

Les nouvelles techniques d'allocation d'actifs répondent-elles aux contraintes économiques et financières actuelles ?

Une analyse des stratégies d'allocation d'actifs des institutionnels français au regard de l'environnement macro-économique et des techniques de modélisation.

Avril 2015



Sommaire

Synthèse	3
Introduction	4
I. Les institutionnels face à la définition de leur allocation d'actifs	5
Enjeux	5
Composition actuelle & perspectives	5
Principales adaptations des stratégies d'allocation	6
Un process globalement homogène	9
Des approches distinctes	9
II. Le process et les outils d'élaboration et de suivi de l'allocation stratégique	9
Une évaluation très positive	14
III. Les techniques d'allocation comme vecteur de performance ?	15
Annexe 1 : Périmètre et panel de l'enquête	18
Annexe 2 : Allocation d'actifs par catégorie	19
Annexe 3 : Réglementation Solvabilité 2	20

Synthèse

Le sujet de l'allocation d'actifs est au centre des préoccupations chez les investisseurs institutionnels. D'une part, la crise financière a eu un profond impact sur la modélisation du passif et des actifs dont les caractéristiques ne sont plus en accord avec les hypothèses de long terme. D'autre part, les conditions actuelles de taux historiquement bas posent question sur leur approche d'investissement traditionnelle, à savoir des rendements stables assurés par des produits de taux plus ou moins longs. Dans ces circonstances, il leur est difficile d'assurer un rendement régulier et de gérer en parallèle les risques extrêmes.

Ils ont pourtant su s'adapter à cette nouvelle donne en réajustant ou en modernisant leurs techniques d'allocation d'actifs. C'est à la fois grâce à de nouveaux outils internes et à des processus repensés, à défaut d'outil adapté sur le marché, qu'ils garantissent le paiement du passif dans les pires scénarii de marché, qu'ils maintiennent une stratégie conservatrice tout en investissant sur des actifs risqués.

Dans certains cas, ces modèles deviennent l'outil central de pilotage de l'établissement, nécessitant l'intervention d'actuaire et la mobilisation d'importantes capacités de traitement. D'autres se limitent à des outils techniquement plus rudimentaires mais suffisants pour leur permettre de définir le chemin d'allocation souhaité. Dans tous les cas, c'est la réglementation qui a fait évoluer ces pratiques en obligeant les acteurs à formaliser leurs hypothèses, leurs scénarii et les résultats correspondants (en termes de capital, de liquidité ou de solvabilité).

A ce jour, chaque investisseur institutionnel a un degré de maturité plus ou moins avancé sur ces techniques d'allocation mais il a bien conscience que l'approche d'hier n'est plus valable. Il s'estime globalement bien équipé pour affronter les prochains challenges et mettre en œuvre ses nouvelles orientations : désensibilisation et diversification des portefeuilles. Pour cela, il a la nécessité de bien maîtriser son allocation stratégique en termes de modélisation, d'anticipation et de révision régulière ainsi que le suivi de sa délégation. Il convient pour lui d'être à la fois plus efficace et plus réactif car il a désormais un double rôle d'Investment Manager pour optimiser la liquidité / la solvabilité et d'Asset Manager pour optimiser le rendement des actifs.

Dans cette configuration, les nouvelles techniques d'allocation sont considérées comme utiles mais elles ne font pas tout... Les investisseurs en restent encore à la maxime de Winston Churchill : « Regarder les résultats plutôt que la méthode ».

Introduction

Face à un risque de faible inflation, voire de déflation, la Banque Centrale Européenne a lancé en mars dernier son premier programme d'assouplissement quantitatif. Avec cette mesure de rachats massifs de titres sur les marchés financiers (60 milliards d'euros par mois durant 16 mois), elle compte ramener l'inflation à son objectif de 2% et soutenir la reprise économique.

Si l'impact de ce 'Quantitative Easing' n'est pas clairement établi, tout comme son timing ne fait pas l'unanimité, il aura incontestablement de nettes incidences sur l'ensemble des actifs obligataires. Conjugué à la 'répression financière' actuelle avec un taux de dépôt à -0,2%, ce nouvel ajustement de la politique monétaire met définitivement à mal la stratégie de gestion de taux des investisseurs institutionnels.

Dans l'attente d'une reprise solide et durable, ces investisseurs doivent faire face à des taux historiquement et durablement bas, à une courbe désespérément plate, ce qui les amène à repenser entièrement leur allocation d'actifs stratégique. Cela passe soit par l'acceptation de taux négatifs, y compris désormais chez certains Corporates, soit par la diversification, c'est-à-dire la recherche de rendement sur de nouvelles classes d'actifs.

Alors que la gestion et la construction de portefeuille deviennent plus complexes, il est intéressant de voir comment les investisseurs s'y prennent pour s'adapter à la situation, de quelle manière ils ajustent leurs techniques d'allocation d'actifs pour mieux faire face à leurs engagements sur la durée.

L'objet de ce rapport d'étude est de présenter un état des lieux sur les techniques d'allocation d'actifs :

- Quelles sont les approches utilisées pour concevoir l'allocation stratégique ?
- En quoi la récente réglementation a fait évoluer les pratiques ?
- Qui utilise ces nouvelles techniques et de quelle manière ?
- Quels sont les types d'outils disponibles ?
- L'investissement dans ces outils spécifiques est-il justifié ? Si oui, pour quelles raisons ?

Il s'inscrit dans le cadre du programme de **Réflexions Institutionnelles** animé par Aberdeen depuis maintenant quatre ans.

Ce rapport s'articule en trois parties :

- Présenter l'importance de l'allocation d'actifs stratégique et évaluer la répartition actuelle par type d'investisseur
- Décrire la méthodologie d'élaboration de l'allocation et les moyens associés
- Identifier l'usage de nouvelles techniques d'allocation et analyser si elles représentent un réel avantage concurrentiel

Les institutionnels sollicités dans le cadre de cette enquête sont segmentés en quatre grandes catégories d'investisseurs de long terme :

- Assureurs : sociétés d'assurance et mutuelles, quelle que soit leur forme juridique, pour la gestion de leur actif général et de leurs fonds propres
- Caisses de Retraite et assimilés
- IRP : instituts de retraite et de prévoyance
- Divers : autres investisseurs de long terme (grandes entreprises sollicitées au titre du financement de leurs passifs industriels, comptes propres bancaires...)

Ces derniers gèrent à fin 2014 plus de 430 Mds€ d'actifs pour compte propre, soit près de 20% du marché institutionnel français. Le panel interrogé n'est pas strictement représentatif du marché puisqu'il surpondère les Caisses de Retraite et les IRP au détriment des Assureurs.

Nous estimons pour autant qu'un tel biais n'est pas discriminant dans le cadre de cette étude.

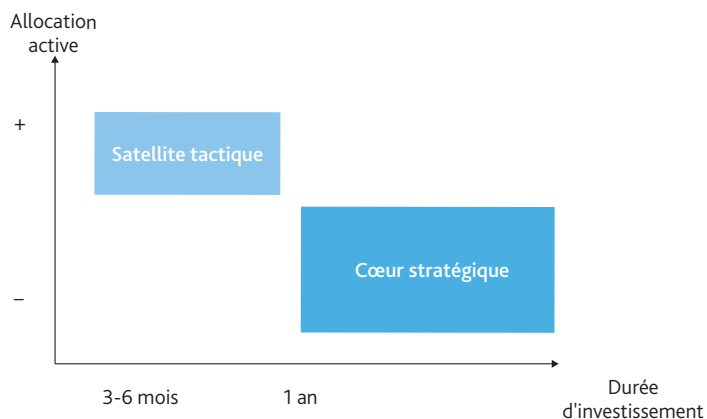
I. Les institutionnels face à la définition de leur allocation d'actifs

Enjeux

L'allocation d'actifs stratégique peut être définie comme le processus de répartition entre les principales classes d'actifs dans un portefeuille, afin d'en réduire le risque et d'en optimiser la performance à long terme.

Cette allocation est le résultat d'une combinaison d'éléments qualitatifs et quantitatifs. Elle est avant tout guidée par la composition du passif. Les investisseurs analysent leurs engagements dans le cadre d'un processus ALM afin de savoir combien investir et dans quel type d'actifs. Elle comprend d'un autre côté une analyse fondamentale des conditions de marché, une connaissance des actifs et de leurs mécanismes de valorisation, des convictions et des anticipations. Elle utilise ensuite des outils mathématiques qui se basent sur des anticipations de rendement et de risque à long terme, à partir de rendements historiques, de prévisions macro-économiques, de règles d'évaluation du passif et d'hypothèses de corrélation entre les actifs. Ces outils permettent de simuler des chocs via des stress tests, et d'en mesurer l'impact sur les bilans et comptes de résultat sous la forme de projections de rendement et de volatilité.

Alors que l'impact de l'allocation d'actifs stratégique est primordial sur la performance d'un portefeuille^A avec plus de 91% par rapport à la sélection de titres (stock picking) et à l'allocation tactique (market timing), les investisseurs ont progressivement cherché à mieux appréhender cette allocation et à la modéliser. A partir de la théorie moderne de portefeuille et des concepts de frontière efficiente et de portefeuille optimal, ont été développés des modèles mathématiques de plus en plus sophistiqués.



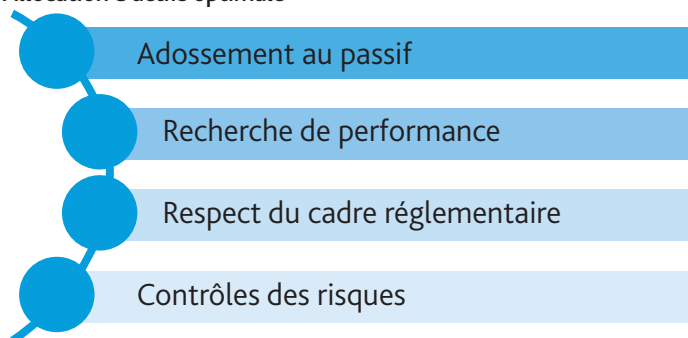
Tandis que les modèles initiaux sont remis en cause (Markowitz, CAPM), de nouvelles techniques d'allocation apparaissent, à l'origine statiques puis dynamiques. Elles tiennent compte de l'incertitude à la fois sur les actifs du portefeuille ou du marché, et les engagements modélisés par des décaissements et un coût de l'emprunt. Elles permettent surtout de définir l'incertitude de manière paramétrique : des valeurs uniques à l'origine, qui ont été remplacées par des distributions (sur une seule période) ou par des processus stochastiques (multi-périodes).

