

La gestion **à cliquets**: de la pure protection à une vraie asymétrie

L'application de manière flexible des principes d'assurance de portefeuille sous-jacents à la gestion à cliquets engendre des résultats attractifs. Le point sur cette évolution.

SIX APPROCHES DE LA GESTION À CLIQUETS



*René Sieber
Associé,
co-fondateur
de Dynagest SA,
chargé de cours
en finance,
HEC, Université
de Genève.*

► **Au cours des dernières** années, l'objectif prioritaire de nombreux produits offrant une approche de gestion à cliquets est progressivement passé de la protection d'un plancher d'investissement absolu, ajustable uniquement à la hausse, à la génération d'investissements caractérisés par des profils de rendement véritablement asymétriques. Cette application plus flexible des principes d'assurance de portefeuille sous-jacents a permis de lancer de nouveaux produits collectifs capables de faire face à des volatilités élevées et à des niveaux de taux d'intérêt à court terme réduits. Faire le point sur

cette évolution est le but de cet article qui présente notamment les résultats d'une gestion pro forma sur le marché des actions allemandes qui historiquement a toujours été caractérisé par une volatilité substantielle. Figurant dans le tableau de la page suivante, les résultats de ces «back testing» ont été obtenus en prenant en compte les frais de gestion et de transactions.

La variante 1 correspond à une version «pure» de la gestion à cliquets qui vise à protéger un plancher de 90% non seulement de l'investissement initial, mais aussi du niveau le plus élevé atteint par celui-ci, soit un plancher absolu uniquement ajustable à la hausse, pour une exposition de base de 100%.

La variante 2 correspond également à une version «pure», mais avec un plancher moins élevé, en l'occurrence de 80%. Avec une tolérance de

risque plus élevée, pour un niveau d'exposition de base identique de 100%, les ajustements d'exposition s'avèrent moins importants.

Des approches plus réactives

Si les quatre autres approches analysées prennent toutes en considération un plancher de base identique à celui de la variante 1 (90%) pour une exposition de base de 100%, chacune intègre en revanche un élément de nature à dynamiser la réactivité à la hausse tout en maintenant un caractère défensif à la baisse.

Ainsi, la variante 3 maintient un niveau minimum d'exposition, en l'occurrence de 30%, dans l'actif risqué sous-jacent. En cas de baisse de ce dernier, l'exposition n'est pas réduite en-dessous du minimum et la valeur de l'investissement peut passer en-dessous du niveau atteint par le plancher qui devient ainsi un «soft floor».

La variante 4 intègre, dans le cadre d'une gestion pure, l'imputation des frais au plancher. La gestion de l'exposition n'est par conséquent plus affectée par le niveau des frais.

Les variantes 5 et 6 prévoient la possibilité d'abaisser le plancher, afin de reprendre de l'exposition, lorsque celle-ci a été réduite, après un mouvement de baisse du sous-jacent ou suite à une période prolongée d'allers-retours sans tendance. Dans les deux cas, un budget de risque annuel supplémentaire prédéfini est envisagé. Ainsi, dans la gestion pro-forma qui nous intéresse, l'abaissement du plancher est de 5% au maximum de la valeur de l'investissement initial durant la première année. Les années suivantes, cet abaissement est de 8% p.a. au maximum sur la valeur de l'in-

vestissement à la fin de l'année précédente. Afin d'assurer une continuité dans la capacité à reprendre de l'exposition dans l'actif risqué sous-jacent, la variante 6 prévoit encore la possibilité d'utiliser durant le premier trimestre de l'année en cours l'éventuel solde du budget de reprise de risque de l'année précédente.

Dans le cadre de la variante 5, les reprises de risque sont effectuées,

On constate que les meilleurs résultats ont été obtenus avec les approches de reprises de risque.

si nécessaire, à fréquence fixe, à la fin de chaque trimestre. Dans le cadre de la variante 6, les reprises de risque sont effectuées de manière conditionnelle, selon l'évolution de l'actif risqué sous-jacent, en l'occurrence sur la base d'un modèle statistique identifiant des mouvements de baisses extrêmes de celui-ci.

