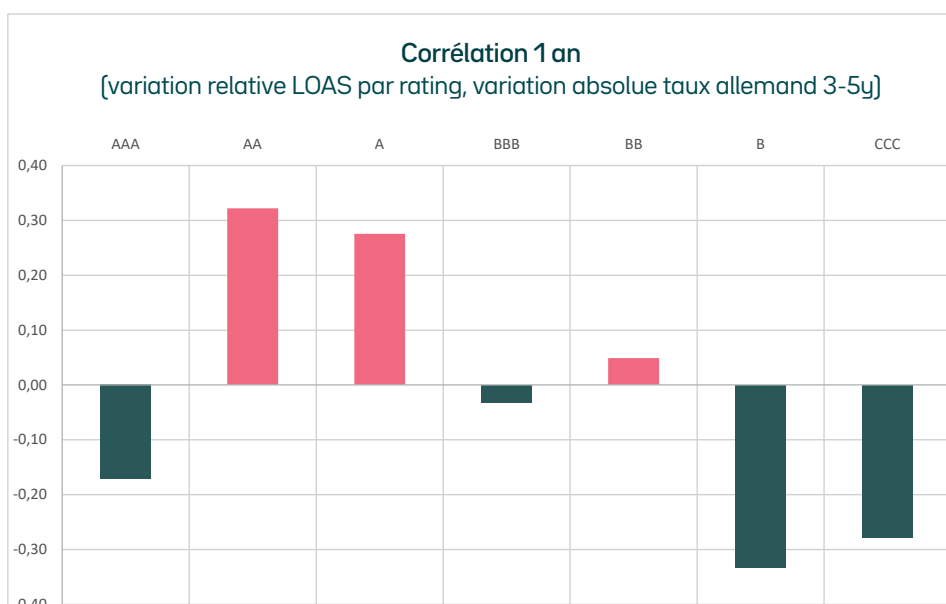
- Quid de la diversification pour certaines classes d'actifs dites « sans risque » qui ont montré leur extrême corrélation – dans les pertes – pendant la crise souveraine européenne ?
- La diversification présente un apport marginal, voire nul, passé un certain degré de granularité.
- En gestion benchmarkée : La « surdiversification » fait peser le risque de se rapprocher de la gestion passive. Comment garder alors une corrélation au benchmark, tout en générant de la surperformance ?

Afin de répondre à ces différents problèmes, nous apportons, en premier lieu, et de manière périodique, une réponse au « dilemme du gérant » que l'on peut formuler comme suit : **favoriser une gestion de conviction et une concentration des expositions pour extraire de la surperformance ou privilégier un style moins agressif en diluant le risque de marché et en privilégiant la réduction systématique du risque « spécifique ».**

La réponse est d'abord un choix de style de gestion qui s'appuie sur l'étude historique et prospective des régimes de marché. En analysant finement les régimes de corrélations entre classes d'actifs du marché obligataire illustrées ci-dessous, nous identifions des segments de marché au pouvoir et/ou au potentiel décorrélant qui peuvent faire l'objet d'une allocation. Nous choisissons ainsi, au tout début de nos processus d'investissement, un niveau de diversification/concentration cadre. Celui-ci est périodiquement réévalué.

CORRÉLATION		L-OAS										YIELD
		LECPREU	HEC4	BEYHTREU	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC	Taux All 3-5y
L-OAS	LECPREU	1.00	0.61	0.45	0.42	0.93	0.97	0.57	0.73	0.10	0.62	0.17
	HEC4	0.61	1.00	0.68	0.12	0.47	0.57	0.44	0.82	0.75	0.68	-0.23
	BEYHTREU	0.45	0.68	1.00	-0.21	0.30	0.38	0.44	0.61	0.29	0.59	-0.16
	AAA	0.42	0.12	-0.21	1.00	0.31	0.34	0.50	0.27	-0.17	0.23	-0.17
	AA	0.93	0.47	0.30	0.31	1.00	0.98	0.36	0.60	0.05	0.34	0.32
	A	0.97	0.57	0.38	0.34	0.98	1.00	0.44	0.67	0.13	0.46	0.28
	BBB	0.57	0.44	0.44	0.50	0.36	0.44	1.00	0.57	-0.07	0.63	-0.03
	BB	0.73	0.82	0.61	0.27	0.60	0.57	0.57	1.00	0.32	0.53	0.05
	B	0.10	0.75	0.29	-0.17	0.05	0.13	-0.07	0.32	1.00	0.38	-0.33
	CCC	0.62	0.68	0.59	0.23	0.34	0.46	0.63	0.53	0.38	1.00	-0.28
YIELD	Taux All 3-5y	0.17	-0.23	-0.17	-0.17	0.32	0.28	-0.03	0.05	-0.33	-0.28	1.00

1. La théorie moderne du portefeuille, développée par Harry Markowitz dans les années 1950, définit le processus de sélection de titres pour créer le portefeuille le plus efficient possible, c'est à dire qui possède la rentabilité maximum pour un niveau de risque minimum.



Source : Ostrum Asset Management, données au 30/08/2023. Ces informations sont des exemples simplifiés et schématiques donnés à titre d'illustration et dans un but pédagogique. Elles ne sont pas exhaustives et ne représentent pas des vues, un portefeuille ou un processus de gestion ni des recommandations d'investissement.