A ce jour, les institutionnels se satisfont de moins en moins de modèles actuariels classiques de simulation à très long terme. Les impératifs de court terme, à la fois les mouvements de marché et les rapports de gestion annuels, sont maintenant plus prégnants. Ils dictent des changements dans la structure des portefeuilles et ne permettent plus de maintenir une allocation figée sur 30 ans.

Enfin, la répartition traditionnelle, poche de rendement ou d'adossement des flux de passif versus poche de croissance, n'est plus pertinente et devient même contre-productive dans le contexte de marché actuel. Avec des taux qui n'ont fait que baisser au cours des deux dernières décennies, les investisseurs ont jusqu'à présent bénéficié d'une appréciation de leur capital. Ils se trouvent désormais confrontés à la perspective de perte en cas de remontée des taux d'intérêt. De plus, l'univers obligataire s'est transformé suite à la crise financière : le secteur financier, important pourvoyeur d'émissions obligataires, a été durement touché depuis 2007 ; le nombre d'émetteurs notés AAA a chuté tant parmi les émetteurs souverains que parmi les émetteurs Investment Grade ; les émetteurs sans risque se font donc plus rares. Le maintien des rendements et la protection du capital sont de plus en plus difficiles à concilier. En conséquence, les investisseurs ont la nécessité de trouver de nouvelles stratégies obligataires, c'est-à-dire être plus sélectifs et plus audacieux dans leurs décisions au sein de cette classe d'actifs.

Pour toutes ces raisons, les investisseurs étudient (ou appliquent déjà) ces nouvelles techniques d'allocation. Ils comptent sur ces outils pour mieux appréhender la volatilité des marchés, protéger leurs portefeuilles contre les risques de perte en capital et atteindre leurs objectifs de rendement.

Allocation d'actifs optimale



Composition actuelle

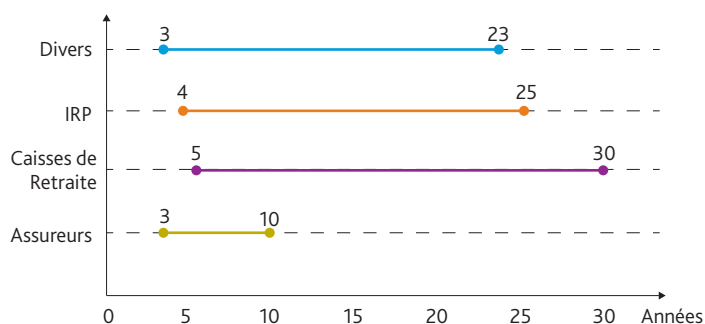
En préalable à notre réflexion sur l'évolution des techniques d'allocation, il convient d'effectuer un rapide état des lieux sur les niveaux d'allocation actuels et sur les hypothèses retenues.

Notre étude a permis d'établir l'allocation d'actifs du panel par catégorie [Voir Annexe 2] et de valider qu'elle est en ligne avec la structure du marché institutionnel français à fin 2014.

Nous y retrouvons toujours la dominante de la poche taux, plus de trois quarts des placements de long terme, bien qu'elle soit proportionnellement en baisse (- 2%). L'allocation comprend désormais plus d'actifs alternatifs (Private Equity, Infrastructures...), toujours autant d'immobilier, généralement gérés en direct avec des actifs réels, principalement des bureaux, et quasiment plus de monétaire, sauf pour quelques investisseurs qui se voient imposer des contraintes de liquidité.

^A Etude Brinson, Hood & Beebower – 1991.

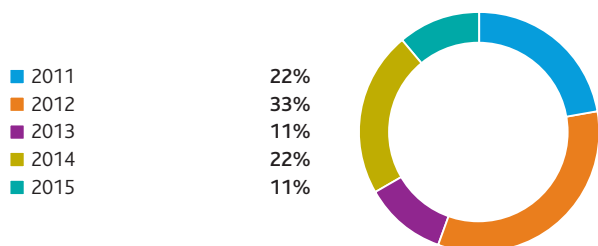
Duration Moyenne par Segment



Les écarts constatés d'un acteur à l'autre et d'une catégorie à l'autre en termes d'allocation et d'horizon de placement sont dus au type de passif géré. L'horizon est par définition très court pour la prévoyance et l'assurance santé (3 à 7 ans) et beaucoup plus long voire infini pour la retraite ou les fonds propres (20 à 30 ans).

Mis à part les banques, pour la gestion de leurs fonds propres, et les grands assureurs, avec une gestion interne Groupe, le taux de délégation de gestion externe reste important (plus de 60%, hors FRR), avec soit des produits sur-mesure tels que les fonds dédiés et les mandats, soit des produits ouverts tels que les OPCVM, incluant les produits indiciels.

Année de dernière modification de l'allocation stratégique



De plus, les allocations sont relativement stables puisque plus de 55% d'entre elles n'ont pas été revues depuis 2012 et près de 25% depuis 2011.

Les dernières modifications en date ne sont d'ailleurs pas fondamentales : adaptations marginales d'à peine quelques points sur des classes d'actifs de diversification.

Pour concevoir l'allocation cible, les hypothèses moyennes actuellement retenues par classe d'actifs sont les suivantes :

	Produits de taux (%)	Actifs risqués (%)	Immobilier (%)	Alternatif (%)	Private Equity (%)
Hypothèses de rendement	1,5 - 3	3 - 10	4 - 6	3 - 6	3 - 6
Hypothèses de volatilité	2 - 6	8 - 20	N/A	10	10

Un consensus de marché émerge parmi les institutionnels pour décrire des conditions difficiles tant macro-économiques (pas de croissance, pas d'inflation, pas d'augmentation de la masse salariale) que sociales (allongement de l'espérance de vie, maintien de l'âge de départ à la retraite...).

Face à des garanties de rendement du passif non révisables, la recherche de performance complémentaire se heurte aux risques de perte sur les portefeuilles.

Chez la plupart des acteurs, les allocations sont cependant conditionnées par divers principes d'investissement ou diverses contraintes :

- Réglementation contraignante
 - Pas de gestion interne
 - Pas d'actions
 - Pas de crédit inférieur à investment grade (BBB)
 - Pas de dette privée non cotée
 - Pas de comptes à terme ni d'instruments de couverture
- Limites de risque (conventions internes)
 - Pas d'action en direct ni de hedge funds (au sens OICV) dans les portefeuilles de placement
 - Pas de rendement absolu
 - Pas d'investissement sur des taux négatifs
- Expertise limitée
 - Pas d'infrastructures
- Investissements hors du cœur de métier
 - Pas d'infrastructures
 - Pas de loans

L'allocation stratégique : une vision de long terme

Lorsqu'intervient la crise en 2008, le FRR a une exposition en actions à 60%. Cette année-là, il enregistre une contre-performance de -24,8% qui annule quasiment tous les gains engrangés depuis son lancement en 2004. Mais son allocation n'était pourtant pas inadaptée...

Les hypothèses initiales de passif du FRR s'échelonnaient jusqu'en 2040 et autorisaient alors une exposition significative aux actifs de performance (dans le respect du taux de couverture de 80% et en tenant compte du rebalancement mensuel). Depuis, la réforme des retraites de 2010 a considérablement modifié les objectifs de placement de l'établissement et ramené désormais son horizon à 2024.

Dans le cas présent, non seulement la dérive de l'allocation ne peut être interprétée comme une faute de gestion mais le changement de cadre intervenu en 2010 peut même être vu comme une perte d'opportunité (hypothèses cohérentes si elles avaient été maintenues jusqu'en 2040).

Perspectives

Notre étude a également sondé les investisseurs sur leurs anticipations et les impacts potentiels sur leur allocation d'actifs.

Les avis sont cette fois plus nuancés : alors que certains plaident pour un statu quo durable sur les taux (85% du panel), d'autres commencent déjà à anticiper et à se prémunir contre une remontée.

Pour la plupart des interrogés, les taux devraient tout de même rester bas encore pendant deux à trois ans, avec une inflation toujours faible et des taux réels négatifs. De fait, leur allocation stratégique restera extrêmement stable sur cette période, comme sur les dix dernières années. Seuls certains s'engagent sur des niveaux de taux et d'inflation bas pour encore plus longtemps (4-5 ans).

Sans espoir de prochaine remontée des taux, voire une poursuite de la baisse en 2015, la situation pourrait encore se dégrader avec des risques de déflation et des perspectives de croissance mondiale faibles. Il en ressort la crainte d'un scénario à la japonaise dans la zone euro.

Au vu du faible intérêt pour les emprunts d'Etat et les obligations Investment Grade, les investisseurs doivent prendre plus de risque sans se reporter trop massivement sur les actions. Ils semblent donc s'orienter vers le High Yield qui présente un faible taux de défaut et une profondeur de marché. Ce segment obligataire corrélé aux actions propose en effet de nombreuses opportunités malgré sa valorisation élevée et sa faible liquidité.

Les taux offerts sur ces titres à haut rendement, s'ils ne sont plus aussi élevés, restent tout de même autour de 4% en moyenne et les spreads sont in fine relativement élevés par rapport au niveau des taux de défaut.

« La tendance est à l'augmentation de la part Immobilier de 2% à 3% (qui est gérée en direct), à la montée en puissance sur la part High Yield de 3% à 5% (investissement entamé en 2013) et à l'étude de nouveaux FPE (fonds pour l'économie). Nous entrevoyons par ailleurs un EONIA négatif sous 6 mois (entre -0,15% et -0,20%). » **IRP**

« Les taux réels resteront bas en 2015 voire continueront à baisser ; l'effet inflation ne se fera sentir qu'à partir de 2016-2017. Côté US, le point bas est passé : les taux repartent à la hausse mais avec une faible inflation et une augmentation des inégalités qui résulte d'une faible hausse des salaires réels pour les classes moyennes. » **Assureur**

Un scénario à la japonaise ?

Le niveau actuel des taux d'intérêt peut représenter un réel problème de survie pour certaines sociétés d'assurance ou mutuelles si la situation perdure encore pendant un à deux ans. L'exemple de l'assurance vie est clair : comment garantir contractuellement la rémunération des assurés à un taux de 2-3%, avec en face un rendement à 10 ans inférieur à 0,5% ?

Dans la mesure où aucune remontée n'est anticipée d'ici 2 ans, des interrogations se font jour sur le long terme. Cela préjuge de faillites ou de rachats...

De la même manière, quid du prélèvement des frais de gestion sur des obligations à 30 ans qui plafonnent à 1% ?

Pour rappel, le Japon continue de conserver des taux longs très bas (de 0,5% à 1%) depuis la crise à la fin des années 90, et ce, sans krach obligataire.

L'inquiétude en Europe est d'autant plus vive que l'impact du QE n'a pas vraiment été estimé et que l'inflation n'est pas maîtrisée ; les acteurs financiers sont donc aujourd'hui fortement dépendants de la BCE.

