

AUTEUR



Rudyard EKINDI

Développement commercial multi-actifs Assureurs et Solutions retraite chez Amundi AM

À propos de l'auteur

Rudyard est membre de la plateforme multi-actifs d'Amundi depuis janvier 2022. Fort d'une expérience dans le conseil en actuariat et dans la gestion de portefeuille au sein de banques de premier plan, Rudyard collabore aujourd'hui à une échelle mondiale pour fournir des solutions à forte valeur ajoutée aux compagnies d'assurance et aux fonds de pension. Il est diplômé en ingénierie de l'École des Mines de Saint-Étienne et titulaire d'un DESS de l'Institut des Sciences Financières et Assurances de l'Université de Lyon 1.

CONTRIBUTEURS

- **Jean-Renaud Viala**, Responsable d'OCIO Insurance Advisory chez Amundi AM
- **Florian Neto**, Responsable Gestion Diversifiée Asie chez Amundi AM

ÉDITEURS

- **Maëlliss Odjo**, Spécialiste Marketing Institutionnel - Assureurs & Banques chez Amundi AM
- **Mariola Papa**, Spécialiste Marketing Institutionnel - Mutuelles Françaises chez Amundi AM

Une étude de cas pour les assureurs : s'adapter à des taux d'intérêt haussiers tout en optimisant l'utilisation du capital réglementaire

POINTS CLEFS

Les assureurs ont subi une évolution rapide des taux d'intérêt en raison des effets de la crise de la Covid-19

- La crise de la Covid-19 a entraîné une augmentation notable des taux d'intérêt, lesquels, après avoir atteint des niveaux historiquement bas, ont amorcé une trajectoire haussière. Cette évolution a entraîné une réévaluation rapide des prix sur les marchés obligataires mondiaux, contraignant les assureurs à ajuster leurs portefeuilles de placements obligataires en conséquence ;
- Dans de nombreux pays, les compagnies d'assurance sont régulées par des autorités qui leur imposent de constituer un montant spécifique de fonds propres (appelé « exigence de fonds propres prudentiels ») en fonction des risques associés à leurs opérations, y compris les actifs détenus dans leur portefeuille financier.

Repositionnement des actifs obligataires pour accompagner le cycle haussier des taux d'intérêt, tout en recherchant une optimisation prudentielle grâce au mécanisme du *Matching Adjustment*

- Un environnement de taux d'intérêt haussiers offre des rendements plus attractifs pour les actifs gouvernementaux et de crédit, mais cela entraîne des coûts plus élevés en termes d'exigence de fonds propres ;
- L'Ajustement Égalisateur, ou le *Matching Adjustment* (MA) en anglais, est une disposition réglementaire qui permet une réduction de la charge en capital lorsque les flux de trésorerie des actifs obligataires sont alignés (« *matched* ») aux flux de trésorerie du passif anticipés ;
- Dans ce contexte, des opportunités se présentent pour améliorer simultanément le rendement global et réduire les exigences de capital réglementaire.

Étude de cas : Simulation de l'application du mécanisme du *Matching Adjustment* pour un assureur singapourien

- La simulation de l'application d'une stratégie du *Matching Adjustment* sur le portefeuille d'un assureur singapourien a mis en évidence une amélioration de l'alignement actif/passif, une réduction des exigences de fonds propres réglementaires, une hausse du rendement du portefeuille et une amélioration de la rentabilité prudentielle.

Alors que nous entamons l'année 2024, le panorama financier reste marqué par des taux d'intérêt élevés qui devraient persister au moins tout au long du premier semestre.

Dans cet article, nous nous penchons sur les ajustements stratégiques que les assureurs doivent adopter dans leur allocation de portefeuille obligataire. Ces ajustements sont devenus cruciaux pour faire face aux défis posés par l'évolution de la dynamique économique et la nécessité de gérer efficacement les exigences prudentielles en matière de fonds propre. Notre exploration se concentre sur une étude de cas démontrant une application concrète de la disposition réglementaire du *Matching Adjustment* pour un assureur opérant sous le cadre réglementaire RBC 2 de Singapour dans un contexte de hausse des de taux d'intérêt.

La période prolongée de taux d'intérêt bas a débuté à la suite de la crise financière de 2007. Les cycles successifs d'assouplissement quantitatif ont amené les rendements à court terme à frôler zéro, et dans certaines régions, ils ont même plongé en territoire négatif.

