

Entretien croisé

Gestion assurantielle

«En période de crise, la gouvernance doit permettre de prendre les bonnes décisions rapidement»



IBRAHIMA KOBAR,
directeur des gestions,
Ostrum AM

Après les très fortes corrections enregistrées sur les marchés financiers au cœur de la crise sanitaire, les compagnies d'assurances et les mutuelles comme Agrica ont souhaité revenir vers les actifs à risque. Certaines ont privilégié les actions, d'autres le crédit. Les sociétés de gestion spécialisées dans la gestion assurantielle, à l'image d'Ostrum, ont été très actives afin que leurs clients puissent bénéficier des opportunités de marché. D'un point de vue structurel, la crise sanitaire devrait renforcer les tendances en cours, notamment la diversification vers les actifs réels (à l'exception peut-être de la dette privée), et l'émergence de techniques de gestion plus complexes (gestions thématiques etc.). Enfin, la réglementation agit toujours comme une forte contrainte dans la prise de risque. Toutefois, les groupes qui disposent d'une gouvernance efficace parviennent à dépasser cette contrainte et semblent mieux armés face à la crise.

Quelles sont les grandes lignes de l'allocation stratégique des compagnies d'assurances et de quelles marges de manœuvre disposent-elles ?

Pierre Richert : Nous possédons une spécificité en tant que compagnie d'assurances : notre passif est principalement long car composé en grande partie d'engagements de retraite. Par ailleurs, nous sommes soumis

à de nombreuses contraintes réglementaires comme la directive Solvabilité 2 qui conditionnent nos allocations. La loi Pacte nous pousse également à modifier notre business model en créant une offre en unités de compte alors que jusqu'à présent nous mettions principalement en avant nos fonds en euros. Enfin, il convient de souligner que le contexte de marché apporte des contraintes supplémentaires liées au niveau des taux bas et à la volatilité sur les marchés actions. Nous avons donc dû modifier notre approche en termes d'allocation d'actifs. Celle-ci se foca-

lise maintenant sur une gestion ex ante des risques et s'appuie sur quatre objectifs : parvenir à concilier l'actif et le passif, maîtriser la volatilité de notre ratio de solvabilité, générer du rendement et créer de la valeur. Pour mettre en œuvre ces objectifs, nous utilisons un nouvel outil technologique appelé Oolibba. Il permet d'établir une matrice des risques et de piloter notre allocation d'actifs. Il nous a poussé à diminuer notre exposition aux marchés du crédit en 2018 et aux actions en 2019. En parallèle, nous travaillons à la diversification de notre alloca-

tion notamment à travers des stratégies convexes qui limitent les pertes extrêmes. En 2018, cette stratégie nous a permis de délivrer une belle performance, légèrement obérée en 2019 compte tenu de la progression des actions. Elle nous a aussi conduits à entamer l'année 2020 avec un niveau de trésorerie important, qui nous a permis à la fois de faire face aux problèmes de trésorerie liés à la Covid avec trois à six mois d'avance sur cotisation, et de revenir massivement sur les actions après le déclenchement de la crise sanitaire. Lorsque le CAC 40 est



«Notre équipe de gestion assurantielle a été particulièrement active pendant la crise : nous avons réalisé 7,5 milliards d'euros de transactions.»

«Nous avons abordé la crise avec un matelas de trésorerie conséquent qui nous a notamment permis de revenir massivement sur les actions après le déclenchement de la crise sanitaire.»



PIERRE RICHERT,
directeur
financier,
Agrica

descendu à 3 600 points intraday, nous avons en effet décidé de revenir sur les actions et de profiter de cette baisse très forte des prix. Actuellement, notre allocation se répartit ainsi entre 26 % d'actions, 10 % d'immobilier, 60 % d'obligations et 4 % de trésorerie. Concernant les obligations, si nous avons augmenté ces dernières années la part du souverain par rapport au crédit, nous nous refusons à investir sur des titres affichant un rendement inférieur à 1 %.

Ibrahima Kobar : L'allocation stratégique relève de la responsabilité du directeur financier de la compagnie d'assurances. Nous constatons dans les compagnies d'assurances qui nous confient leur actif général que l'allocation stratégique se répartit actuellement entre 80 % d'obligations, 16 % d'actions et 4 % de trésorerie. Les gérants se voient attribuer une marge de manœuvre de +/- 2 % autour de ces grandes masses. En ce qui concerne la poche obligataire, elle est composée de titres souve-

rains et de crédit corporate dont il s'agit de piloter la duration et le niveau de rating. Elle intègre aussi une dimension rendement avec des titres notés en catégorie high yield, de la dette émergente ou de la dette encore subordonnée. Nous avons tous pu constater par ailleurs la volonté des compagnies d'investir en direct dans l'économie à travers des fonds de dette. Sur la partie actions, les compagnies d'assurances cherchent à arbitrer entre les titres cotés et les titres non cotés. Nous notons également une croissance importante des stratégies actions assorties de couverture et/ou des stratégies à faible volatilité.