Côté Actions, les perspectives d'une croissance modérée sont de mise avec des nuances par région. Les investisseurs privilégiaient ainsi plus volontiers l'Asie, les USA ou les pays émergents par rapport à l'Europe, notamment à cause de la crise de surendettement des acteurs européens. L'allocation Actions est élevée chez les assureurs et également chez les autres Groupes de Protection Sociale si le niveau de fonds propres le permet. Dans ces marchés concurrentiels avec de moins de moins de marge, les portefeuilles doivent rapporter...

Plus récemment, cette tendance est cependant contrebalancée par la dépréciation de l'euro, les effets techniques du QE à court terme et les perspectives satisfaisantes de croissance de la zone euro sur début

2015. D'un point de vue valorisation, les actions restent attrayantes, notamment par rapport à l'obligataire dont les rendements n'ont jamais été aussi bas. La plupart du temps, le dividende est plus intéressant que le coupon, ce qui donne à l'investisseur obligataire une raison fondamentale d'augmenter son exposition au marché actions.

Même si aucune évolution n'est prévue sur les taux avant fin 2017, certains directeurs financiers souhaitent réagir contre le récent retour de la volatilité. Le risque existe en effet préalablement à cette période de remontée des taux d'autant plus que la BCE peut difficilement le maîtriser. Pour contrer cette volatilité, l'investissement dans des produits de gestion flexible et de minimum variance est d'ores et déjà privilégié. Dans le premier cas, les investisseurs, habituellement allocataires, confient alors une partie de leurs actifs à des gérants flexibles, dans des OCVM ouverts ou bien dédiés sous forme de fonds de fonds. L'allocation est à la discrétion du gérant afin de profiter des opportunités ou de protéger le capital. Cela permet surtout à l'investisseur de capter les meilleures performances sur chacune des classes d'actifs et d'être plus flexible dans son allocation tactique.

Dans le deuxième cas, l'objectif est de limiter les pertes dans les portefeuilles actions en se concentrant sur la diminution de la volatilité. Avant même que les taux soit dans une configuration haussière, cette technique de gestion redevient d'actualité : les investisseurs institutionnels ont en effet besoin d'investir une partie de leur portefeuille en actions pour couvrir leur passif et veulent en parallèle minimiser les risques de perte inhérents à cette classe d'actifs.

« Dans l'optique d'une future remontée des taux, nous avons mis en œuvre une protection sous forme d'overlay sur la partie Obligations et nous faisons actuellement de même sur la partie Actions. » **Caisse de Retraite**

« Notre dilemme est binaire : soit les taux restent bas ou continuent de baisser, soit ils remontent rapidement... Nous devons nous préparer à chacune de ces deux éventualités. » **Assureur**

Le réinvestissement s'avère complexe : compter sur des rendements comptables équivalents sans dégrader le cadre de risque. L'objectif est de ne pas allonger la maturité, de maintenir une durée courte avec des tombées régulières, avant de pouvoir accompagner la hausse lors de la phase de normalisation de taux.

« Nous comptons migrer graduellement sur des portefeuilles obligataires internationaux, investir sur des actifs réels et poursuivre notre diversification. » **Assureur**

« L'impact de Bâle III aura été l'augmentation de la dette d'Etat et la baisse des actions dans notre allocation. Cependant, les tendances sont aujourd'hui à la sortie du monétaire et des produits structurés, à l'augmentation dans les actions et le high yield. » **Divers**

« La question de la révision de l'allocation stratégique se posera quand il n'y aura plus de taux positif à l'achat. Les rachats de la BCE font augmenter les prix et désensibiliser nos portefeuilles revient à lutter contre la BCE. Finalement, cela revient à racheter ultérieurement des actifs à un taux supérieur donc nous ne sommes pas pressés de vendre... » **IRP**

Avec leur modèle imposé par le règlement financier (70% Obligations / 30% Actions sur la strate moyen-long terme), les régimes de retraite complémentaire Agirc Arrco représentent un cas particulier d'allocation conditionnée (18 mds € confiés aux Groupes de Protection Sociale ou aux gérants externes). Le déséquilibre actuel de ces régimes (prévision de déficit de 20 mds € en 2020) incite les institutions à envisager une modification de l'orientation stratégique définie depuis mars 2011.

« Même s'il n'y a pas d'urgence, cette révision est en cours de réflexion, indépendamment des négociations entamées entre les partenaires sociaux le 17 février dernier. Une orientation possible serait moins d'actions côté Agirc (désensibilisation vers 80-20) et une gestion plus protégée côté Arrco : conservation des acquis sur l'obligataire quand les taux augmenteront... c'est-à-dire pas tout de suite au vu de la politique monétaire. »

De la même manière que l'approche diversifiée statique 70/30 n'apparaît plus pertinente dans le contexte actuel, car finalement peu protectrice en période de crise, les faibles rendements sur les taux et de plus fortes contraintes de passif amènent les investisseurs à réaménager leur allocation. Ils sont ainsi prêts à accroître la part de diversification au détriment d'une part obligataire. Ils y trouvent un bon rapport rendement / risque et un moyen efficace de décorrélation aux classes d'actifs traditionnelles. La majorité des investissements se réalise dans des stratégies Bêta au marché et Global Macro (ou GTAA).

Avec la Directive AIFM et le développement de fonds au format Ucits, la tendance est à l'investissement en direct (dans des véhicules plus adaptés et plus liquides), au détriment des fonds de fonds devenus trop chers. Les autres options possibles, que ce soit des fonds dédiés, des fonds de gérants ou des plates-formes de comptes gérés sont également étudiées selon le contexte de l'investisseur.

En définitive, après vingt ans profitables sur les stratégies obligataires 'buy and hold', la question de l'exposition à la dette est clairement posée. Certains investisseurs affirment déjà vouloir se renforcer sur de nouvelles classes d'actifs telles que le non coté ou les infrastructures et de nouvelles stratégies d'investissement telles que la gestion flexible ou l'ISR/ESG. Cette réorientation dans l'allocation stratégique s'effectue aux dépens des produits de taux et va certainement s'accroître jusqu'au retour à une situation 'normalisée'.

Principales adaptations des stratégies d'allocation

Tel qu'évoqué, les investisseurs institutionnels estiment pouvoir atteindre leurs objectifs de long terme mais s'attendent à rencontrer des difficultés pour générer des revenus réguliers à court terme ainsi que pour répondre à leurs contraintes de passif.

Les ajustements en termes d'allocation se traduisent par trois principales actions.

Sécurisation des performances

L'objectif est de minimiser la volatilité du rendement face au risque de remontée des taux d'intérêt anticipé à plus ou moins longue échéance. Tant que les banques centrales maintiennent des taux d'intérêt réels bas, le risque n'est pas immédiat mais les perspectives sur les portefeuilles obligataires d'Etat font craindre des performances négatives. C'est pourquoi les directions financières passent par leur gérant pour mettre en place une gestion flexible et ainsi limiter le risque de perte en capital. Un tel overlay permet l'ajustement régulier de l'exposition globale des portefeuilles aux différentes classes d'actifs (sensibilité aux taux, exposition actions) et la gestion des corrélations entre elles.

« Nous réalisons des performances exceptionnelles depuis 2010 (+6% annualisé) mais nous prévenons de ne pas nous y habituer ; nous considérons qu'il s'agit de très bonnes années et qu'il est important de sécuriser ces gains. » **Caisse de Retraite**

Poursuite de la diversification

Afin de satisfaire à leur besoin de rendement, les investisseurs institutionnels ont logiquement intégré des actifs non cotés à leurs portefeuilles ces dernières années.

Les actifs réels non cotés notamment apportent une véritable diversification par rapport à l'allocation traditionnelle taux/actions, avec une volatilité réduite, une prime d'illiquidité et une protection naturelle contre l'inflation. La part de non coté représente de 5% à 15% de l'allocation globale et continue de croître via les Fonds d'Investissement Alternatifs et les Infrastructures.

« Nous poussons les feux très progressivement sur le Private Equity avec un rendement que nous estimons entre 5 et 10% par an et en nous assurant de l'étalement de la courbe en J. » **IRP**

« Notre objectif est de doubler la part d'immobilier dans notre allocation (de 2,5 à 5%) car elle présente, malgré l'obsolescence (estimée à 2% par an) et le risque de perte en capital, une rentabilité décente (de 4 à 5%), soit une rentabilité nette de 2 à 3%. » **IRP**

« Des études sont en cours pour renforcer notre modèle actuel d'allocation. D'ici que certains mandats arrivent à échéance, nous simulons l'intégration de nouvelles classes d'actifs (infrastructures, énergie / développement, Private Equity). » **Caisse de Retraite**

« Nous identifions des opportunités dans le non coté en tant que placeur net : la partie Infrastructures (fortement liée aux souverains) présentera d'autant plus d'intérêt qu'il existe un effet de levier. Notre objectif est également d'augmenter la part de FIA / FCPR qui présente une rentabilité supérieure de par leur prime d'illiquidité. » **IRP**

Cette diversification est notamment accentuée par l'attitude des banques et de la politique monétaire. Alors qu'une bonne part de l'allocation, de 40 à 50%, était auparavant investie dans de la dette bancaire Senior, les seules émissions désormais disponibles sont soit des Covered Bonds, soit des Subordonnées. Cette évolution a poussé les institutionnels vers les Infrastructures et les Prêts en direct (entreprises, collectivités).

Avec seulement près de 30 pbs, ces derniers ne présentent plus grand intérêt à ce jour ; d'où la nécessité d'être réactif et d'anticiper le retour des banques sur le marché de la dette de qualité.

Augmentation de la gestion déléguée

Les investisseurs attendent les gérants avant tout sur leur capacité à respecter un objectif global de risque du portefeuille. Le risque stratégique et l'allocation tactique peuvent ainsi être pris en charge par le gérant avec des marges de manœuvre importantes, faisant preuve de réactivité et de convictions. Les gérants sont également attendus sur leurs outils de pilotage et de reporting.

Il existe également des cas où l'allocation a été réinternalisée mais l'investisseur continue à confier la gestion à une société externe et dont la diversification est assurée par le gérant lui-même. Certains considèrent malgré tout que les contraintes du Pilier 2 de Solvabilité Ils sont moins bien intégrées par les gérants : projections de bilans, investissements, cash-flows et SCR à cinq ans.