Avantages sur le long terme

La période choisie pour appliquer ces six approches de la gestion à cliquets ainsi que sa durée permettent d'évaluer significativement les apports respectifs de chaque approche. En effet, les années 1985-2005 intègrent dans leur dernier tiers d'une part, la fin d'une bulle qualifiée quasi unanimement de spéculative, l'une des corrections les plus importantes subies par les marchés d'actions, d'autre part, un rebond très spectaculaire.

Alors que sur l'ensemble de la période, l'indice DAX 30, représentatif du marché des actions allemandes, enregistrait une hausse moyenne de 9,1% par an, la gestion à cliquets,

dans sa version «pure» (variante 1), progressait, nette de frais, de 6,7% p.a. Si la gestion «pure» de la variante 2 ne modifiait que marginalement ce résultat, les quatre autres approches permettaient chacune une amélioration substantielle.

Il faut en particulier souligner l'amélioration obtenue avec la seule imputation des frais au plancher qui implique un abaissement de celui-ci entre deux relèvements au pro rata des frais chargés. Cette unique différence avec la variante 1 se traduisait par une hausse du résultat moyen de 6,7% à 7,4% p.a.

Force est cependant de constater que les meilleurs résultats ont été obtenus avec les approches de reprises de risque. La rentabilité moyenne s'élevait à 8% p.a. avec la variante 5 basée sur des reprises à fréquence fixe;

elle atteignait même 8,6% p.a. avec la variante 6 intégrant des reprises conditionnelles. En outre, ces deux variantes se comparaient de manière favorable en termes de volatilité, avec respectivement 11,5% et 11,8%, contre 22,8% pour l'indice DAX 30.

La chute et le rebond

Analyser les deux sous-périodes que constituent la chute boursière de mars 2000 à mars 2003 et le rebond jusqu'à fin septembre 2005 est intéressant à plus d'un titre. On constate d'abord que les versions «pures» ont parfaitement rempli leur mission prioritaire de protection durant la première sous-période qui a vu le DAX 30 perdre près de 73% de sa valeur au 7 mars 2000 (35% p.a.). Ces deux variantes n'ont en effet respectivement reculé que de 10% (3,4%

Performance simulée de différentes approches de gestion à cliquets

(indice DAX 30: 1985 – 30.09.05)

	1985 – 30.9.05			7.3.00 – 12.3.03				12.3.03 – 30.9.05			
	Rentabilité (p.a.)	Volatilité	Ratio de Sharpe	Niveau ¹ 07/03/00	Niveau ¹ 12/03/03	Rentabilité (p.a.)	Volatilité (p.a.)	Niveau ¹ 30/9/05	Rentabilité (p.a.)	Volatilité	Ratio Sharpe
Marché sous-jacent											
Indice DAX 30	9,1%	22,8%	0,19	982	268	-35,0%	32,5%	614	38,3%	20,1%	1,80
Gestion à cliquets^{2,3}											
Var 1: «Pure»	6,7%	7,8%	0,24	407	366	-3,4%	3,7%	388	2,3%	3,0%	0,0
Var 2: «Pure»	6,8%	10,4%	0,19	460	369	-7,1%	6,8%	395	2,7%	2,2%	0,29
Var 3: Expo. min. de 30%	7,9%	10,1%	0,31	548	377	-11,7%	10,1%	488	10,6%	6,0%	1,41
Var 4: Frais imputés au plancher	7,4%	8,9%	0,29	448	385	-4,9%	4,1%	438	5,2%	7,2%	0,43
Var 5: Reprises risque à fréquence fixe ⁴	8,0%	11,8%	0,27	503	345	-11,7%	9,5%	490	14,7%	13,6%	0,93
Var 6: Reprises risque conditionnelles ⁴	8,6%	11,5%	0,33	563	391	-11,4%	7,6%	559	15,1%	13,7%	0,95
Court terme	4,8%			225	253	4,0%		266	2,1%		