1. Les assureurs ont dû faire face à une inversion du cycle des taux d'intérêt

Une période prolongée de taux bas depuis la crise financière de 2007

La période prolongée de taux d'intérêt bas a débuté à la suite de la crise financière de 2007. Les cycles successifs d'assouplissement quantitatif ont amené les rendements à court terme à frôler zéro, et dans certaines régions, ils ont même plongé en territoire négatif.

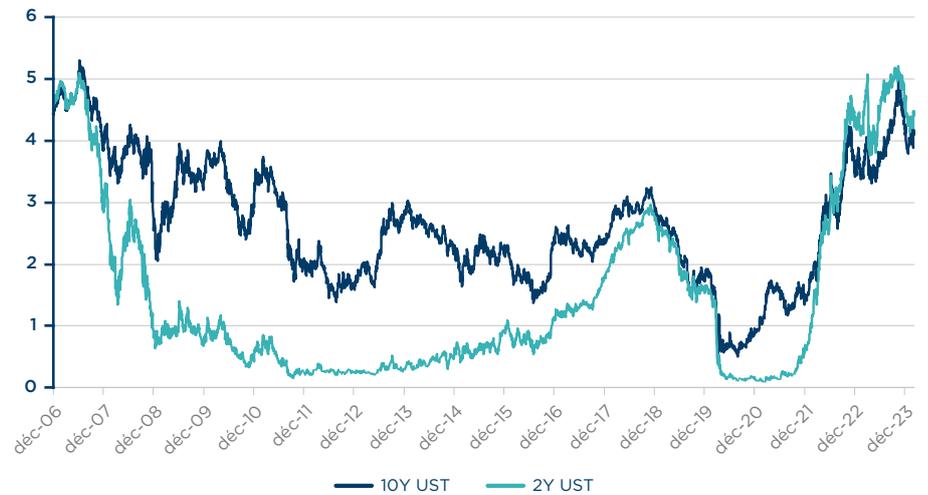
Comme illustré dans la Figure 1 ci-dessous, les rendements des portefeuilles obligataires ont poursuivi une tendance similaire pendant une durée de 13 ans, ce qui a impacté les portefeuilles de couverture de passifs détenus par les compagnies d'assurance. Dans un premier temps, les assureurs ont maintenu des expositions à durée plus longue pour préserver des indicateurs clés de performance solides en matière de gestion actif-passif (évaluation des actifs par rapport aux passifs). Par la suite, à mesure que les anticipations de réduction du soutien des banques centrales s'intensifiaient, les assureurs ont progressivement creusé leurs écarts de durée. À l'issue de la phase d'assouplissement quantitatif, les assureurs détenaient des actifs obligataires dont la durée était nettement plus courte que celle de leurs passifs, ce qui se traduisait par des rendements inférieurs aux moyennes de long terme.

Les impacts de la COVID-19, des tensions géopolitiques et des pressions inflationnistes mondiales

Ce régime prolongé de taux bas, qui a duré 13 ans, a pris fin à la suite de la crise de la COVID-19 en 2020. L'émergence de la crise sanitaire mondiale couplée aux tensions géopolitiques qui en ont découlé a déclenché des tensions inflationnistes mondiales provoquant une forte réévaluation des taux d'intérêt et prenant les investisseurs au dépourvu. Pour lutter contre l'inflation, les banques centrales mondiales ont pris un virage offensif, ce qui a entraîné une volatilité sans précédent sur le marché obligataire.

Comme l'illustre la Figure 1 ci-dessous, au 3^e trimestre 2023, le rendement des bons du Trésor américain à 10 ans (UST) a atteint son plus haut niveau depuis la crise financière de 2007 et en parallèle le taux à 2 ans a également atteint des niveaux record, du jamais vu depuis 2006.