« Nous laissons libre choix au gérant dans la déclinaison de nos orientations. Nous ne conservons en direct que le non coté, la trésorerie en gestion ultra-courte et quelques produits dédiés. » **IRP**

« Alors que la partie Infrastructures peut être gérée en interne (sélection de gérants en multigestion) au même titre que les Actions Large Cap ou les Obligations Investment Grade car une expertise est disponible, il n'est par contre pas nécessaire de maintenir des équipes pour soutenir des classes d'actifs auxquelles on ne croit plus trop. Sorti du cœur d'expertise, le reste peut être sous-traité via la multigestion ou la gestion 'balanced'. » **Assureur**

« Les FCP ouverts sont gérés en direct tandis que nous avons confié les FCP ISR en gestion déléguée car les sociétés de gestion disposent d'outils performants et adaptés. » **Divers**

II. Le process et les outils d'élaboration et de suivi de l'allocation stratégique

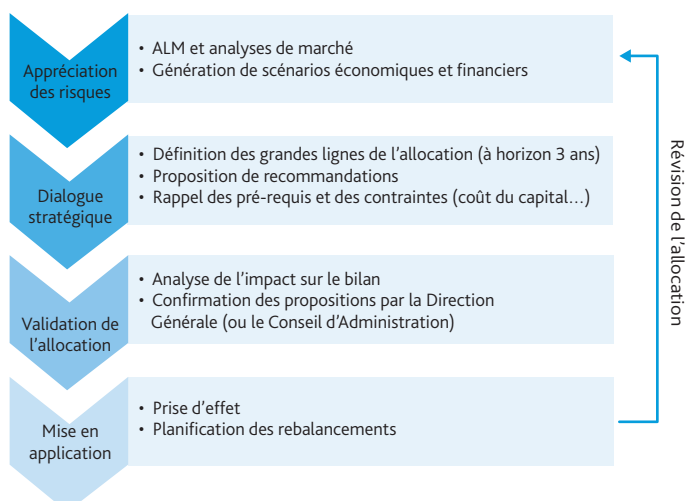
Un process globalement homogène

La construction d'une allocation stratégique correspond à une approche objective et rigoureuse sur la base de modèles mathématiques propriétaires ou externes.

La définition de l'allocation est conditionnée par :

- le passif de l'entreprise
- sa stratégie et son profil de risque
- l'environnement de marché (contexte macro-économique et anticipations)
- les contraintes réglementaires

Le process est sensiblement le même pour les investisseurs interrogés avec une fréquence de révision annuelle, des comités de suivi mensuels, voire trimestriels et d'éventuels ajustements tactiques en cours d'année. Il s'échelonne en quatre principales phases :



L'ordre du jour des comités de suivi périodiques est arrêté à l'avance ; il inclut la présentation de la situation et des projections à long terme, la mise à jour des hypothèses, en cas d'éléments nouveaux, et les options de rebalancement. La révision des prévisions n'est pas systématique ; le reste dépend de la gestion opérationnelle et de l'allocation tactique.

Chaque investisseur peut ensuite avoir ses spécificités dans le calendrier d'élaboration et de mise en œuvre de son allocation (ex : validation sur le quatrième trimestre pour démarrage au 1er janvier de l'année suivante). Mis à part l'exercice officiel de début d'année, certains le voient comme un cycle d'amélioration continue de manière plus flexible, en mode 'roll-over' : révision dès que la situation l'impose.

« Nous disposons d'un process d'allocation très structuré qui s'appuie sur un calendrier et qui se compose d'études ALM, de comités de suivi ainsi que plusieurs niveaux de validation » **Divers**

« Un pilotage efficace de l'allocation n'est possible que si l'analyse des engagements tient compte de la stratégie de l'entreprise dans la durée ainsi que de sa politique de développement produits. » **Assureur**

« L'allocation stratégique est revue annuellement avec une réunion de suivi tous les trimestres. Nous nous laissons une latitude de +/- 5% par poche avec la possibilité de réduire la voilure en fonction de l'actualité. » **IRP**

« Le rendement financier de nos portefeuilles (gérés en mode 'Buy & Hold') est calculé au taux actuariel à l'achat et non en Mark-to-Market. La Direction Financière présente ces tableaux de bord ainsi que l'allocation à la DG pour validation. Il n'y a pas de processus de révision tant que l'allocation n'est pas remise en cause. » **IRP**

Chacun applique ensuite sa propre politique concernant les délais de mise en œuvre de l'allocation stratégique dans les portefeuilles. S'ils peuvent être immédiats dans certains cas, les changements de cap sont généralement lourds et lents mais contrôlés (ex : le retour de la sensibilité à un niveau précis ne peut s'effectuer que sur la durée). Par ailleurs, il s'agit d'avertir les gérants suffisamment tôt car le timing de rebalancement reste à leur main.

« Dès lors que notre allocation est définie pour les 2-3 prochaines années, il n'est pas rare d'attendre 6 mois pour qu'une modification soit prise en compte. » **Assureur**

« Notre mode de fonctionnement est assez souple pour permettre une mise en œuvre sous 9 mois maximum en fonction de l'appréciation du marché par le gérant. » **IRP**

« Le process n'est pas forcément des plus flexibles ni des plus rapides mais on s'en contente... » **Divers**

La modification de l'allocation s'effectue en effet graduellement pour ne pas déstabiliser les portefeuilles ni détruire de la valeur dans un environnement de taux bas. Par exemple, l'augmentation de la poche Alternatif de 2 à 3% sera réalisée à +1% par an ou la baisse de la part Actions de 25 à 20% sur 4-5 ans.

En résumé, même si des ajustements plus abrupts sont possibles sur des marchés liquides, il est plus habituel de s'orienter pas à pas vers la cible. Il s'agit d'éviter de trop gros mouvements sur l'allocation stratégique pour ne pas diluer le rendement des actifs.

Des approches distinctes

Organisation interne

Pour élaborer et suivre son allocation stratégique, chaque investisseur met en place un mode de fonctionnement conforme à sa taille et à son métier. Parmi les répondants, c'est en moyenne une équipe d'environ trois ou quatre personnes qui s'occupe du sujet, hormis ceux épaulés par un consultant.

Dans certains cas, le sujet est entre les mains d'économistes qui définissent à la fois les prévisions et les modèles. En général, on trouvera deux à trois collaborateurs de la Direction Financière dédiés à l'allocation d'actifs (veille permanente, évolution des modèles, définition et lancement des scénarii...). Selon les cas, ils peuvent être accompagnés dans leur travail d'estimation par la Direction des Risques ou la Direction de l'Actuariat.

« L'équipe ALM travaille dans le bureau d'à côté. Nous misons sur la proximité pour partager les études, valider des changements de paramètres et discuter des résultats. » **Divers**

« Le pilotage du portefeuille, considéré comme stratégique, est réalisé en interne alors que la gestion est totalement déléguée. » **Divers**

« Nos contraintes métier nous imposent de maintenir certains portefeuilles liquides, ce qui requiert d'importants travaux de veille. » **Assureur**

Dans les plus grosses structures, même si plus de vingt personnes sont en charge de la stratégie d'investissement ALM, la partie modélisation se résume également à deux ou trois collaborateurs.

L'appropriation des outils et des techniques de modélisation ne pose pas de problème quand ce sont les opérateurs qui les ont eux-mêmes conçus ou participé à leur conception.

Mais dans bon nombre de cas, la Direction Financière n'est pas autonome dans la maîtrise et l'utilisation des modèles. Elle transmet donc ces hypothèses au service concerné pour obtenir en retour ses résultats.

Qu'il s'agisse de modèles internes avec un fonctionnement spécifique ou de processus sophistiqués, seules les personnes en charge de l'allocation maîtrisent véritablement leur fonctionnement. Dans un cas seulement parmi les acteurs interrogés a été évoquée une application aboutie avec une interface simple et conviviale. Elle permet à un cercle élargi d'effectuer certaines simulations sans aide externe.

Conseil externe

Un quart du panel fait appel à un consultant en investissement concernant son allocation stratégique. Les consultants sont sollicités par ces établissements soit sur l'ensemble de leur gestion, soit uniquement sur l'allocation d'actifs.



Ceux-ci interviennent en général tous les trois ans pour effectuer une étude d'allocation stratégique à partir de leurs propres outils. Ils proposent à l'investisseur un ensemble de paramètres (inflation, couple rendement/risque par classe d'actifs...) en tenant compte de son horizon de placement, de ses objectifs et de ses contraintes pour aboutir à une allocation cible. Ils assurent ensuite un suivi annuel de cette allocation.

Les modèles propriétaires utilisés permettent d'évaluer le niveau et les facteurs d'influence du risque et de la performance au sein des portefeuilles. L'objectif est d'améliorer l'efficacité de l'allocation actuelle ainsi que les éventuels avantages d'une diversification dans une nouvelle classe d'actif.

« Nous faisons appel à un conseil externe car la gestion financière n'est pas notre cœur de métier. Nous n'avons pas d'outil spécifique ni d'équipe interne dédiée. » Divers

Outils d'allocation

Les outils utilisés par les investisseurs pour définir leur allocation d'actifs stratégique sont très différents car il n'existe pas d'outil ad hoc. On trouve donc en général trois options qui vont des développements internes à l'externalisation en passant par les progiciels. Ils présentent à peu près tous les mêmes grandes fonctionnalités, de façon plus ou moins complète :

- Des paramètres de risque et des variables financières à modéliser (taux d'intérêt, inflation, rendement des actions, volatilité implicite / historique...)
- Des fonctions d'adéquation entre l'actif et le passif (gestion du risque de liquidité et de taux)
- Des fonctions de calcul de la performance et du risque de chaque portefeuille (comprenant des techniques d'optimisation en fonction d'objectifs et de contraintes prédéfinis)
- Une vue synthétique par portefeuille (permettant la comparaison de différentes stratégies d'allocation quel que soit l'horizon de placement). Un tableau de bord pour le pilotage global de l'allocation (intégrant un reporting complet sur le risque et des perspectives d'évolution dans le temps)

Ces outils comprennent à la fois la génération de scénarii économiques (projection sur le long terme des valeurs de marché des actifs financiers et des variables macro-économiques), l'analyse des engagements de passif (lois de rachat dynamiques, simulation de dilution) et la détermination de l'allocation optimale. Ils doivent satisfaire à quatre principaux critères : exactitude, précision, cohérence et transparence.

Les outils internes

La quasi-totalité des investisseurs interrogés a développé elle-même ses outils de construction et de suivi d'allocation. Ils ne sont en général pas intégrés au système d'information et ne permettent donc pas de consolider les données, sauf dans le cas des grands assureurs qui ont développé leur propre modèle interne, partie prenante de SI.

Les Directions Financières en sont arrivées à cette décision car elles n'ont pas trouvé d'outils adaptés sur le marché. Ceux qui existent ne sont pas orientés multi-métiers, à savoir adaptés aux différentes fonctions (Front-Office ; Risk Management ; Middle & Back-Office).

