

La problématique d'allocation d'actifs

L'allocation d'actifs, utilisée dans le cadre de l'assurance vie, permet à l'investisseur de bénéficier des opportunités offertes par les classes d'actifs risqués tout en réduisant le risque au cours de la durée de vie de son contrat.

Hervé de Lattre
Associé
Expertise Asset Management

■ Les contrats d'assurance vie libellés en unités de compte offrent le plus souvent une multitude de supports à un investisseur lui permettant de sélectionner celui ou ceux qui sont le plus adaptés à sa problématique. D'autres mettent en œuvre une véritable politique d'allocation d'actifs, tenant compte de l'horizon d'investissement qui est celui du contrat d'assurance vie et visant à tirer partie des opportunités d'investissement offertes par les différentes classes d'actifs.

Pour pallier ces risques, l'allocation d'actifs est constituée tout d'abord d'une partie stratégique puis d'une partie tactique qui ont des objectifs complémentaires.

L'allocation stratégique d'actifs : maximiser la rentabilité

L'allocation stratégique est la constitution d'un portefeuille type incorporant des différentes classes d'actifs correspondant un profil rendement/risque déterminé. Le but est de maximiser la rentabilité espérée en fonction d'un niveau de risque toléré. Les facteurs à prendre en compte sont :

- le besoin de liquidités,
- l'exclusion éventuelle de certaines classes d'actifs,
- la contrainte comptable et fiscale,
- l'horizon investissement.

Cet horizon investissement est, au

même titre que le niveau de risque, une donnée cruciale. En effet, plus il est lointain plus les chances de surperformance des actifs volatils sont importantes.

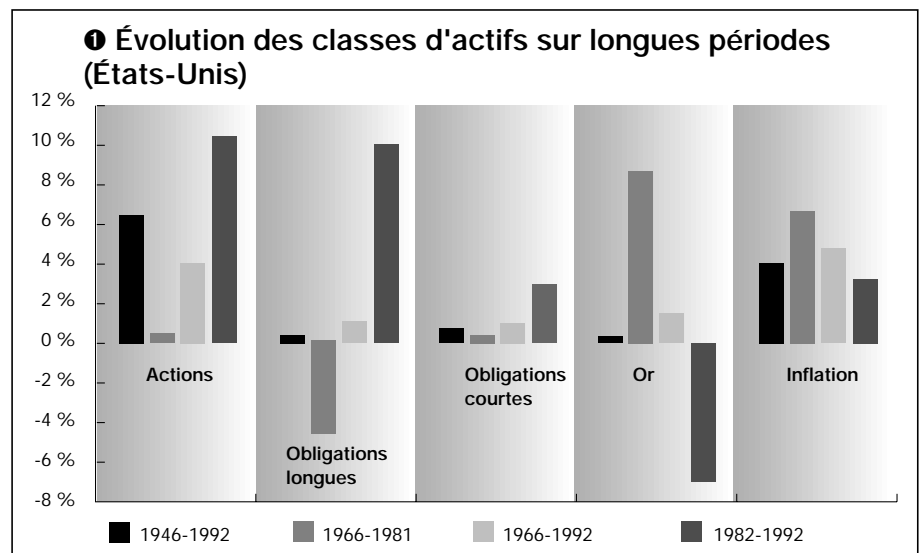
On constate sur le graphique ① qui retrace l'évolution des principales classes d'actifs sur de très longues périodes sur le marché américain (10 ans, 15, 26 et 46 ans) que le rendement des actions est en permanence supérieur à celui des obligations quelle que soit la durée choisie, à condition qu'elle soit suffisamment longue.

De même, la fréquence de surperformance ② du marché actions par rapport aux obligations est fonction de la durée de détention.

Sur le marché français par exemple, elle est déjà supérieure à 50 % sur un an et augmente régulièrement pour atteindre une quasi certitude de surperformance sur trente ans.

«La fréquence de surperformance du marché actions par rapport aux obligations est fonction de la durée de détention.»

On peut ainsi en fonction du niveau de performance attendue et du niveau de volatilité tolérée construire le portefeuille



La notion de risque

Tout investissement financier comporte un certain niveau de risque :

- Risque de signature (ou de crédit) qui correspond à la probabilité de défaillance de l'émetteur. Il s'agit d'abord du défaut de l'émetteur, celui-ci est incapable d'honorer en temps et heure ses engagements de remboursement et de paiement d'intérêt. Le danger est ici l'insolvabilité de l'emprunteur.

