

La gestion obligataire à l'heure des taux zéro

- **Placements** Dynagest fêtera l'an prochain ses 20 ans. La société genevoise réfléchit à son expansion en Suisse alémanique
- Ce leader de l'obligataire est à la pointe de l'innovation dans les techniques d'assurance de portefeuille

Emmanuel Garessus

Dynagest et ses associés fondateurs, René Sieber et Alexandre Kuhn ont développé au bout du lac un savoir-faire incontestable et aujourd'hui largement reconnu dans le conseil et la gestion obligataire, puis au sein des techniques d'assurance de portefeuille. Celles-ci s'étendent depuis des années à l'exposition aux risques de change («currency overlay») et plus récemment aux actions («equity overlay»).

La société, qui fêtera ses 20 ans l'an prochain, gère près de 5 milliards de francs d'actifs avec 20 collaborateurs. A Genève, son profil est plutôt unique sur le segment obligataire et les techniques d'assurance de portefeuille, même si l'on compte parmi ses concurrents, dans le «currency overlay», des acteurs tels que CTB Rothschild et BNP Paribas.

Si ses origines sont purement obligataires, Dynagest se définit aujourd'hui comme un gérant d'actifs de nature quantitative qui a développé une activité importante dans la gestion des risques, notamment dans les techniques d'assurance de portefeuille, et maintenu sa spécialisation initiale dans les taux fixes, explique au *Temps* Alexandre Kuhn. La réputation «obligataire» de cette boutique genevoise est toujours liée à celle des débuts «héroïques»

même si l'essentiel des affaires s'est déplacé vers les techniques d'assurance de portefeuille.

Dans le conseil obligataire, Dynagest maintient une activité de recherche. Le métier est en train de se modifier dans le sens où Dynagest est de plus en plus rémunéré à travers un mandat de conseil, par exemple pour le suivi des positions et le reporting.

Le cœur de l'activité, c'est donc la gestion des risques, notamment celui lié à l'exposition de change, à l'aide des techniques d'assurance de portefeuille afin d'offrir un profil de rendement asymétrique, soit de limiter la baisse tout en maintenant ouverte la participation à la hausse. La même approche a été appliquée à la gestion de l'exposition au risque de marché actions («equity overlay»). Le client, en général une caisse de pension, confie alors la gestion en «overlay» par exemple d'une position de 200 millions de dollars sur l'indice MSCI Etats-Unis.

Chez Dynagest, le «currency overlay» a démarré en 1996 déjà, sur le dollar/suisse, l'«equity overlay» apparaissant dans les années 2000. Actuellement, la pure assurance de portefeuille non-obligataire représente 70% des actifs gérés par Dynagest.

Les techniques ont énormément évolué. Dynagest n'applique plus que dans quelques produits

l'approche de la gestion à cliquets dite pure et dure, qui consiste à protéger impérativement un plancher ajustable uniquement à la hausse. Cette approche peut en effet s'avérer très coûteuse si la valeur du portefeuille baisse sur le niveau du plancher. «Nous avons rendu ces processus plus dynamiques, avec des mécanismes de reprise de risque après des phases de baisse du sous-jacent», explique René Sieber. Le but reste la création d'un vrai profil asymétrique.

Elles s'étendent depuis des années à l'exposition aux risques de change et aux actions

Avec l'adoption d'une approche dynamique, il s'agit toujours de vendre une partie du risque à la baisse et de le racheter à la hausse, mais avec une méthodologie de reprise d'exposition ou/et de maintien de celle-ci à un niveau minimum. Des produits grand public basés sur ce principe existent: des fonds avec des positions longues gérées en assurance de portefeuille.

La société genevoise a lancé en 1998 son premier fonds de placement appliquant la gestion à

cliquets aux obligations à long terme de première qualité, dans une version pure.

En 2005, une nouvelle génération de produits obligataires à cliquets a fait son apparition. Il s'agit de produits pour lesquels Dynagest gère un budget annuel de risque supplémentaire, l'autorisant, après une correction des cours, à reprendre de l'exposition aux obligations à long terme. Le mécanisme est prédéterminé sur la base d'un modèle statistique: la décision de reprise ne dépend pas du jugement du gérant. La performance est remarquable (avec depuis leur lancement des résultats nets de frais au-dessus de ceux des benchmarks).

Avec des taux extrêmement bas, l'écart entre taux courts et longs s'est réduit mais il demeure, ce qui justifie de telles techniques. L'investisseur obligataire sait qu'il peut aller sur du long terme et qu'en cas de hausse des taux, il dispose d'un mécanisme de protection. En cas de baisse des obligations à long terme, il est possible de reprendre du risque sur la base du budget prévu. Ces produits suppriment la question – délicate et rarement bien gérée – du moment de l'entrée ou de la sortie sur un marché. Ils constituent ainsi un vrai fond de portefeuille.

A fin juillet, le fonds Dynagest en dollar avait une durée de 7-8 ans et celui en euros de près

de 7 ans. Avec une baisse possible de 30 ou 40 points de base des taux longs, la performance attendue pourrait atteindre 3 à 4%.

A noter, toujours à fin juillet, que la performance nette sur un an du fonds en dollars était de 12.3%, et celle du fonds en euros de 10.6%.

Les coûts de ces techniques sont plus élevés que d'autres, avec un TER compris entre 1% et 1,3%, alors qu'un produit obligataire standard coûte entre 0,6% et 0,8%.

L'obligataire a aussi évolué. Il représente plus de 750 millions des actifs gérés par Dynagest, dont une part non négligeable dans des produits avec assurance de portefeuille. Avec l'arrivée en 2008 de nouvelles compétences dans le domaine quantitatif, Dynagest a développé une approche indiciaire globale dès 2009 dans les obligations d'entreprises. La société genevoise est aujourd'hui un des rares prestataires à offrir des fonds «Corporate» monde de type indiciaire, avec un track record aussi long. Le premier fonds lancé en 2009 intègre en outre un «currency overlay» (le risque de change contre CHF est géré en assurance de portefeuille). Un deuxième fonds a été lancé en 2010 pour un institutionnel genevois, mais entièrement hedgé, et muni d'un filtre durable (ISR) passif.

Dans les produits d'assurance de portefeuille appliquée aux

obligations à long terme, deux fonds gérés pour la BGV ont un beau succès commercial: le World Expobond (1re génération), avec 120 millions d'euros, et l'International Bond Expo (2e génération avec currency overlay), avec plus de 250 millions de francs.

Dynagest, qui est depuis 2006 au bénéfice d'une licence de négociant en valeurs mobilières, et dont la BGV est un partenaire stratégique, se positionne clairement dans la gestion d'actifs institutionnels. Elle dispose d'une société de gestion au Luxembourg depuis 1998 qui a été renforcée en liaison avec la révision de la LPCC.

A plus long terme, René Sieber et Alex Kuhn pensent développer Dynagest en Suisse alémanique, probablement avec des partenariats, par exemple, dans le «currency overlay» et l'«equity overlay». D'autres développements ont d'ores et déjà vu le jour en matière de produits. Dans sa volonté de se concentrer sur une gestion basée sur la maîtrise des risques, Dynagest propose notamment une approche d'allocation dynamique d'actifs, basée sur les concepts de volatilité et de corrélations conditionnelles.

Celle-ci a permis à la société genevoise de décrocher il y a trois ans ses premiers mandats balancés dans le domaine de la prévoyance professionnelle en Suisse.