« Après étude, nous avons constaté qu'il n'existe pas d'outil complet, à la fois en termes d'allocation stratégique, de reporting ou de calcul de SCR marché. Nous avons donc fait nous-mêmes. » Assureur

Pour le panel interrogé, les trois avantages majeurs d'un développement interne sont les suivants :

- Simulation sur mesure (les stress tests intègrent l'ensemble des calculs : ratios réglementaires + ratios financiers + contraintes opérationnelles)
- Intégration des données comptables
- Génération de rapports intégrés

1° famille : le 'fait-maison' (25% des répondants)

Il s'agit principalement d'outils déterministes, plus ou moins évolués, développés autour d'Excel ou d'Access. Le tableur peut s'avérer suffisant pour certains besoins. Il comprend pour cela les fonctions de calcul, d'optimiseur et de représentation graphique. Il peut être couplé à une base de données afin de gérer des séries historiques volumineuses et intégrer des flux de données de marché de type Bloomberg.

L'outil permet :

- La prise en compte des grands éléments de passif
- la saisie d'hypothèses sur les données par classe d'actifs et sur les chocs
- la projection de quelques scénarii
- la proposition d'une allocation par scénario

Ce type d'outil peut être réalisé à moindre coût par la Direction Financière ou le Service Actuariat et fournir des études internes sur mesure tout en répondant aux contraintes réglementaires.

Même s'il n'est pas facilement utilisable par tous (connaissance nécessaire des formules utilisées), il reste pratique, efficace pour déterminer d'assez nombreux scénarii et accessible car les principaux paramètres peuvent être connus et facilement modifiables.

« Notre outil est 100% interne. Nous conservons les données historiques de nos portefeuilles et des taux actuariels dans une base. En parallèle, nous récupérons dans Excel les données à jour de notre outil de gestion de portefeuille. Nous n'avions rien avant cet outil, pas de calculs... La mise en œuvre de Solvabilité II nous a obligés à formaliser la chose. » [IRP](#)

« Nous utilisons des outils du Groupe (risque et stress tests). Ils sont simples et rudimentaires mais nous conviennent parfaitement. Un large choix de classes d'actifs, une matrice Variance / Covariance prédéfinie et des données historiques sur 2 ans avec un pas hebdomadaire. Le Groupe est en charge du calibrage des outils et de la fréquence des données, en cohérence avec notre horizon de projection. » [Divers](#)

« Les scénarii envisagés sont basiques (ex : augmentation des taux 2% ou baisse des actions de 40%) et les matrices de corrélation issues de Solvency II (taux défaut Moody's pour les calculs de SCR) mais cela est déjà beaucoup pour notre Direction Générale. » [IRP](#)

2° famille : le 'sur-mesure' (45% des répondants)

Ce type d'outils quantitatifs concerne des applications plus sophistiquées, plus robustes car développées en langage Matlab ou C++. Il s'agit toujours de développements internes mais plus évolués qui présentent des modèles déterministes ou dynamiques.

Modèle déterministe	Modèle dynamique
<ul style="list-style-type: none">• Projection linéaire• Données historiques• Allocation à poids constants• Rebalancement périodique des actifs (composition du portefeuille constante au début de chaque sous-période)	<ul style="list-style-type: none">• Projection stochastique• Chemin d'allocation optimal• Utilisation de l'information au fur et à mesure du temps• Scénarios aléatoires• Simulations de rendement flexibles

Le développement d'outils internes garantit fiabilité et pérennité. Il combine plusieurs ingrédients : expertises, données historiques, scénarii évolutifs, approche multifactorielle... Il fournit une bonne vision du passif, de l'allocation optimale (frontière efficiente par classe d'actifs pondérée par des contraintes de passif : ratio prudentiel, duration, rating...) et des différents scénarii. Les calculs de risque sont établis à partir d'hypothèses internes et des directives d'amélioration de Place (ACPR).

Le modèle dynamique permet notamment :

- la définition détaillée des risques (action, taux, crédit, liquidité, immobilier)
- le paramétrage de nombreuses combinaisons d'hypothèses
- la génération de milliers de scénarii et d'allocations correspondantes
- l'adossement au passif
- la sélection de la meilleure allocation

Il intègre, pour chaque classe d'actifs et au niveau global du portefeuille :

- le budget de risque maximum, représenté par des probabilités de perte : calcul de VaR (à 95% ou 99%, sur 1 mois ou sur 1 an glissant selon les cas), de CVaR ou de de Max Drawdown
- l'estimation de rendement
- la valeur de marché des actifs et leur valeur comptable
- les scénarii de sortie selon les chocs

Il intègre en parallèle les éléments correspondants au passif (espérance de vie, taux d'inflation, funding ratio, âge de départ à la retraite, taux de remboursements anticipés, taux de sinistralité...). Il permet ainsi de définir le niveau de solvabilité et la capacité à prendre du risque. Pour les assureurs, le modèle doit ainsi s'adapter à deux environnements distincts ayant leur propre objectif de performance : la réglementation (Solvency II) et le 'monde réel' (modèle interne).

Là encore, il s'agit d'un outil indépendant du reste du système d'information mais qui est constamment testé, fiabilisé et parfois audité pour être conforme aux règles de Place.

Alors que les outils les plus simples calculent des SCR sur la base des hypothèses de choc et de la matrice de corrélation définies par l'Eiopa (matrice de référence qui définit un scénario central), les développements avancés proposent des variantes sur les scénarii et les régimes de corrélation (matrice de 300 x 300 facteurs sur les risques de marché ; adaptable selon les phases de marché).

Rares sont les outils internes qui proposent des fonctions de génération de scénarii macro-économiques : courbe des taux ; hypothèses de croissance ; spécificités géographiques... Dans la plupart des cas, ils intègrent ces paramètres en entrée, issus de progiciels, d'études internes ou d'Asset Managers / de Structureurs.

« Nous sommes sur un modèle dynamique à changement de régime, sur 2 niveaux de risque et 2 types de scénarii économiques. » [Caisse de Retraite](#)

« L'outil est commun au Groupe mais l'allocation est propre à chaque entité et adaptée aux spécificités locales. » [Assureur](#)

« Il s'agit d'un outil de projection du bilan dans le temps qui traite de 1000 à 5000 scénarii selon une vision stochastique. Nous réalisons des tests d'allocation qui nous permettent d'estimer l'impact sur notre rentabilité future. En sortie, nous produisons des éléments quantitatifs tels que la couverture des futurs cash flows, le coût du risque en capital et le ratio de solvabilité. » **Assureur**

« Notre outil combine à la fois un modèle d'allocation, des scénarii de risque et des scénarii économiques. Tout a été développé en interne et nous en sommes très satisfaits même si des améliorations sont encore possibles. » **IRP**

Les limites de ce type de modèle résident toutefois dans les difficultés d'évolution : ayant été longs et difficiles à développer, à tester puis à valider par le régulateur pour les modèles internes, ils sont également fastidieux à faire évoluer. Ainsi, une évolution majeure telle que l'intégration d'une nouvelle classe d'actifs, l'ajout de nouveaux ratios, peut s'avérer relativement longue à mettre en œuvre et doit donc être anticipée. Dans certains cas, des limites peuvent également apparaître en termes de temps ou de puissance de calcul.

« Notre outil est certes très complet mais parfois lourd : plus de 1 000 facteurs de risque, avec une matrice de variance/covariance à 1 600 entrées... » **Assureur**

« Des réajustements de l'outil sont effectués tous les trimestres, ce qui permet aux instances de décision d'anticiper. Mais un événement majeur (sortie de la Grèce de la zone Euro, défaut de l'Ukraine...) amènerait inévitablement à revoir aussitôt l'allocation stratégique... et éventuellement à reconsidérer notre modèle. » **Assureur**

« A ce jour, nous ne disposons que d'un seul indice synthétique sur l'Immobilier. Nous avons la volonté d'aller au-delà et de capter les effets propres à chaque classe d'actifs de manière plus précise. Une réflexion est en cours pour multiplier le nombre d'indices et d'agrégats de portefeuilles tout en faisant face aux problèmes opérationnels et aux contraintes de traitement. » **Assureur**

« C'est un outil qui est certes fiable et solide mais qui reste peu flexible ; il est encore difficile de réaliser des études ad hoc, simples et rapides. Nous sommes freinés in fine par la complexité des traitements, notamment sur les aspects comptables et la puissance des infrastructures requises. » **Assureur**

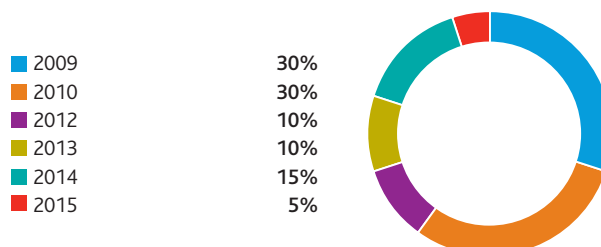
3^e famille : le co-développement (10% des répondants)

Faire appel à un spécialiste de l'actuariat facilite les problématiques de conception : une telle co-construction permet de discuter des options possibles et de déterminer un paramétrage ad hoc. Cette option nécessite néanmoins une appropriation de l'outil à défaut d'envisager un partenariat de long terme avec le concepteur.

« Notre outil a été développé sur mesure en 2012 avec l'aide d'un éditeur externe. Il était donc très complet et adapté à nos besoins mais n'ayant pas assuré de développements maison depuis, nous sommes aujourd'hui limités sur certains aspects, notamment la modélisation des changements de régime d'inflation. Il est désormais sous-utilisé. » **Divers**

S'il est difficile d'estimer le délai moyen de développement puisque l'outil continue d'évoluer au fur et à mesure des réflexions, on peut légitimement dire qu'il a en général fallu entre 1 et 3 ans pour aboutir à une première version, opérationnelle et stable.

Date de création de l'outil interne



En termes de lancement, on observe deux grandes tendances :

- les investisseurs qui ont commencé à réfléchir très tôt sur le sujet, notamment poussés par Bâle III et Solvabilité II, ce qui leur a permis de concevoir un outil dès 2009-2010 ou avant et qu'ils continuent d'optimiser depuis.
- les investisseurs qui ne sont pas soumis à un strict cadre réglementaire ou qui ont attendu que les grandes lignes se précisent avant d'entamer des développements ; ils sont opérationnels depuis peu mais suffisamment tout de même pour anticiper les échéances réglementaires.

Limites : des problèmes subsistent pour modéliser correctement certaines classes d'actifs, notamment les dérivés, et certaines contraintes comptables et réglementaires.

Ex : difficile de modéliser les grecques sur les BMTN structurés ; contraintes de calcul et de suivi sur des portefeuilles significatifs en Gestion Alternative (impact sur ratio S2).