Traditionnellement, ce risque est faible pour des gérants de portefeuilles professionnels qui privilégient deux types d'actifs :

- des obligations de la meilleure qualité (AAA). La notation est une contrainte affichée dans les prospectus

des Opcvm et/ou dans les mandats de gestion, - des actions qui sont par définition des actifs risqués. L'investisseur est cependant limité par le montant de son apport.

- Risque de système qui se manifeste au niveau du système financier et bancaire de certains pays : Russie, Indonésie... Celui-ci est localisé, mais difficile à appréhender. Depuis dix ans, des règles prudentielles viennent limiter la dangerosité technique des portefeuilles ouverts au public. Pour les Opcvm, on citera la règle de division des actifs (pas plus de 5 % du portefeuille investi sur un émetteur autre qu'un Etat), ou limitant la possibilité d'utiliser

les contrats à terme et les options.

- Le risque de contrepartie est un risque technique concernant la bonne exécution des opérations avec les intermédiaires financiers. Sur des marchés secondaires bien organisés, la réputation professionnelle des intermédiaires, banques, courtiers et la bonne organisation des flux logistiques de paiement et de livraison réduisent considérablement le risque de contrepartie pour l'investisseur.

- Enfin, le risque de marché ou risque de valeur est celui auquel l'investisseur est sensible, car il affecte directement et quotidiennement sa richesse.

Les mouvements de prix sont à l'origine de plus ou moins-values qui sont extériorisées chaque jour dans la valeur de marché du portefeuille, que celles-ci soient réalisées, ou restent simplement potentielles. C'est ce risque de valeur que l'allocation d'actifs vise à contrôler et à réduire.

- Le cadre de l'assurance vie permet à l'investisseur de s'affranchir des trois premières catégories de risque. En effet, la compagnie d'assurance apporte dans ce domaine un élément fondamental de sécurité. Reste le risque de valeur – qui, à la différence des autres est le corollaire d'une plus grande opportunité de rendement – auquel répond l'allocation d'actifs.

type qui constitue le cadre de la gestion, c'est-à-dire la meilleure allocation stratégique d'actifs possible selon le rapport performance sur volatilité désiré.

L'allocation tactique d'actifs : limiter l'instabilité des relations des actifs

L'allocation tactique découle de l'instabilité des relations des actifs entre eux, ainsi que de l'instabilité du comportement de chaque actif dans le temps.

En effet, si les volatilités étaient des données techniques intangibles, les choses seraient simples pour les investisseurs. Il n'en est malheureusement rien car les volatilités sont elles-mêmes fluctuantes au cours du temps.

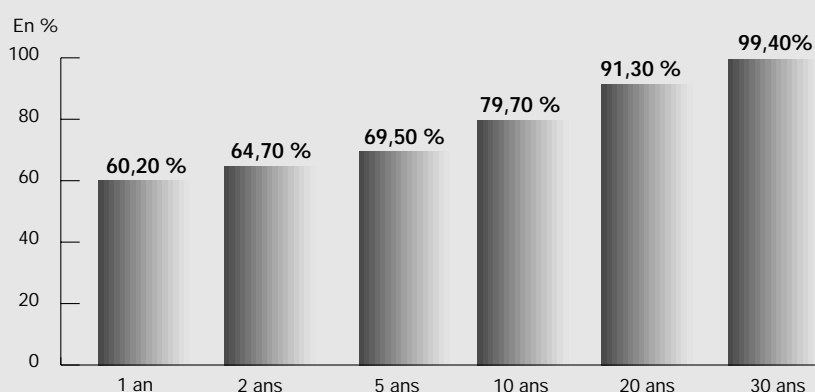
Cela est particulièrement remarquable pour les marchés d'actions. C'est aussi vrai pour les marchés de devises et de titres à taux fixe. L'explication de

l'instabilité découle des phases de tensions psychologiques quand la rupture d'un consensus ou un manque de visibilité sur l'avenir se traduit par des mouvements de grande amplitude.