Une fois ce choix opéré, nous nous appuyons sur une construction de portefeuille multi-dimensionnelle pour le mettre en œuvre.

Le choix du gérant est d'abord décliné, stratégie par stratégie, au regard des perspectives de performance et des objectifs portés par le portefeuille concerné, des caractéristiques des types de processus (dominante d'allocation ou de sélection de titres) et des classes d'actifs éligibles. Il est évident qu'une stratégie obligataire High Yield ira naturellement chercher plus de concentration qu'une stratégie purement Investment Grade, par exemple. Une stratégie 'Long/Short' aura par essence un risque de marché moins marqué, mais pourra faire l'objet d'une diversification accrue de ses thématiques, ainsi que des styles possibles (Event Driven, Arbitrage, Directionnel, Portage, Courbes, Normalisation...).

Ensuite, s'ouvre l'étape d'allocation. Nous procédons à la construction des portefeuilles modèles et réels, en allouant des budgets de risques, par « actif » ou « thématique » obligatoire diversifiante, au sein de chaque stratégie. C'est la raison pour laquelle il est fréquent pour nos gérants de recourir à des actifs dits « hors benchmarks » ou « non-core », dans l'objectif de réduire les risques et d'optimiser la performance.

Nous déclinons ensuite notre philosophie en utilisant une échelle plus fine et une étape qui consiste à nous appuyer sur la recherche fondamentale et l'analyse financière. Celle-ci nous permet de verrouiller le niveau de diversification effectif des portefeuilles. Nous étudions donc, au sein des secteurs/titres sur lesquels nous investissons, le niveau de « business » risque induit par l'activité des émetteurs obligataires en portefeuille. Nous

mesurons ce risque à l'échelle du portefeuille et étudions la corrélation effective de nos investissements sous cet angle. Par exemple, la thématique de l'exposition aux pénuries de semi-conducteurs a été un axe d'attention en termes de diversification. On pense aussi à l'impact de l'intelligence artificielle sur nos choix de secteurs/titres et comment cette problématique doit être prise en compte dans notre travail de diversification du « business risque ».

Enfin, la dernière étape de notre processus consiste à analyser les **facteurs techniques** de marché et finaliser la sélection de titres et l'allocation en fonction de critères tels que les flux secondaires et primaires, le positionnement, la valorisation et la performance. Ces indicateurs et facteurs doivent aussi être abordés dans le cadre d'un prisme de diversification. Par exemple, une surexposition d'un portefeuille à des segments de marché aux besoins de financements primaires trop importants fait peser un risque sur sa performance à terme. Il en va de même pour le positionnement – les segments de marché très ou « sur » investis ne peuvent que performer faiblement à la marge et offrent un potentiel de sous-performance important. Il convient donc de diversifier les investissements sous cet angle.

En substance, gérer un portefeuille obligataire consiste à équilibrer l'expression de convictions fortes en vue de générer de la performance et une résilience suffisante pour que cette performance soit renouvelable et stable.

Pour cela, il faut intégrer la diversification dans toutes les dimensions de la gestion, de la génération d'idées à la construction de portefeuille jusqu'à la sélection de titres. Au-delà de la recherche de stratégies « décorrélatantes », nous apportons de la diversification grâce à des stratégies sur lesquelles le gérant possède suffisamment d'expertise de façon à inclure des couples rendements et risques maîtrisés. **Il convient d'appréhender la diversification sous différents angles – classes d'actifs, secteurs, thématiques et styles –, puis d'affiner l'approche en analysant les risques sous-jacents en jeu, en particulier sur les classes d'actifs crédit.**

La diversification dans la gestion obligataire n'est donc pas antinomique avec une recherche de performance pure, mais plutôt un travail sur la qualité et la résilience de cette performance.

Finalement, à la phrase célèbre de Warren Buffet, « diversification is not a hedge for ignorance... », nous aurions pu ajouter « ... but a hedge for « unknowns » ».

Achévé de rédiger le 14/09/2023



Julien Petit et M'Hamed Fenniri,
gérants obligataires chez Ostrum Asset Management

OSTRUM AM - Société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des marchés financiers sous le n° GP-18000014 du 7 août 2018 - Société anonyme au capital de 50 938 997 euros - 525 192 753 RCS Paris - TVA : FR 93 525 192 753 Siège social : 43, avenue Pierre Mendès-France - 75013 Paris
www.ostrum.com

Tout investissement comporte des risques, y compris le risque de perte en capital. Aucune information contenue dans ce document ne saurait être interprétée comme possédant une quelconque valeur contractuelle. Ce document produit à titre purement indicatif, est destiné exclusivement à une clientèle professionnelle au sens de la MIF II constitue une présentation conçue et réalisée par Ostrum Asset Management à partir de sources qu'elle estime fiables. 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. Dans le cadre de sa politique de responsabilité sociétale et conformément aux conventions signées par la France, Ostrum Asset Management exclut des fonds qu'elle gère directement toute entreprise impliquée dans la fabrication, le commerce et le stockage de mines anti-personnel et de bombes à sous munitions. L'intégration des facteurs ESG renvoie à l'inclusion des questions ESG dans l'analyse et les décisions d'investissement. L'approche de l'intégration ESG varie en fonction des fonds. L'intégration des facteurs ESG n'implique pas nécessairement que les véhicules de placement cherchent également à générer un impact ESG positif.