Les progiciels (5% des répondants)

Même s'ils sont peu répandus en France, les outils du marché sont utilisés par certains investisseurs pour répondre à des besoins précis : stratégie d'allocation ou modèle interne partiel (D'Event – Dynacsys), génération de scénarii économiques (Barrie-Hibbert – Moody's Analytics), modélisation Actif-Passif (Actuaris, MoSes – Tower Watson, Mo.net® – OAC), engagements (PM Expert),... Ceux-ci permettent de bénéficier d'une large couverture fonctionnelle et de la maintenance réglementaire assurée par l'éditeur.

Pour autant, peu de progiciels sont finalement dédiés à la construction et au suivi de l'allocation. Il n'existe pas d'outil complet et suffisamment paramétrable pour répondre aux attentes des institutionnels français. La plupart des produits sont en effet des outils de modélisation assurantielle ou bien de simples outils de construction de portefeuilles d'OPCVM destinés aux Conseillers en Gestion de Patrimoine donc inadaptés.

Externalisation (15% des répondants)

Le choix d'un consultant pour définir son allocation stratégique s'avère pour certains le plus adapté : il s'agit d'un module quantitatif qui entre en ligne de compte dans les décisions finales mais qui n'est pas prépondérant ; la définition à long terme de l'allocation et sa révision annuelle ne justifie pas nécessairement un tel investissement, qui peut alors être réaffecté au suivi et au reporting.

Passer par un professionnel de l'investissement permet aussi de bénéficier de sa large connaissance des marchés et d'outils éprouvés.

« Nous leur fournissons nos paramètres ; nous définissons conjointement la matrice de corrélation et discutons des aspects de réglementation ; les outputs de leur modèle nous donnent l'allocation, l'espérance de rendement et la volatilité associée. » **Caisse de Retraite**

« Nous faisons appel à un consultant sur l'allocation et l'environnement macro-économique. Nous nous appuyons sur ses outils pour définir l'allocation cible et les hypothèses de stress tests. » **Assureur**

Modèles économiques

Si les approches divergent en termes d'outillage, il en est de même sur la manière d'appréhender la gestion globale des portefeuilles et des instruments.

Plate-forme de gestion

Certains acteurs ont réfléchi en amont sur la centralisation des portefeuilles sur une plate-forme unique afin de n'avoir à gérer qu'une seule allocation stratégique.

Deux principales raisons sont à l'origine de ce type de modèle :

- la volonté d'avoir une vue exhaustive et consolidée des portefeuilles
- les contraintes de transparence

L'agrégation de portefeuilles présente des problèmes opérationnels et des contraintes de traitement. Cela passe donc par un long chantier de centralisation des flux (agrégation chez un unique dépositaire et valorisateur) mais génère d'importants gains par la suite, notamment en termes d'évolutivité. Cela rend aussi l'allocation globale plus lisible, donc plus facile à piloter.

« Nous avons quinze établissements dans le monde mais un portefeuille unique. Nous n'avons pas de valeur ajoutée à gérer en direct (en étant moins cher mais avec de moindres rendements). Nous nous concentrons donc sur le pilotage de nos portefeuilles et de notre allocation. » **Assureur**

Le modèle centralisé peut être complété par un projet d'externalisation de la coordination des portefeuilles chez un seul gérant externe ('off-shoring' de la plate-forme de gestion). La sélection de ce gérant principal et de son outil correspond à la création d'une prestation externe qui commence à émerger aujourd'hui en France.

Cela revient à proposer un bouquet de services (indicateurs de risque tels que Max Drawdown, VaR, vue actif / passif, large choix d'actifs...) et un pilotage plus mobile, plus réactif qui s'avère à ce jour trop statique. De telles prestations existent à l'étranger mais ces acteurs connaissent encore trop peu le contexte et les spécificités françaises.

« Notre système est actuellement performant car simple. La complexité provient de la diversification envisagée. Au vu de son redéveloppement qui s'avère risqué, nous étudions plutôt une externalisation de la fonction en mode architecture ouverte. » **Divers**

« Nous nous estimons plus dynamiques que nos concurrents, car notre dispositif (gestion centralisée sur Paris, gestion déléguée auprès de gérants spécialisés) nous permet de nous organiser par classe d'actifs et par type de risque et non plus par portefeuille. » **Assureur**

Expertise & Taille critique

Rares sont les investisseurs institutionnels à disposer d'une expertise multi-classes d'actifs. L'analyse des opportunités d'investissement nécessite soit de se renforcer dans un domaine et cela peut s'avérer très coûteux, soit de déléguer ce savoir-faire.

A l'heure de la diversification, au vu de la taille et du nombre de ressources, les établissements préfèrent se concentrer sur une gestion classique, dans un environnement connu (portefeuilles de taux et immobilier en direct) et trouver des expertises spécifiques en externe.

« Notre équipe n'est pas dimensionnée pour investir sur les OPCVM ou les produits structurés, ce qui représente un véritable métier de spécialiste. Nous n'excluons par contre pas d'éventuelles incursions sur les OPCI Club. » **IRP**

« Nous n'avons aucune raison d'investir sur des produits risqués et non maîtrisés. Notre unique objectif étant d'être toujours présent dans 30 ans ! » **IRP**

« Nous maintenons notre allocation sur les FCPR (ex-FCPI ou dettes mezzanine) à 1-2% car nous manquons d'expertise dans le domaine. Malgré tout, nous n'avons pas envisagé de sous-traitance même si la décision et le suivi de ces fonds sont consommateurs de temps. » **IRP**

Il en est de même pour certains grands établissements dont le passif à gérer figure hors bilan : le Groupe ne souhaite pas investir dans une équipe interne importante. Le sujet est alors pris en charge par la Direction Financière et la Direction des Risques comme un sujet parmi d'autres.

La plupart des acteurs est lucide sur ses capacités d'investissement et adapte son allocation d'actifs en conséquence.

« Nous n'investissons pas sur des produits jugés trop compliqués, notamment les Infrastructures, sans compter que les marges sont clairement chez les structureurs, pas chez les financeurs. » **IRP**

« Avec un gérant de taux, un gérant immobilier et un outil externe de sélection de fonds, nous avons atteint notre taille critique en terme d'expertise. » **Assureur**

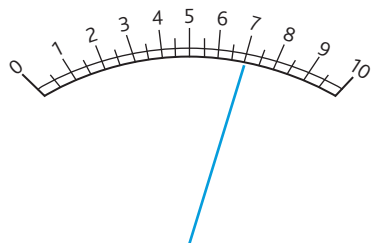
« Notre équipe est trop petite et n'a pas d'expertise sur les produits d'infrastructure mais nous tenons à garder la main sur l'allocation. Nous ne déléguons pas l'allocation globale. » **IRP**

Une évaluation très positive

Auto-évaluation

Quels que soient leur niveau d'avancement et les difficultés rencontrées, les investisseurs sont finalement plutôt contents de leur situation concernant leur allocation d'actifs.

En effet, d'après l'étude, lorsqu'il leur est demandé s'ils s'estiment suffisamment bien équipés et entourés, la moyenne s'établit à près de 7 sur une échelle de 1 à 10 (du moins au plus satisfait).



« Notre modèle et notre savoir-faire sont adaptés ; nous sommes sereins. » **Caisse de Retraite**

« Nous arrivons à être assez souples et réactifs mais non sans mal... » **IRP**

Autrement dit, malgré les fortes disparités, chacun pense être au niveau, en termes de moyens et d'outils, pour élaborer son allocation d'actifs stratégique et pour faire face à des scénarii de crise. Au vu des écarts entre les situations, on en conclut que les attentes et le niveau d'exigence ne sont pas forcément les mêmes en la matière.

Analyse croisée

Lorsqu'il leur est demandé s'ils s'estiment plutôt en avance ou en retard par rapport à leurs pairs, là-encore, la plupart est globalement optimiste en se jugeant au moins à leur niveau.

« Même si nous avons assez peu d'échanges avec nos pairs sur ce sujet précis, nous considérons être dans le peloton pour ce qui est de l'application et des process. » **IRP**

« Nous avons désormais des process solides et très structurés, une équipe de recherche très performante. Nous ne sommes clairement pas en retard. » **Divers**

« Si notre stratégie d'allocation est généralement conservatrice, nous savons également nous montrer innovants : nous avons été les pionniers de la diversification sur l'alternatif, notamment les infrastructures. » **Assureur**

« Nos travaux sur le sujet, notre proactivité et notre lobbying ont un impact sur les réflexions de Place. Par exemple, nos réflexions menées relativement tôt sur Solvabilité II ont donné lieu à de multiples échanges. » **Assureur**

« Nous sommes confiants dans notre expertise interne ainsi que sur nos capacités de recherche. Ces compétences nous permettent d'être plus agiles et plus réactifs que les concurrents. » **Assureur**

Certains aimeraient justement des échanges plus formalisés sur les approches d'allocation, des réunions ou clubs avec des pairs de passif comparable dans le cadre ou en dehors des cercles de l'Af2i ou de la FFSA.

Enfin, certains essayent de mener une analyse de concurrence pour savoir comment les autres abordent le sujet : 'Peer Group Analysis' sur le secteur, études internes à partir de données FFSA, analyse des actifs des concurrents.... Ces approches restent néanmoins très sommaires et insuffisantes.

III. Les techniques d'allocation comme vecteur de performance ?

Une évolution imposée par la réglementation

La difficulté à appréhender la situation économique actuelle, scénarii inflationniste versus déflationniste, a été accentuée par la réglementation. Les évolutions apportées par Solvency II ou AIFM ont en effet complexifié le travail pour les institutionnels.

D'une part, l'exercice d'allocation sous contrainte pour ne pas abaisser leur taux de solvabilité a mis certains acteurs sous pression. Il y a forcément dilemme entre l'investissement dans une classe d'actifs plus rémunératrice telle que les Actions à court terme et une analyse de solvabilité dégradée de 5%.

S'il n'y a pas d'impact immédiat côté S1, la gestion du capital s'avère désormais plus serrée pour S2 ; cette contrainte est particulièrement forte pour les compagnies d'assurance, partiellement pour les mutuelles et d'autant moins pour les IRP interrogées dont le ratio dépasse de deux à trois fois le taux de couverture.

Ces ratios étant plus volatils dans les conditions de marché actuelles, il convient d'être vigilant sur leur évolution.