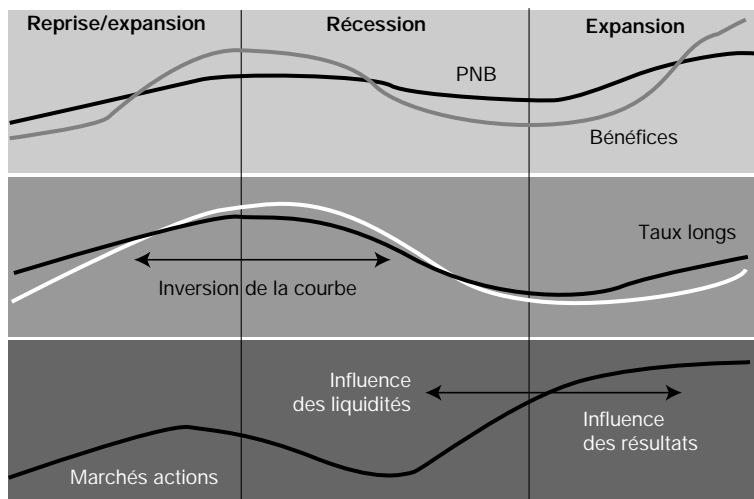
Sans l'existence de cette instabi-

lité, l'investisseur pourrait se contenter de son allocation stratégique d'actifs en réajustant très marginalement ses positions, dans la mesure où les cycles économiques ont des influences différentes sur les classes d'actifs ☉.

☉ Fréquence de surperformance du marché actions en fonction de la durée de détention



③ Cycles économiques, taux d'intérêt, marché actions



Source : Expertise research.

Il importe de faire varier l'allocation du portefeuille pour prendre en compte cette instabilité relative des actifs entre eux. L'allocation tactique d'actifs prend en compte un horizon court et tient compte des limites fixées au gérant par

Définition

Les contrats d'assurance vie intégrant une composante d'allocation d'actifs permettent à l'investisseur de confier à des intervenants professionnels la construction et le pilotage du niveau de risque sur la durée de son investissement.

rapport au portefeuille type découlant de l'allocation stratégique. Ces limites sont essentielles pour éviter une trop grande déviation par rapport à l'objectif de gestion. Au-delà c'est le style du gérant qui influe sur le rythme des modifications de l'allocation tactique.

L'application à l'assurance vie

Parmi les différents types de contrats d'assurance vie personnalisés, il nous a paru intéressant d'étudier l'apport d'une technique d'allocation d'actifs contrainte par une durée de dix ans, et d'appréhender son apport à la gestion d'un actif sur un horizon déterminé.

Dans cette problématique d'investissement bordée dans le temps, il importe de pouvoir à la fois offrir la possibilité de tirer réellement parti des opportunités offertes par les classes d'actifs longues et de

conserver cet acquis en réduisant la volatilité dans le temps. Les simulations effectuées sur les principaux marchés mondiaux et les grandes classes d'actifs envisagées pour un investisseur français ont montré que le meilleur résultat était effectué en faisant décroître cette volatilité, non pas de manière linéaire mais en faisant progresser le rythme de la décroissance au cours des dix années.

■ Le principe de la structure fondante d'un placement

L'idée fondamentale est de réduire le risque d'un placement au fur et à mesure que son échéance approche, tout en continuant à bénéficier des opportunités de marché.

De quoi s'agit-il ?

Avant tout, la structure d'un placement doit répondre à deux objectifs :

- un objectif de pilotage à la baisse du niveau de risque (ou de volatilité) à mesure que l'échéance du placement

approche. Cet objectif conduira à graduellement privilégier les classes d'actifs les moins risquées, et à réduire parallèlement le poids des investissements les plus volatils ;

- un objectif de souplesse suffisante de la gestion pour bénéficier des opportunités de marché. En effet, nous avons vu plus haut l'importance de l'allocation tactique d'actifs pour répondre à la variation des niveaux de volatilité des actifs entre eux.

«L'allocation tactique découle de l'instabilité des relations des actifs entre eux.»

■ Explication

Première étape. Au moment de la création du portefeuille, un indice de référence est sélectionné. Cet indice est destiné à optimiser la performance du portefeuille sur l'horizon de placement retenu. Des études historiques permettent d'identifier un niveau de rentabilité espérée et un niveau de volatilité estimée pour un portefeuille qui serait structuré comme l'indice de référence.

Deuxième étape. Toujours à partir de simulations, le niveau de risque (c'est-à-dire de volatilité) initial est piloté à la baisse chaque année. Cela conduit à «déformer» l'indice de référence pour le rendre moins risqué (ou volatil) d'année en année ④.

La baisse du niveau de volatilité se fait donc par palier chaque année et la logique voudrait que d'une année sur l'autre, le niveau de volatilité constatée sur le placement baisse. ●

④ Évolution fondante des classes d'actifs