Ces marges de manœuvre ont-elles été utilisées ces dernières semaines ?

Ibrahima Kobar : Oui, elles ont été utilisées. En 2019, les taux d'intérêt ont été à nouveau orientés à la baisse. Les opportunités étaient ainsi peu nombreuses, ce qui a conduit les compagnies

d'assurances à démarrer l'année avec des niveaux de liquidité importants. Au mois de janvier, certains gérants avaient déjà rempli leurs objectifs de plus-values sur les actions, d'autres y sont parvenus en février, ce qui a permis aussi de prendre des profits et de libérer des liquidités. Elles ont été utiles après le déclenchement de la crise sanitaire car les opportunités ont été nombreuses sur les obligations. Un titre comme ADP par exemple affichait un spread de 25 points de base, celui-ci a grimpé à 200 points de base au mois de mars ; l'écartement est considérable sur un titre dont la qualité reste bonne. Notre équipe de gestion assurantielle a été particulièrement active pendant la crise : nous avons réalisé 7,5 milliards d'euros de transactions, cela a été possible car les compagnies d'assurances disposaient de trésorerie. Pendant les périodes de crise, la liquidité se réduit, il est donc difficile de procéder à des arbitrages, c'est-à-dire de céder des titres pour en acquérir d'autres. Plus généri-

quement, il est important – qu'il s'agisse d'ailleurs de l'allocation stratégique ou de l'allocation tactique – d'anticiper l'évolution des marchés financiers afin d'être en capacité, en cas de stress important, de revenir saisir des opportunités.

Peut-on établir une dichotomie entre les compagnies d'assurances qui ont misé sur les actions et celles qui ont privilégié les obligations à la suite des mouvements de marché de février et mars ?

Ibrahima Kobar : J'ai mentionné les mouvements réalisés sur les taux, mais il y avait également des opportunités importantes sur les actions : le CAC 40 est descendu jusqu'à 3 750 points à la clôture, certaines valeurs ont été fortement impactées. Nous avons en revanche suspendu nos investissements dans la dette privilégiée pendant cette période.

Pierre Richert : Nous considérons que la prochaine crise

proviendra des marchés obligataires. L'endettement atteint des sommets et il faudra faire attention au crédit car de nombreuses sociétés ont pâti de la crise sanitaire. Pour autant, il est vrai que nous avons également su profiter d'opportunités sur le marché du crédit liées à un écartement des spreads, mais nous avons privilégié les actions qui nous semblent plus attractives.

Ibrahima Kobar : Concernant le crédit, il nous a semblé judicieux de se positionner sur des titres de bonne qualité avec des niveaux de spread attractifs. Sur les 12 derniers mois, le crédit de bonne qualité affichait des taux faibles voire négatifs, nous étions de ce fait obligés d'investir plus massivement sur des titres moins bien notés pour capter du rendement. A contrario, ces dernières semaines, nous avons pu améliorer la qualité globale de nos portefeuilles, tout en augmentant son rendement. Cette stratégie suppose tout de même une très bonne capacité d'analyse ; en effet, comme vous l'avez souligné, la crise sanitaire devrait peser sur de nombreuses entreprises, nous devons donc être très sélectifs.

Vous avez indiqué avoir suspendu vos investissements sur la dette privée, est-ce qu'il s'agit simplement d'un repli tactique ?

Ibrahima Kobar : Avant la crise sanitaire, les investisseurs institutionnels se positionnaient sur les actifs réels à la recherche de rendement. La dette privée par exemple offrait un rendement de 2 % contre un rendement négatif ou nul pour des obligations de même maturité. Elle bénéficiait ainsi d'une prime d'illiquidité qu'il s'agissait d'aller capter. Mais le déclen-

chement de la crise a conduit à un écartement des spreads qui a diminué ponctuellement la pertinence de cette classe d'actifs. Du côté de l'offre aussi, le confinement n'était pas propice au lancement de produits : en effet, la dette privée suppose d'avoir une bonne capacité d'analyse, mais aussi d'aller à la rencontre des entrepreneurs. D'un point de vue structurel, celle-ci pourrait redevenir intéressante si les marchés se normalisent. Si les taux redeviennent bas sur la dette corporate, les institutionnels vont être à nouveau à la recherche de rendement afin de répondre à leurs exigences au passif.