(1) Niveau atteint par l'investissement (base = 100 le 1.1.1985). (2) Après commission de gestion de 1,50% p.a. et frais de transactions. (3) A l'exception de la variante 2, les niveaux de base du plancher et de l'exposition sont respectivement de 90% et de 100%. Pour la variante 2, le niveau de base du plancher est de 80%, pour une même exposition de base de 100%. (4) Abaissement du plancher de 5% maximum de la valeur de l'investissement initial durant la 1ère année, de 8% p.a. maximum les années suivantes sur la valeur de l'investissement à la fin de l'année précédente.

p.a.) et de 19,9% (7,1% p.a.), assurant ainsi la protection du niveau atteint par leurs planchers le 7 mars 2000. En revanche, lors du rebond, l'exposition dans l'actif risqué ayant dû être ramenée quasiment à zéro, ces deux approches se sont davantage apparentées à des placements hors risque, puisqu'elles n'ont guère permis de participer à la hausse de 129% (20,1% p.a.) du DAX 30 depuis son niveau du 12 mars 2003.

Si les deux approches de reprises de risque ont évidemment offert une moindre protection lors de la correction, leurs baisses sont toutefois restées très éloignées du recul subi par le sous-jacent. En effet, ces dernières ont atteint 31,4% (11,7% p.a.) pour la variante 5 et 30,6% (11,4% p.a.) pour la variante 6. Lors du rebond, ces deux approches ont en revanche permis des participations significatives à la hausse, avec des progressions respectives depuis le 12 mars 2003 de 42% (14,7% p.a.) et de 43,1% (15,1% p.a.). Au bénéfice de telles hausses, un investisseur a pu récupérer sur le rebond la presque totalité – 94% avec des reprises de risque à fréquence fixe, 98% avec la systématique de reprises conditionnelles – de ce qu'il avait perdu dans la baisse, alors que, à fin septembre 2005, le DAX 30 avait repris à peine la moitié de ce qu'il avait abandonné dans sa chute.

Du pro forma à la réalité

Appliquer de manière plus flexible les principes d'assurance de portefeuille sous-jacents à la gestion à cliquets engendre clairement des résultats attractifs. Ceux-ci ne se limitent d'ailleurs pas au seul cas de la gestion pro forma analysée.

Des résultats analogues ont été obtenus sur d'autres marchés d'actions ou sur des marchés d'obligations à long terme.

Aujourd'hui, en Suisse, plusieurs fonds de placement sont distribués qui intègrent à des degrés divers une ou plusieurs des variantes présentées. Parmi ces produits figurent notamment deux fonds de la Banque Cantonale Vaudoise. Il s'agit de deux fonds consacrés aux principaux marchés d'actions mondiaux qui intègrent des reprises de risque périodiques,

En Suisse, plusieurs fonds intègrent à des degrés divers une ou plusieurs des variantes présentées.

basées partiellement sur une systématique de reprises conditionnelles: l'AMC Fund-BCV Dynamic Floor Fund World Expoequity REP (EUR) et l'AMC Fund-BCV Dynamic Floor Fund World Expoequity REP (CHF). Y figurent également deux fonds de la Banque Sarasin dont le Global Return Fund, un fonds d'allocation d'actifs qui combine de manière totalement systématique des reprises de risque conditionnelles avec le maintien de niveaux d'exposition minimum et l'imputation des frais au plancher. Outre le Global Return Fund investi pour moitié sur les obligations à long terme en Euro et pour moitié sur les principaux marchés d'actions mondiaux, la Banque Sarasin a aussi intégré en mai 2005 une systématique de reprises de risque conditionnelles assortie d'un maintien de niveaux d'exposition minimum dans le BlueChipSar Fund consacré aux principaux marchés d'actions mondiaux. ■