Figure 1 Évolution du taux des bons du Trésor américain à 2 et 10 ans



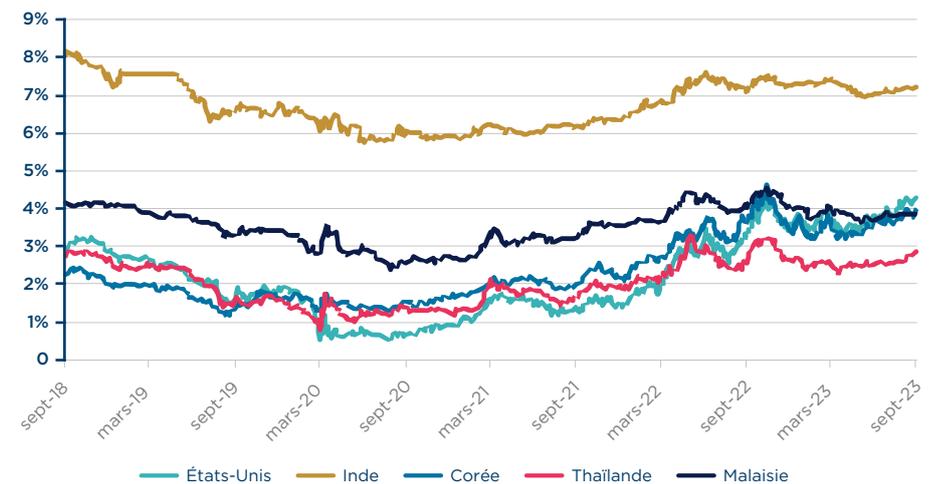
Source : Amundi, Bloomberg. Données au 31 décembre 2023.
Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

Ce changement rapide de régime a incité les assureurs à réévaluer significativement leurs allocations obligataires afin de réaligner les rendements des portefeuilles dans un contexte de hausse des taux tout en maintenant ou en améliorant l'optimisation du capital réglementaire.

Ce changement rapide de régime a incité les assureurs à réévaluer significativement leurs allocations obligataires afin de réaligner les rendements des portefeuilles dans un contexte de hausse des taux tout en maintenant ou en améliorant l'optimisation du capital réglementaire.

En effet, comme l'illustre la Figure 2 ci-dessous, la grande revalorisation des taux d'intérêt a impacté les assureurs dans le monde entier, quelle que soit leur localisation géographique - les assureurs américains, européens ou asiatiques ont tous fait face à des défis et ajustements similaires.

Figure 2 Analyse comparative de l'évolution du rendement des obligations d'État à 10 ans de septembre 2018 à septembre 2023



Source : Amundi, Bloomberg au 30 septembre 2023.
Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

2. Repositionnement optimal du portefeuille en termes de capital dans un environnement de hausse des taux

Comprendre le *Matching Adjustment* : Pourquoi et comment le mettre en œuvre ?

Pourquoi : Le dispositif réglementaire du *Matching Adjustment* permet aux assureurs de réduire leurs exigences en matière de fonds propres réglementaires dans le cas où les flux de trésorerie attendus des actifs à revenu fixe seraient alignés sur les flux de trésorerie prévus au passif.

Comment : D'une part, les passifs adossés sont évalués à un taux d'actualisation favorable, réduisant ainsi leur valeur actuelle. En parallèle, le *spread* de crédit qui s'applique au portefeuille de crédit adossé induit également une réduction de l'exigence de fonds propres.

Le recours au mécanisme du *Matching Adjustment* permet une réduction de la charge en capital pour les composantes liées aux modules de taux d'intérêt et de crédit dans le cadre de l'exigence de fonds propre prescrite (PCR - *Prescribed Capital Requirement* en anglais).

Optimisation des rendements avec une utilisation efficiente du capital réglementaire

Dans le cadre d'un cycle haussier des taux d'intérêt, le *Matching Adjustment* peut contribuer au réalignement du rendement du portefeuille, tout en maintenant ou en améliorant l'optimisation du capital réglementaire.

Notre approche se décline en 2 étapes :

Étape 1 Application du mécanisme du *Matching Adjustment* à une partie du portefeuille afin de libérer des fonds propres prudentiels

La première étape consiste à aligner une partie du portefeuille d'actifs obligataires sur les flux de trésorerie des passifs correspondants pour libérer des fonds propres prudentiels. Cette phase permet de réduire les exigences de fonds propres liées aux évaluations des passifs, aux expositions au crédit, et également de réduire les écarts de durée entre les actifs et les passifs.

Étape 2 Améliorer le rendement du portefeuille en redéployant les capitaux libérés vers des actifs plus rentables

La deuxième étape concerne l'utilisation des actifs obligataires restants et la libération de fonds propres prudentiels qui pourraient être investis dans des instruments obligataires plus rentables.

Le recours au mécanisme du Matching Adjustment permet une réduction de la charge en capital pour les composantes liées aux modules de taux d'intérêt et de crédit dans le cadre de l'exigence de fonds propre prescrite.