« Avec un ratio S2 à près de 3,5, notre allocation n'est pas pilotée par la réglementation. » IRP

« Dans le contexte actuel de baisse des taux, la contrainte réglementaire n'est plus adaptée : en effet, il est aujourd'hui stupide de backer la durée de ses actifs sur celle de ces passifs alors que des produits de trésorerie dynamique rapportent plus que des taux à 30 ans. » IRP

Heureux sont ceux qui peuvent s'en défaire en ayant des marges de solvabilité élevées. Avec un SCR supérieur ou égal à 3, il est alors plus facile de piloter son allocation de manière grossière en effectuant les ajustements a posteriori. Des outils précis, pour finalement optimiser le SCR et non plus l'allocation, ne sont alors pas nécessaires.

Ce qui n'est pas le cas des établissements avec un SCR à 1,5 qui sont contraints, faute de latitude, de gérer selon les canons de Solvency II.

D'autre part, la Directive sur les Fonds d'Investissement Alternatif a conduit à augmenter la documentation sur les choix d'allocation (compliance, reporting) alors que les départements concernés travaillaient à moyens contraints.

« Nous avons ressenti une nette évolution de la part de la Gouvernance dans le niveau d'appétence au risque : la réglementation nous a indirectement offert plus de possibilité dans la prise de risque. » IRP

Par contre, le renforcement du contexte réglementaire a amené les investisseurs à privilégier le respect de ces contraintes sur la recherche de performance.

« Nos réserves LCR représentent environ les deux tiers de notre portefeuille. Là où nous envisagions traditionnellement un rendement de 5%, nous sommes aujourd'hui limités par une VaR à 3% max avec certaines limites... Si la loi Volcker et la loi bancaire ont permis d'augmenter la solidité de nos fonds propres, cela conditionne en revanche nettement nos allocations. » Divers

De plus, la mise en transparence des OPCVM imposée pour les assureurs et les caisses de prévoyance provoquent des couacs dans l'organisation.

« Les travaux de transposition en cours nous paraissent excessifs, pas tant sur les produits de taux que nous gérons en direct mais surtout sur les 60 OPCVM Actions à chaque fin de mois. » IRP

Remarque :

Le dernier rapport ORSA (rapport préparatoire sur l'évaluation interne des risques et de la solvabilité au niveau Groupe) a été jugé beaucoup trop scolaire par l'ACPR. Pour la plupart des établissements, l'objectif d'en faire un véritable outil de pilotage est encore loin.

Une pertinence qui reste à démontrer

Pour les investisseurs, concevoir une allocation d'actifs devient un exercice plus complexe compte tenu non seulement des conditions macro-économiques actuelles mais aussi et surtout de l'évolution dans les techniques de modélisation.

Les modèles ont en effet pris une place prépondérante ces dernières années dans l'élaboration et le suivi des allocations pour deux raisons :

- les progrès de la science actuarielle
- les récentes contraintes réglementaires

Depuis les années 90, les techniques de modélisation financière ont beaucoup évolué et permis l'émergence de modèles stochastiques. Même s'ils ne sont pas considérés comme un passage obligé, ces processus sont pour autant de plus en plus utilisés.

Au travers de cette étude, nous avons essayé d'identifier le rôle et l'apport de ces nouvelles techniques d'allocation d'actifs. Nous avons pour cela classé les acteurs en quatre grandes catégories.

Les sceptiques

Cette première catégorie rassemble les investisseurs qui rejettent ou sont peu 'croyants' dans les modèles. Ce sont de petites structures dont le cœur de métier n'est pas la Finance ou qui peuvent avoir délégué leur allocation. Ils considèrent en effet que l'allocation d'actifs est avant tout une question de bon sens, d'expérience et d'analyse des fondamentaux. Les aspects quantitatifs sont pris en compte mais dans un deuxième temps ou comme élément de vérification.

« Le modèle ressort ce qu'on lui a mis dedans. De ce côté-là, nous sommes vite satisfaits car peu exigeants... » Divers

« Nous avons finalement peu d'attentes vis-à-vis de l'outil car ce n'est qu'un indicateur parmi d'autres. Ce qui compte, c'est plutôt la pertinence des hypothèses et l'argumentation du discours face au Board. » Divers

Selon eux, le risque est de définir des hypothèses qui ne correspondent pas aux conditions de marché auxquelles les investisseurs seraient réellement exposés. En effet, les stress tests envisagés, tout comme ceux proposés par les régulateurs, s'appuient essentiellement sur les événements passés : crise des subprimes pour les obligations, pire drawdown pour le marché actions, crise des années 80-95 pour l'immobilier.... Et si ce n'était pas les bonnes références ?

Pour d'autres, les outputs générés par ces outils sont purement théoriques et parfois éloignés de la réalité voire incohérents : risques de modèle correspondant à des erreurs de spécification ou de calibrage.

« Les modèles stochastiques ne sont pas adaptés à la gestion d'actifs même s'ils sont très aboutis techniquement. Les brusques changements recommandés dans l'allocation seront potentiellement difficiles à mettre en œuvre pour la gouvernance. Ainsi, passer de 0 à 30% sur les pays émergents ne se fera pas du jour au lendemain... De même qu'il n'est pas réaliste de vouloir monter de 500 M€ sur l'immobilier en 3 mois. » **Assureur**

« Nous n'utilisons pas de la matrice variance/covariance car elle peut être sujette à caution : elle est établie sur la base de données historiques alors que la vision fondamentale a nettement été prise à revers sur les 10 dernières années. » **IRP**

« Même avec une batterie d'indicateurs et d'analyses, la robustesse de votre modèle n'est pas garantie. » **IRP**

Les pragmatiques

La deuxième catégorie correspond à une population qui voit les modèles comme un mal nécessaire. On y retrouve des acteurs de taille moyenne qui ont modestement investi dans de tels outils d'aide à la décision. Ils s'appuient sur ces outils sans pour autant révolutionner leurs pratiques dans la définition de l'allocation d'actifs. L'objectif final étant la couverture des engagements et la recherche de rendement, les outils doivent accompagner et valider les analyses. Ils sont donc considérés sans défiance ni excès de confiance.

« Nous ne sommes pas férus de modèle ni de science actuarielle mais avons en place ce qu'il faut pour piloter nos résultats financiers. Nous gérons en bon père de famille, en investissant dans ce que l'on comprend, sans chercher midi à 14h. Nous sommes prêts à louer les 20 premiers points de remontée des marchés pour ne pas prendre de risques. » **IRP**

« Si la construction de l'allocation s'effectue en début d'année, par la définition du couple rendement / risque, des ajustements peuvent intervenir en cours d'année pour cibler l'allocation optimum. Il faut rester constamment vigilant : ce n'est qu'un outil statistique... » **Divers**

« Notre outil d'allocation nous paraît suffisant même s'il n'est pas très complexe ; nous n'avons pas prévu de le faire évoluer. » **Divers**

« Notre prise de décision n'est pas guidée par l'outil ; l'outil est pris en compte dans la décision mais ne décide pas à notre place. » **Assureur**

Les consensuels

Dans cette troisième catégorie, nous retrouvons ceux qui sont persuadés de l'apport des outils quantitatifs mais qui croisent les résultats avec une approche qualitative et cherchent à faire converger les deux. Ce sont des banques, assureurs ou mutuelles qui ont progressivement fait évoluer leur modèle pour les mettre aux normes de Place.

Selon eux, le qualitatif doit passer avant le quantitatif, c'est-à-dire l'analyse quantitative comme support de l'analyse qualitative et non l'inverse. En effet, trop souvent la construction de portefeuille se fait selon une optimisation de portefeuille mathématique qui éclipsé d'autres options.

C'est dans le cadre des comités de gestion que les scénarii de marché proposés (issus de ces modèles mathématiques / économétriques) sont tempérés par les inputs des gérants et permettent de dégager un consensus au fil des itérations.

« Nous avons un bon équilibre entre l'approche fondamentale et l'expérience des marchés. Le dialogue permet le mix des scénarii et aboutit forcément au compromis. Il n'y a pas de divergence entre les économistes et les gérants dans la mesure où l'approche économique se limite au niveau classes d'actifs et les sous-classes d'actifs restent le domaine des gérants. » **IRP**

« Ne faisant pas partie d'un quelconque panel, nos opinions peuvent être déjugées en interne ; ce mode de fonctionnement permet plus de souplesse, de réactivité et évite toute position d'ego. A l'inverse, l'apparition de nouvelles classes d'actifs requiert plus de réflexion. Nous privilégions cette approche quitte à passer à côté d'opportunités... » **IRP**

Les convaincus

Parmi cette dernière catégorie figurent ceux qui croient fermement à toutes ces nouvelles techniques d'allocation. Il s'agit d'établissements de grande taille dans le monde de l'assurance, de la retraite ou de la prévoyance qui investissent massivement dans leurs outils.

Le modèle est un élément important dans la prise de décision sinon la référence. L'objectif est donc de le perfectionner et de le rendre le plus efficace possible : prise en compte de divers flux, paramétrage exhaustif, fiabilité des données historiques... Les efforts de recherche et de veille sont orientés dans l'amélioration de l'outil, à grand renfort de statisticiens et de développeurs.

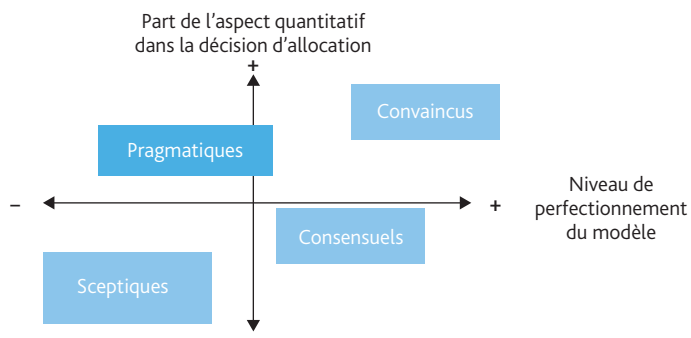
Au-delà de la réduction des risques, il est question d'optimiser à la fois la modélisation du passif et la performance à long terme des portefeuilles.

« Aujourd'hui, l'objectif d'agrégation des actifs sur un seul indice est atteignable dès lors qu'il est possible de définir la poche Actions de manière plus granulaire et de modéliser des comportements différents entre les positions. » **Assureur**

« Nous réalisons des hypothèses sur 10 000 portefeuilles et ne retenons pour analyse que les 100 pires cas dans 10 ans. Nous sélectionnons ensuite le portefeuille qui maximalise le rendement à un niveau de risque pré-fixé. » **Caisse de Retraite**

« L'environnement de marché a un fort impact sur les décisions qualitatives. Nous préférons nous en remettre à notre modèle sur les tendances de long terme. Certaines classes d'actifs ne sont aujourd'hui pas finement modélisées ; nous utilisons des proxys en attendant. » **Assureur**

« Ces mécanismes de solvabilité sont déjà appliqués en interne depuis longtemps. Nous tâchons désormais d'améliorer notre réactivité face à de potentiels scénarii extrêmes. » **Assureur**



Au vu des résultats de l'étude, nous tenons à rappeler que, pour les investisseurs institutionnels, les modèles mathématiques ne sont avant tout que des modèles, des outils d'aide à la décision. S'ils permettent d'appréhender espérances de rendement et probabilités d'occurrence, ils dépendent fortement des hypothèses envisagées et des méthodes de calcul retenues.