Pierre Richert : En matière d'actifs réels, nous sommes principalement investis sur de l'immobilier. Nous achetons des immeubles en direct et nous nous assurons de créer de la valeur sur chaque opération. A titre d'exemple, nous avons acheté il y a quatre ans un immeuble à Clichy pour un montant de 53 millions d'euros, nous avons engagé des travaux de l'ordre de 11 millions d'euros. Au bout de deux ans, nous avons un acheteur à 86 millions d'euros. Nous menons systématiquement ce type d'opération, nous restructurons des biens et les vendons ou les mettons en location avec des niveaux de rendement supérieurs après travaux. Sur l'immeuble de Clichy, le rendement servi aujourd'hui est de 4,8 %. Il s'agit d'un axe de diversification important pour nous car il nous permet de distribuer un rendement élevé à nos assurés. L'an dernier, sur nos principaux contrats de capitalisation, nous avons servi des taux de respectivement 3,3 % et 2,75 % tout en dotant la participation aux bénéfices par prudence.

Ibrahima Kobar : Lorsque nous faisons référence aux actifs réels, il peut s'agir de classes d'actifs très différentes. La dette immobilière constitue une classe d'actifs très intéressante pour les compagnies d'assurances. Ils sont relativement présents sur ce segment. Nous ne gérons pas d'immobilier chez Ostrum, cette classe d'actifs est prise en charge au sein du groupe par AEW.

La gestion thématique vous paraît-elle intéressante pour les investisseurs institutionnels ?

Pierre Richert : Au-delà d'une diversification via les actifs réels, nous cherchons à nous positionner sur des thématiques. Le groupe Agricola se situe dans l'univers agricole. Nous avons à ce titre lancé en 2019 un fonds dédié

un groupe paritaire militant, cette dimension nous semble donc très importante. Nous nous intéressons à ce titre à la santé depuis longtemps même si celle-ci a connu une actualité aiguë ces dernières semaines. Nous sommes par exemple un des sponsors de la société Diaccurate qui travaille sur une enzyme qui peut soigner le sida. Nous sommes aussi présents auprès de groupes pharmaceutiques qui travaillent à l'élaboration d'un vaccin contre la Covid. Ce travail autour des thématiques est d'autant plus intéressant qu'il apporte de la performance et pas seulement du sens à nos investissements.

Ibrahima Kobar : Je vous rejoins sur l'existence d'une prime à la complexité. Celle-ci doit être mise en œuvre tant du

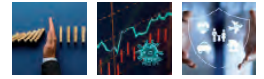


« Nous nous intéressons aux émissions "Covid" qui ont vocation à financer la recherche et la santé. »

Ibrahima Kobar, directeur des gestions, Ostrum AM

au secteur agricole et à l'agroalimentaire : « Terroirs et Avenir : la Sicav du monde agricole ». Ce fonds s'est mieux comporté que le marché pendant la phase de baisse, et a rebondi presque au même niveau que l'indice. Il possède donc le profil convexe que nous recherchons. Plus généralement, il existe maintenant en matière de gestion une prime à la complexité. Il est important de travailler sur des thèmes d'investissement qui puissent apporter de la valeur financière, mais qui possèdent aussi un impact positif sur la société. Nous sommes

côté de l'assureur que du gérant d'actifs. En effet, les compagnies d'assurances doivent disposer en interne des compétences pour suivre l'ensemble des investissements placés en délégation. Nous sommes une vingtaine d'affiliés dans la galaxie de Natixis Investment Managers (NIM) et un nouvel affilié spécialisé sur la gestion thématique est entré dans le groupe récemment. Cette structure de gestion, Thematics Asset Management, dispose d'expertises qui remportent un réel succès. Elle a été retenue dans le cadre de l'initiative Tibi



sur le financement des valeurs technologiques.

Pierre Richert : La technologie constitue aussi, en effet, une thématique sur laquelle nous investissons. Nous nous intéressons à la digitalisation de l'économie et aux valeurs qui participent à cette évolution. Nous saluons d'ailleurs l'initiative Tibi, qui vise à financer les valeurs cotées et non cotées associées à la technologie. Nous sommes par ailleurs, comme je l'ai déjà souligné, un groupe paritaire engagé. Nous avons eu à cœur, dans cette perspective, de soutenir nos adhérents du monde agricole durant la crise sanitaire.

Ibrahima Kobar : En tant que société de gestion, nous nous intéressons aux émissions «Covid» qui ont vocation à financer la recherche et la santé. Nous estimons qu'il s'agit d'une initiative intéressante et nous sommes en train de développer une expertise sur ce sujet comme nous avons pu le faire sur les green bonds et les social bonds précédemment. Nous avons plus généralement intégré dans notre gestion les critères ESG (environnement, social et gouvernance) ainsi que les objectifs de l'accord de Paris sur le climat.