3. Étude de cas : Simulation de l'application du mécanisme du *Matching Adjustment* pour un assureur singapourien dans le cadre réglementaire RBC 2

Contexte

Dans cette étude de cas fictive, nous nous penchons sur le cas d'une compagnie d'assurance basée à Singapour, cherchant à améliorer le rendement de son portefeuille obligataire dans un environnement de hausse des taux, tout en faisant face aux défis associés à la transition vers un cadre réglementaire en évolution, à savoir *Singapore Risk Based Capital 2* (RBC 2).

Solvabilité 2 et RBC 2 partagent les mêmes principes, comme le Matching Adjustment, mais RBC 2 Singapour adopte un calibrage qui lui est spécifique.

À propos de RBC 2 : similaire à Solvabilité 2 en Europe, *Singapore Risk Based Capital 2* (RBC2) est une version mise à jour du cadre réglementaire RBC, conçue pour veiller à ce que les assureurs asiatiques (dont les singapouriens) disposent de suffisamment de capital par rapport aux risques auxquels ils sont exposés dans le cadre de leurs activités. Solvabilité 2 et RBC 2 partagent les mêmes principes, comme le Matching Adjustment, mais RBC 2 Singapour adopte un calibrage qui lui est spécifique.

Dans cette étude de cas, nous examinons un portefeuille obligataire d'une valeur totale de 250 millions de SGD, avec des actifs ayant une durée totale de 4,5 ans, un rendement de 4,10% et une notation moyenne de A+. Le passif a une durée supérieure à 30 ans. Toutes les données et tous les calculs ont été effectués en avril 2023.

Approche et stratégie

Nous avons appliqué l'approche en 2 étapes comme exposée précédemment :

- 1. Nous avons mis en œuvre le mécanisme du *Matching Adjustment* (cadre de RBC 2 Singapour) pour 50% du portefeuille de titres obligataires afin de libérer une partie du capital réglementaire.** Cela a un impact à la fois sur le rendement global et sur l'exposition au risque de change en raison des règles d'éligibilité du *Matching Adjustment*.
- 2. Après avoir libéré des fonds propres prudentiels lors de l'étape précédente, nous repositionnons les 50% restants du portefeuille d'actifs obligataires sur des instruments de crédit domestiques. Le rendement global du portefeuille s'en trouve ainsi amélioré.** Cette sélection, axée à la fois sur les obligations d'État et les obligations d'entreprises domestiques, se traduit également par une réduction des exigences en fonds propres réglementaires pour les expositions au risque de change mais fait augmenter les fonds propres prudentiels à allouer aux expositions de crédit.
- 3. La combinaison des étapes 1 et 2 se fait tout en assurant la préservation de la notation globale A+ des titres obligataires.**

Résultat

Comme présenté dans la Figure 3, pour un portefeuille d'une valeur totale de 250 millions de SGD, nous obtenons les résultats suivants :

- Un meilleur alignement actif-passif : la durée s'étend d'un an et passe de 4,5 ans à 5,5 ans. Cela implique une réduction d'un an de l'écart de durée entre les actifs et les passifs ;
- Une réduction de 2,75 millions de SGD des exigences de fonds propres réglementaires ;
- Une amélioration du rendement du portefeuille : nous avons constaté une hausse du rendement du portefeuille de 20 points de base, passant de 4,10 % à 4,30 % ;
- Une amélioration de la rentabilité prudentielle : le ratio de rentabilité des fonds propres prudentiels a progressé de 6,6 %, passant de 6,15 % à 6,55 %, et affiche une rentabilité renforcée dans les limites réglementaires ;
- La notation moyenne du portefeuille a été maintenue à A+.

Figure 3 Indicateurs clés du portefeuille

Valeur totale du portefeuille (en SGD) : 250 000 000

	Sans MA	Avec MA
Autres caractéristiques ▼		
Duration	4,5 ans	5,5 ans
Rendement (composante obligataire)	4,10 %	4,30 %
Notation moyenne (médiane)	A+	A+
Charges de capital (en SGD)	166 753 819	164 006 305
Rendement sur les charges de capital (rentabilité)	6,15 %	6,55 %
Augmentation de la rentabilité	6,6 %	

Source : Amundi, portefeuille fictif, avril 2023. À titre d'illustration uniquement.

