

Face aux chocs macroéconomiques, comment piloter les risques financiers dans le bilan des assureurs ?

Par **Rémi Lamaud**, expert solutions assurantielles, Ostrum Asset Management

Quels sont les risques financiers aujourd'hui et quelles sont leurs conséquences pour le bilan des assureurs ?

Comme beaucoup d'institutionnels, les assureurs supportent plusieurs composantes de risque, mais la principale reste la composante de taux. Le risque de taux provient du passif et il est nécessaire de s'y exposer pour couvrir ce même risque porté au passif. La part des instruments de taux est donc importante au bilan et ils fournissent la contribution principale permettant de rémunérer le passif. C'est un élément majeur de la production financière pour le fonds en euros.

Avec des niveaux historiquement bas les années précédentes, les gestions obligataires ont été conduites à une recherche de rendement généralisée et avec la remontée des taux ; ce risque s'est matérialisé sous trois formes.

Le mouvement de hausse des taux a fait apparaître des moins-values sur le portefeuille obligataire qui a perdu de la valeur. Étant donné le régime de taux précédemment orienté à la baisse, ce changement a été une nouveauté et l'ampleur et la régularité de la remontée ont été globalement des surprises.

Ensuite, le taux moyen du portefeuille n'augmente pas aussi vite que les taux du marché. Il y a un effet de mémoire favorable lors de la baisse des taux, mais qui maintenant pénalise le taux moyen du portefeuille. Cet effet est d'autant plus lent que la durée du portefeuille est élevée. Après avoir évoqué la dilution du taux du portefeuille dans les années passées, c'est maintenant la relation qui prévaut. Enfin la recherche du taux absolu laisse apparaître des

biais dans les allocations par rapport à l'univers. La part des titres d'entreprise a augmenté pour capter le spread de crédit. Ce mouvement s'est fait au détriment de la part des titres d'États du portefeuille. Les titres illiquides ont également été mis à contribution pour bénéficier de la prime d'illiquidité. Enfin, les produits structurés ou les « bonds repacks » ont également alimenté la recherche de rendement ou de diversification.

En résumé : après cette phase de hausse des taux, les portefeuilles se retrouvent avec des moins-values, un taux qui augmente trop lentement et des biais d'allocation.

Face à ce risque de taux, comment les assureurs peuvent-ils s'adapter ? quels instruments ? quelle stratégie d'allocation ?

Ce nouveau contexte est l'occasion de revoir l'orientation des portefeuilles : il faut les adapter. Une gestion plus dynamique et plus agile s'impose. L'objectif est d'accélérer la relation des portefeuilles. Elle donne lieu à des arbitrages, c'est-à-dire des cessions de titres en général courts et avec un taux faible, qui sont réinvestis sur des titres plus longs et avec des taux supérieurs. Le gain est le différentiel de taux sur la durée résiduelle du titre vendu et le nouveau taux, jusqu'à l'échéance du titre acheté. Il faut bien sûr vérifier le gain de l'arbitrage vis-à-vis des moins-values générées par la vente des titres.

Ces arbitrages ne sont possibles, pour les assureurs qui y sont soumis, que si la réserve de capitalisation le permet. Ces arbitrages sont conditionnés par la dotation de cette réserve dans une phase de baisse

des taux. Ainsi, suivant le régime de taux, il peut être intéressant de doter préventivement la réserve de capitalisation. Cela permet plus de flexibilité au niveau du portefeuille en facilitant les cessions et d'accélérer la convergence du taux du portefeuille vers celui du marché en cas de hausse des taux.

Ces arbitrages sont l'occasion de rééquilibrer la part des titres d'États qui avait été réduite dans la phase de baisse des taux du fait d'une rémunération plus faible. Cette agilité sur la partie obligataire s'accompagne aussi d'une gestion tactique plus dynamique des autres classes d'actifs pour éviter la volatilité du résultat dans une optique IFRS, où la variation de valeur impacte directement le compte de résultat.

Cette réallocation pose aussi la question de l'ajustement de la durée, car les deux univers – États et crédit – n'ont pas les mêmes durées moyennes.

Pour le risque de taux sur le bilan, le gap de durée est la mesure la plus communément admise. En déterminant ce gap cible cela permet de donner une cible de durée pour l'actif. La tendance est la réduction du gap de taux pour se prémunir contre des mouvements de taux et ainsi réduire l'incertitude sur les fonds propres économiques. Cette mesure est en générale encadrée annuellement et donne la feuille de route pour l'année. Dans une période de taux volatils, il est intéressant de réactualiser plus fréquemment cette mesure pour pouvoir adapter les portefeuilles plus directement. Le gap de durée est lui-même sensible au niveau des taux et n'est pas statique. Lorsque celui-ci devient trop faible, il peut changer de signe et ainsi bouleverser la sensibilité des fonds propres économiques aux mouvements de taux.

Sur le plan des instruments, au-delà des obligations à taux fixes, les dérivés sont utilisés, soit pour protéger le portefeuille à la hausse des taux, soit pour amplifier la création de plus-values en cas de baisse des taux. Dans les deux cas, le traitement comptable peut complexifier l'usage de ces instruments, surtout avec le double référentiel de la comptabilité française et de la comptabilité IFRS.

Outre le risque de taux, y a-t-il d'autres risques identifiés ?

En premier lieu, avec le risque de taux vient le risque de spread, et même le risque de défaut. Il augmente

dans un contexte de tension sur les perspectives de croissance. Si comme pour le risque actions une partie spécifique peut être diversifiée et donc réduite, il reste une exposition directionnelle au marché, qu'il est difficile de totalement couvrir sous Solvabilité 2.