Comment prenez-vous en compte le climat dans la gestion ?

Pierre Richert : Notre démarche ISR est ancienne. De même, nous nous sommes investis depuis longtemps sur le thème du climat. Nous faisons partie du groupe de travail pilote de l'ACPR (Autorité de contrôle prudentiel et de régulation) sur le climat qui définit au niveau national les axes de travail à mettre en œuvre. Nous sommes très impliqués sur ces sujets, les agriculteurs veulent

participer à la lutte contre le réchauffement climatique car ils sont en première ligne face à ces changements qui ont un impact sur leur production.

Ibrahima Kobar : A la demande de nos clients, nous évaluons la trajectoire des portefeuilles dans une optique de réchauffement climatique. Nous établissons des reportings tous les mois et une note climat afin de suivre ces évolutions dans les portefeuilles. Cette analyse des portefeuilles sous l'angle du réchauffement climatique est maintenant intégrée dans nos process de gestion. Par ailleurs, les investisseurs institutionnels font aussi appel à des fonds spécialisés pour réduire leur empreinte carbone. Les deux dimensions sont importantes pour les compagnies d'assurances : utiliser de nouvelles solutions de gestion à bas carbone, mais aussi mesurer et contrôler leur portefeuille sous cet angle d'analyse.

En ce qui concerne les actions, les assureurs ont pu bénéficier de marges de manœuvre grâce à une réforme de la directive Solvabilité 2. Cette disposition, qui s'accompagne d'investissements de long terme, est-elle utilisée ?

Ibrahima Kobar : Cette disposition est très peu utilisée par les investisseurs institutionnels, en particulier par ceux de notre groupe. Les assureurs ne sont pas encore parfaitement certains de l'interprétation des textes et ils préfèrent s'abstenir.

Pierre Richert : Contrairement à de nombreuses compagnies d'assurances, nous considérons que cet aménagement de



«La technologie constitue une thématique sur laquelle nous investissons, dans un contexte de digitalisation de l'économie.»

Pierre Richert,
directeur financier, Agricra

la directive est intéressant. Nos passifs sont longs, nous avons donc besoin d'investir dans les actions. En ce qui concerne le capital investissement par exemple, le ratio de SCR passe de 49 % à 22 %, ce qui n'est pas négligeable. Cet allègement est également valable pour les actions cotées si elles sont détenues sur une longue période. Nous envisageons par ailleurs de mettre en place un FRPS (fonds de retraite professionnel spécialisé) afin de basculer une partie de nos actifs sous un régime proche de Solvabilité 1. Cette décision a déjà été actée par les administrateurs du groupe et devrait concerner deux entités. L'une d'entre elles pourrait prendre la forme d'une IRPS.

Quels enseignements tirez-vous de la crise sanitaire en termes de gestion d'actifs et de gestion des risques ?

Pierre Richert : Cette crise nous a permis de faire la démonstration que la gestion des risques ex ante

était incontournable. Notre portefeuille est plus résilient grâce à cette méthodologie. Comme indiqué précédemment, nous avons abordé la crise avec un matelas de trésorerie conséquent. De même, il était a posteriori plus opportun de ne pas acheter d'actions en 2019. L'autre enseignement tient à la gouvernance, celle-ci est déterminante en période de crise. Il faut pouvoir prendre les bonnes décisions et rapidement, pour ne pas manquer des opportunités et être en capacité d'agir de façon contracyclique. De notre côté, cette chaîne a été très efficace, les décisions ont été prises rapidement.

Ibrahima Kobar : Je vous rejoins sur l'importance de la gouvernance. Nous avons pu constater que certaines maisons étaient en capacité de réagir rapidement, mais d'autres moins. Elles n'ont pas modifié leur process alors qu'il fallait aller vite. Nous n'avons ainsi pas toujours été suivis par nos clients. Pour les aider dans leurs décisions, nous avons mis en place des reportings quotidiens, ils étaient informés quasiment en temps réel des mouvements apportés dans les portefeuilles. Du point de vue du gérant, la crise montre l'importance de la diversification. A chaque crise, la corrélation entre les classes d'actifs augmente ainsi que la volatilité. Mesurée à travers l'indice Vix, cette dernière est passée de 20 avant la crise à 80 au plus haut en mars et est maintenant descendue à 30. Lorsqu'elle était à 20, l'achat de couvertures pouvait se faire à un coût relativement réduit et elles se sont révélées très efficaces pour protéger les portefeuilles. Il ne faut pas hésiter à acquérir des couvertures lorsqu'elles ne sont pas chères. ●

Propos recueillis par
Sandra Sebag

[@sebagsandra1](https://twitter.com/sebagsandra1)