Analyse et réflexions

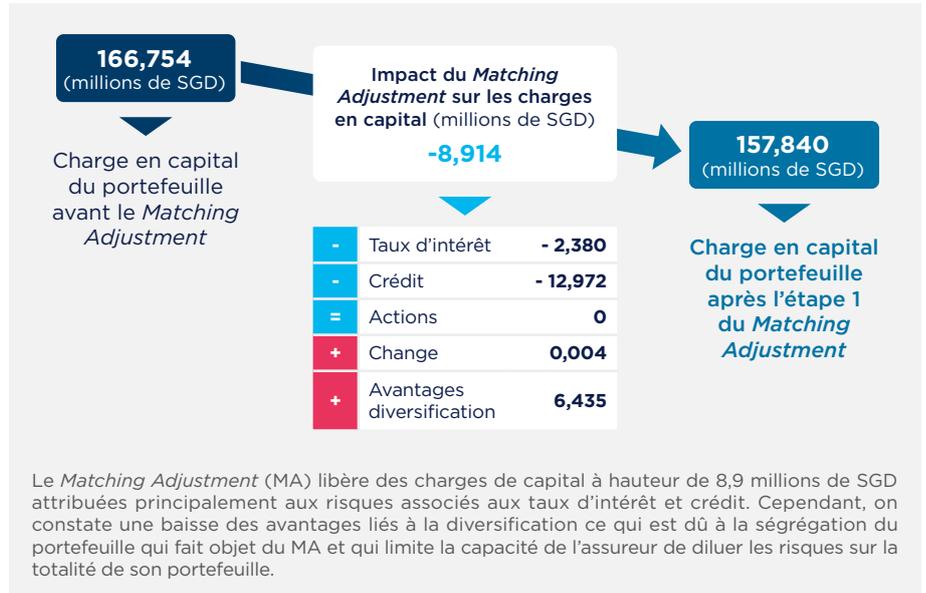
Impact de l'étape 1 Libération du capital réglementaire

Comme le met en évidence la Figure 4, l'application du mécanisme du *Matching Adjustment* (sur 50 % du portefeuille obligataire) a permis la libération de 8,91 millions de SGD de fonds propres réglementaires sur un total de 166,75 millions de SGD :

- Le premier volet du *Matching Adjustment* - la jambe taux qui permet une réduction de la valeur actuelle - permet d'économiser 2,38 millions de SGD.
- Le deuxième volet du *Matching Adjustment*, qui implique la réduction de la charge de fonds propres sur le *spread* de crédit, permet d'économiser 12,97 millions de SGD de fonds propres réglementaires

Remarque : l'une des conditions d'admissibilité de l'établissement du mécanisme du Matching Adjustment est que le portefeuille doit être ségrégué. Par conséquent, pour cette partie des actifs obligataires, il n'est pas possible d'appliquer la règle de diversification avec d'autres poches du portefeuille. Dans ce cas concret, la perte des avantages liés à la diversification s'élève à 6,43 millions de SGD.

Figure 4 Étape 1 du *Matching Adjustment*



Source : Amundi, Simulated Paper Portfolio, avril 2023, À titre d'illustration uniquement.

Impact de l'étape 2 Redéploiement du capital libéré pour générer de meilleurs rendements

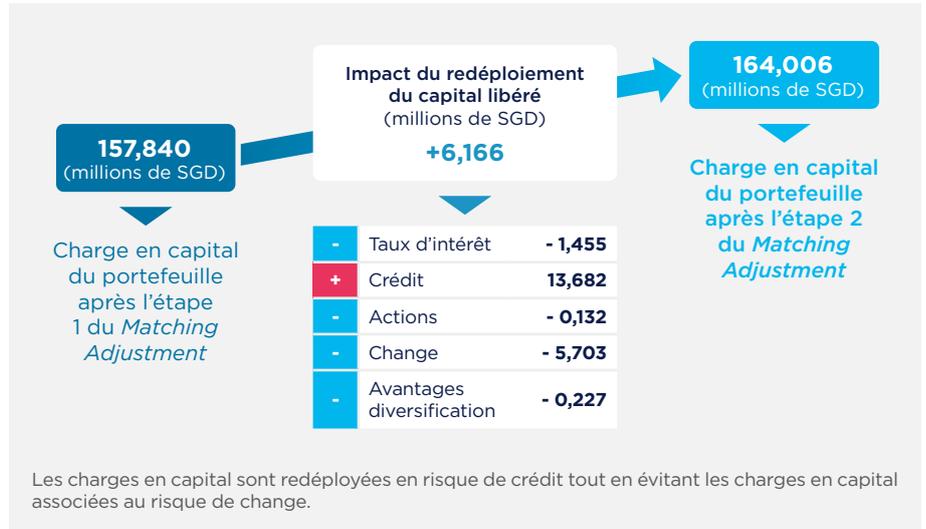
Pour rappel, le mécanisme du *Matching Adjustment* a été appliqué à 50 % du total des actifs obligataires ce qui a entraîné la libération de 8,91 millions de SGD de charges de capital réglementaire.