C'est pourquoi l'avantage des nouvelles techniques d'allocation ne paraît à ce jour pas déterminant mais on peut penser que dans cette période de relatif optimisme, elles n'ont pas encore vraiment pu faire leurs preuves. Ainsi faudra-t-il attendre une prochaine crise pour en valider la pertinence.

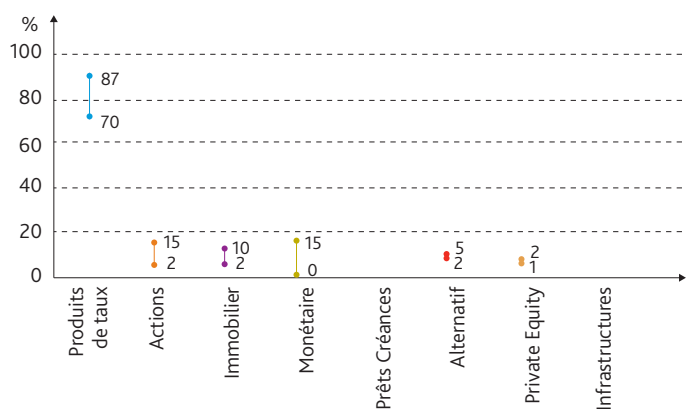
Annexe 1 : Périmètre et panel de l'enquête

Les analyses présentées dans ce rapport d'étude reposent sur des entretiens téléphoniques et de visu, conduits entre février et mars 2015 avec un échantillon d'investisseurs de long terme sollicités à partir d'un guide d'entretien détaillé élaboré par Capteo.

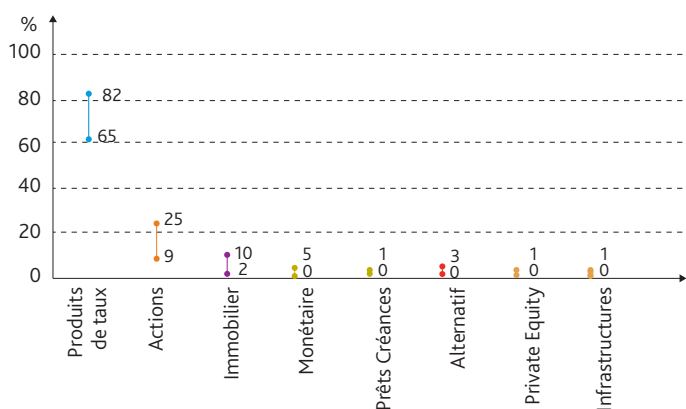
Assureurs (6)	Caisses de Retraite & Assimilés (4)	IRP (5)	Divers (5)
Allianz France	Agirc-Arrco	AG2R La Mondiale	ANCV
Axa France	CARMF	Agrica	CA Aquitaine
Coface	CDC Retraites	Groupe IRCM	CA Centre France
Euler Hermès	FRR	Groupe Klésia	EDF
Matmut		OCIRP	GDF Suez

Annexe 2 : allocation d'actifs par catégorie

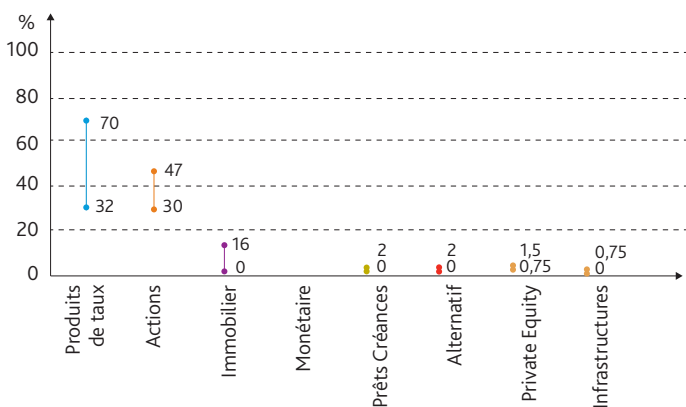
Catégorie 1 (assureurs)



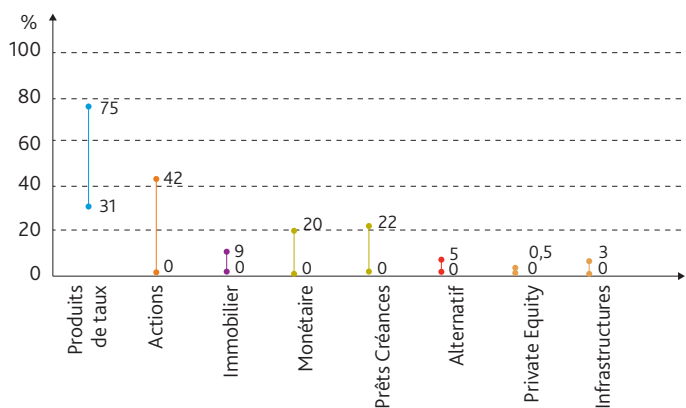
Catégorie 3 (Irp)



Catégorie 2 (caisses de retraites & assimilés)



Catégorie 4 (divers)



Annexe 3 : réglementation solvabilité 2

La Directive Solvabilité II va entrer en vigueur au 1er janvier 2016. Elle impose une meilleure adaptation des capitaux propres exigés des compagnies d'assurances et de réassurance avec les risques que celles-ci encourent dans leur activité.

Le capital de solvabilité requis (SCR) est le capital cible nécessaire pour absorber le choc provoqué par un risque majeur. Il est devenu l'outil de référence des établissements et des autorités de contrôle.

Le SCR Marché prend en compte six facteurs de risque (taux, actions, spread, immobilier, spread, change, concentration) sur les éléments de l'actif et du passif estimés à leur valeur de marché.

La formule standard de calcul de ce SCR permet de contrôler la probabilité de ruine à un an et de la limiter à moins de 0,5 %. Une autre alternative proposée aux assureurs est l'utilisation d'un modèle interne complet (basé sur leur structure de risque spécifique). Dans ce cas, une validation de l'autorité de contrôle est requise préalablement à la détermination effective du SCR à partir du modèle interne.

Les principales hypothèses sous-jacentes à la structure générale de la formule standard proposées par l'EIOPA sont les suivantes :

- Les effets de diversification des risques sont pris en compte lors de l'agrégation des exigences de fonds propres à l'aide de matrices de corrélation. On obtient le SCR global en agrégeant les résultats des différents modules suivant des techniques de corrélation linéaire.
- Le SCR couvre les risques quantifiables liés aux contrats en cours mais aussi aux contrats dont la souscription est anticipée dans les douze prochains mois. Toutefois, la variation de la valeur des actifs et des passifs au cours des 12 mois qui suivent le stress n'est pas prise en compte étant donné la nature instantanée du stress.
- Le SCR est calibré avec la valeur à risque (VaR) des fonds propres de base d'une entreprise d'assurance ou de réassurance, avec un niveau de confiance de 99,5 % à l'horizon d'un an. Cet objectif de calibrage est appliqué à chaque module ou sous-module de risque.

La réglementation a un impact fort sur la structure du passif puisque le calcul du SCR peut être très différent selon les écarts de composition et de durée entre l'actif et le passif.

Elle est également contraignante pour l'allocation stratégique des assureurs car celle-ci doit désormais s'effectuer en tenant compte de la consommation en capital. Ainsi, il s'agit désormais d'investir sur des actifs à moindre coût en fonds propres réglementaires.

Pour plus d'informations, contactez votre équipe en France

Equipe Commerciale

Aberdeen Asset Management (France)

Washington Plaza - 29, rue de Berri
75408 Paris
Cedex 08
Tél : +01 73 09 03 00

Frederic Lejeune

Head of Business Development France-Monaco
Tél: +33 1 73 09 03 03
Email: frederic.lejeune@aberdeen-asset.com

Christine Duboÿs

Senior Business Development Manager
Tél: +33 1 73 09 03 05
Email: christine.duboy@aberdeen-asset.com

Amelie Lindrec

Business Development Manager
Tél: +33 1 73 09 03 06
Email: amelie.lindrec@aberdeen-asset.com

Florent Pettenello

Senior Business Development Manager
Tél: +33 1 73 09 03 12
Email: florent.pettenello@aberdeen-asset.com

Gilles Texier

Senior Business Development Manager
Tél: +33 1 73 09 03 04
Email: gilles.texier@aberdeen-asset.com

Marketing, Communication & Relations Presse

Caroline Espinal-Vincent

Regional Marketing Manager – Europe
Tél: +33 1 73 09 03 08
Email: caroline.espinal@aberdeen-asset.com

Angelina Puyo

Marketing Executive
Tél: +33 1 73 09 04 12
Email: angelina.puyo@aberdeen-asset.com

Service Client

Carine Tocaven

Business Development Executive
Tél: +33 1 73 09 03 07
Email: carine.tocaven@aberdeen-asset.com

Cheng ZHANG

Intern Business Development Executive
Tél: +33 1 73 09 03 09
Email: cheng.zhang@aberdeen-asset.com

Site internet

aberdeen-asset.fr

Informations importantes :**© Aberdeen Asset Management**

Ce document a été élaboré par Aberdeen Asset Management Gestion, avec le plus grand soin et en toute bonne foi. Les informations et analyses descriptives ou statistiques communiquées ont été obtenues auprès de sources qui peuvent être considérées comme fiables mais ne sauraient engager la responsabilité d'Aberdeen Asset Management Gestion. Ce document est fourni exclusivement à titre d'information et à l'usage du destinataire. Il ne constitue ni une offre ni une recommandation en vue de l'achat ou de la vente d'instruments financiers ou de services bancaires et ne saurait délier le destinataire de la nécessité de former son propre jugement. La reproduction intégrale ou partielle du présent document sans l'accord écrit préalable d'Aberdeen Asset Management Gestion est interdite. Tout contrevenant s'expose à des poursuites. Il est expressément stipulé que ce document ne s'adresse pas aux personnes soumises à une législation leur interdisant l'accès à de telles informations du fait de leur nationalité ou de leur domicile.

Etude réalisée en collaboration avec Captéo.

Aberdeen Asset Management Gestion

Washington Plaza

29 rue de Berri

75408 Paris Cedex 08

Tél : +33 1 73 09 03 19

Fax : +33 1 73 09 03 28

aberdeen-asset.fr

121019658