Le risque actions est également une source majeure de risque, mais celui-ci peut être géré dynamiquement. Des couvertures économiques ou réglementaires peuvent être mises en place pour faciliter la désexposition rapide avant des cessions d'actifs. Avec l'introduction des normes comptables IFRS, les poches actions ont vu leur taille diminuer et ce risque s'est amoindri.

Le choc en cours sur le marché de l'immobilier est aussi à prendre en compte. Les allocations présentent souvent une part stable d'actifs immobiliers et la révision des valorisations introduit, elle aussi, un risque de moins-values sur le portefeuille.

Enfin le risque de liquidité des actifs, à mettre en face des exigences de remboursement au passif. C'est une préoccupation dans la construction de l'échéancier des portefeuilles. Les années de taux bas ont conduit les investisseurs à tirer profit des primes d'illiquidités, mais au détriment de la liquidité globale. Ainsi, la part des actifs illiquides n'a cessé de croître ces dernières années.

On a parlé jusqu'ici de risques financiers, mais les risques extra-financiers et l'ESG, poussés par les exigences sociétales et la réglementation, prennent de l'importance. Comment les prendre en compte dans le pilotage ?

Effectivement, l'année 2023 consacre un changement de rythme et d'ampleur sur la prise en compte d'objectifs extra-financiers dans la gestion. C'était déjà le cas auparavant, mais les politiques se sont affinées et les exigences ou les intentions se sont précisées. Nous avons maintenant plus de données disponibles et donc un peu plus de recul sur ces chiffres.

Historiquement, ces objectifs étaient pris en compte en amont – dans le filtrage de l'univers – ou en aval – dans le choix des titres. Au fil du temps, l'empilement des nombreux objectifs extra-financiers introduits successivement peut conduire à un univers d'investissement qui se réduit alors fortement et cela néces-

Les années de taux bas ont conduit les investisseurs à tirer profit des primes d'illiquidités, mais au détriment de la liquidité globale. Ainsi, la part des actifs illiquides n'a cessé de croître ces dernières années.

site donc une recherche d'optimisation plus profonde et plus globale.

Pour nous, ce sont des objectifs comme les autres et ils doivent être intégrés de la même manière tout au long du processus d'investissement pour exprimer des choix de gestion efficaces. La gestion assurance est, par essence, une gestion multi-objectif et à même d'intégrer ces indicateurs extra-financiers. En revanche, ils doivent être pris en compte de manière transversale, tout au long de la chaîne de valeur, pour éviter les ajustements intempestifs et assurer la cohérence d'ensemble et l'efficacité de la décision d'investissement. Les mêmes données doivent être cohérentes, entre la prise de décision côté gestion et la plateforme de reportings. La cohérence et l'homogénéité sont clés dans ce domaine.

Pour cela, il faut des outils performants qui agrègent un grand nombre de données, aussi bien financières, extra-financières, comptables que réglementaires.

Les plans de déploiement sur les portefeuilles sont de plus en plus complexes, car ces objectifs peuvent conduire à des écarts par rapport aux univers sans objectifs ESG. Par exemple, pour ne considérer que l'offre de titres durables, même si celle-ci a progressé, elle ne couvre pas encore tout le spectre d'un univers obligataire classique. Investir en obligations durables peut faire porter des écarts de secteur, de durée, etc, au regard de l'univers. Par ailleurs, l'activité se concentre sur le marché primaire et il est plus difficile d'acquérir ces titres au fil de l'eau en secondaire. De plus, le caractère doit être aussi évalué de manière autonome et nous disposons d'analystes internes qui évaluent le caractère durable ou non des investissements derrière ces obligations. C'est donc bien tout le processus de gestion qui a été revu pour s'adapter à ces nouveaux objectifs extra-financiers.

Même si ces critères sont « extra-financiers », ils sont intégrés au cœur de notre processus, sur le même plan que les autres critères financiers.

Achévé de rédiger le 14/09/2023



Rémi Lamaud,
Expert solutions assurantielles, Ostrum Asset Management

OSTRUM AM - Société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des marchés financiers sous le n°GP-18000014 du 7 août 2018 - Société anonyme au capital de 50 938 997 euros - 525 192 753 RCS Paris - TVA : FR 93 525 192 753 Siège social : 43, avenue Pierre Mendès-France - 75013 Paris www.ostrum.com

Tout investissement dans des fonds comporte des risques, y compris le risque de perte en capital. Aucune information contenue dans ce document ne saurait être interprétée comme possédant une quelconque valeur contractuelle. Ce document produit à titre purement indicatif, est destiné exclusivement à une clientèle professionnelle au sens de la MIF II constitue une présentation conçue et réalisée par Ostrum Asset Management à partir de sources qu'elle estime fiables. Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de (des) l'auteur(s) référencé(s). Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle. Dans le cadre de sa politique de responsabilité sociétale et conformément aux conventions signées par la France, Ostrum Asset Management exclut des fonds qu'elle gère directement toute entreprise impliquée dans la fabrication, le commerce et le stockage de mines anti-personnel et de bombes à sous munitions. L'intégration des facteurs ESG renvoie à l'inclusion des questions ESG dans l'analyse et les décisions d'investissement. L'approche de l'intégration ESG varie en fonction des fonds. L'intégration des facteurs ESG n'implique pas nécessairement que les véhicules de placement cherchent également à générer un impact ESG positif.