Cette section détaille les actions qui ont été menées avec la moitié restante des actifs obligataires afin de réorienter le capital libéré vers des titres plus rémunérateurs.

La Figure 5 montre qu'un montant total de 6,17 millions de SGD a été redéployé. Ce montant s'avère être inférieur au capital libéré, ce qui implique une amélioration nette de 2,75 millions de SGD.

Dans cette étape, le portefeuille est repositionné vers davantage d'actifs de crédit domestique pour améliorer le rendement global du portefeuille (à un coût en capital de 13,7 millions de SGD), tout en réduisant l'exposition aux devises étrangères (se traduisant par un bénéfice en capital de 5,70 millions de SGD), une réduction de la charge en capital liée aux taux d'intérêt (réduction de 1,45 million de SGD) et des bénéfices marginaux en termes de fonds propres et de diversification.

Figure 5 Étape 2 - Redéploiement du capital libéré



Source : Amundi, Paper Portfolio, avril 2023. À titre d'illustration uniquement.

Cette étude de cas souligne que le recours au mécanisme du *Matching Adjustment* couplé à un repositionnement du portefeuille peut permettre de simultanément :

- Réduire l'exigence de fonds propres
- Améliorer le rendement du portefeuille
- Accroître la rentabilité globale

4. Conclusion

Pour les assureurs, une réévaluation constante de l'allocation du portefeuille reste cruciale.

Les stratégies de réallocation des titres obligataires qui s'appuient sur des dispositifs réglementaires tels que le *Matching Adjustment* peuvent offrir une flexibilité précieuse permettant la libération de fonds propres réglementaires et l'amélioration du rendement du portefeuille.

L'étude de cas fictive de l'assureur singapourien fournit des informations pertinentes, soulignant l'importance d'une approche proactive et appropriée visant à maximiser la performance financière dans un paysage financier en constante évolution et un environnement réglementaire contraint.

Sources

- Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles (EIOPA)
- L'Autorité monétaire de Singapour (MAS Notice 133)

EN SAVOIR PLUS

Pour obtenir nos derniers contenus dédiés aux compagnies d'assurance, rendez-vous sur : <https://research-center.amundi.com/topics/insurance>

Informations importantes

Investir implique un risque de perte en capital. Information promotionnelle non contractuelle ne constituant ni un conseil en investissement, ni une recommandation, ni une sollicitation d'achat ou de vente. Pour plus d'informations consulter le site www.amundi.com.

Les performances passées ne préjugent en rien des résultats futurs. L'exactitude, l'exhaustivité ou la pertinence des informations, prévisions et analyses fournies ne sont pas garanties. Elles sont établies sur des sources considérées comme fiables et peuvent être modifiées sans préavis. Les informations et prévisions sont inévitablement partielles, fournies sur la base de données de marché constatées à un moment précis et sont susceptibles d'évolution. Sauf indication contraire, toutes les Informations contenues dans ce document proviennent sont réputées exactes au 31 décembre 2023.

Cette information n'est pas destinée à l'usage des résidents ou citoyens des États-Unis d'Amérique et des « U.S. Persons », telle que cette expression est définie par la « Regulation S » de la Securities and Exchange Commission en vertu du U.S. Securities Act de 1933. La définition de « U.S. Person » vous est fournie dans les mentions légales du site www.amundi.com.

Date de première utilisation : Février 2024

No. Doc ID : 3421133

Document publié par Amundi Asset Management, Société par Actions Simplifiée - SAS au capital de 1143 615 555 €
Gestionnaire de portefeuille réglementé par l'AMF sous le numéro GP04000036 - Siège social : 90-93 boulevard Pasteur - 75015 Paris - France -437 574 452 RCS Paris - www.amundi.com - Conception : Art6