

## AUTEUR



## Rudyard EKINDI

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

## À propos de l'auteur

En tant que membre de la plateforme multi-actifs d'Amundi depuis janvier 2022, Rudyard collabore avec toutes les autres plateformes d'investissement, les équipes commerciales, le marketing, le centre de recherche d'Amundi (Amundi Institute) pour fournir des solutions à forte valeur ajoutée aux compagnies d'assurance à une échelle mondiale.

Il a débuté sa carrière en tant que consultant actuariel avant d'acquérir une expérience de la gestion de portefeuille au sein de banques de premier plan. Par la suite, il a occupé le poste de directeur des investissements pour un fonds de pension à cotisations définies au Royaume-Uni. Plus récemment, il a été en charge des solutions d'investissement pour deux gestionnaires d'actifs.

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.

## ÉDITEUR-RÉDACTEUR

## • Maëli Odjo

Responsable Marketing Institutionnel Assureurs & Banques chez Amundi AM

## Le rôle des stratégies « overlay » dans la transition vers des actifs plus liquides

## POINTS CLEFS

### Contexte des compagnies d'assurance européennes

Dans un contexte de rendements plus élevés, de réduction des écarts de duration mais aussi de risque de rachat, de liquidité et de récession, les assureurs européens ont commencé à réorienter leurs portefeuilles vers des actifs plus liquides (tout en maintenant une exposition à des actifs moins liquides tels que l'immobilier ou le capital-investissement).

### Le champ des stratégies « overlay » est vaste

Les assureurs ont recours à des stratégies « overlay » afin d'obtenir une performance supplémentaire, de fournir une protection contre les risques, de gérer les expositions ainsi que pour répondre à des exigences comptables et/ou prudentielles.

### En phase de transition des portefeuilles d'investissement, l'incorporation de stratégies « overlay » offre des avantages distincts et attractifs

- Les avantages en termes de **rentabilité et d'exécution rapide** font des solutions « overlay » une option attrayante pour les investisseurs souhaitant apporter rapidement et à moindre coût des changements à leurs portefeuilles.
- Les overlays peuvent également être utilisés comme **outils de transition** facilitant l'objectif final de réallocation des fonds disponibles.

### Quelques idées d'implémentation complémentaires à prendre en compte dans le contexte actuel

- Mettre en œuvre des solutions « overlay » pour **sécuriser les gains** issus des flux de trésorerie non utilisés
- Recourir à une stratégie d'« inflation overlay » pour **couvrir le risque d'inflation**
- **Réduire la volatilité** induite par les expositions aux marchés des changes grâce à des stratégies de couverture de change
- Envisager des stratégies d'« asset allocation overlay » visant à **protéger le portefeuille contre les risques baissiers potentiels**, à des fins économiques et réglementaires
- Mettre en place des solutions de « completion overlay » pour effectuer la **transition vers une nouvelle allocation stratégique ou tactique**

### Considérations à prendre en compte lors d'un investissement dans une stratégie overlay

- **Liquidité** : privilégier des overlays où l'offre et la demande sont également disponibles
- **Valorisation** : privilégier des stratégies sur lesquelles plusieurs sources de valorisation indépendantes sont disponibles
- **Risque de base** : s'assurer de l'existence de corrélations suffisamment élevées et stables entre l'overlay et les stratégies ou positions sous-jacentes
- **Traitement comptable** : assurer un traitement comptable efficace
- **Réglementation** : rechercher une utilisation efficiente du capital dans les limites fixées par les réglementations locales

Dans notre [Insurance Fixed Income Outlook](#), nous avons mis en lumière les principaux défis et stratégies auxquels sont confrontées les compagnies d'assurance européennes en matière d'investissement, notamment le risque de rachat, la gestion des rendements, la réduction de l'écart de durée et la réduction de la volatilité, dans le contexte d'un environnement de taux d'intérêt en évolution constante. Les flux de trésorerie et la liquidité sont apparus comme les principaux moteurs de la mise en œuvre de ces tendances d'investissement.

En complément de cette analyse, dans cet article nous explorons les stratégies « overlay » et leur capacité à offrir des solutions efficaces pour résoudre les problèmes de trésorerie et de liquidité dans la gestion du portefeuille.

*Nous avons identifié quatre objectifs clés qui favorisent l'adoption de stratégies « overlay »*

## 1. Objet des solutions d'overlay

Les solutions d'overlay sont de plus en plus populaires auprès des assureurs à la recherche de solutions innovantes pour gérer leurs portefeuilles d'investissement. En termes simples, les overlays impliquent l'utilisation de produits dérivés permettant de modifier ou améliorer un portefeuille existant. Nous avons identifié quatre objectifs clés qui favorisent l'adoption de stratégies d'overlay :

- 1. Performance supplémentaire :** les overlays peuvent être utilisés pour augmenter l'exposition à des actifs spécifiques ou améliorer la diversification grâce à des stratégies d'overlay dynamiques;
- 2. Protection contre les risques :** les instruments de couverture tels que les overlays permettent de définir des limites de risque et des niveaux de protection spécifiques;
- 3. Gestion de l'exposition :** les overlays permettent, par exemple, la mise en œuvre d'une allocation d'actifs stratégique ou tactique, ou la gestion de la transition vers une nouvelle allocation d'actifs;
- 4. Adaptation aux contraintes comptables et prudentielles :** les instruments dérivés utilisés à des fins de couverture permettent de contrôler les indicateurs clés de performance comptable ou réglementaire.

En pratique, une solution d'overlay peut être utilisée pour atteindre un objectif unique ou plusieurs objectifs simultanément. Par exemple, établir une limite de protection peut contribuer à réduire le capital prudentiel, dans le cadre de Solvabilité 2, lorsque des techniques admissibles sont utilisées pour protéger le portefeuille contre les risques.

## 2. Quelques stratégies overlay à utiliser dans l'environnement actuel

La gestion du risque de rachat et l'optimisation du rendement dans un nouvel environnement de taux d'intérêt, la réduction des écarts de durée et de la volatilité peuvent être accomplis en utilisant des **nouveaux fonds disponibles** ou en opérant un **rééquilibrage de portefeuille**. Toutefois, ces mesures représentent un certain coût économique et comptable.

Les assureurs peuvent également atteindre ces objectifs en recourant à des overlays, soit parce qu'ils offrent une **option plus rentable en termes de coûts de transaction**, soit en tant qu'**outil de transition** jusqu'à ce qu'un rééquilibrage de portefeuille ou des flux de trésorerie suffisants puissent être utilisés pour atteindre l'objectif initial.

*\* Veuillez vous référer au glossaire de la page 7 pour les définitions des termes clés utilisés dans ce document.*

*Bien que les assureurs vie soient généralement assez immunisés aux évolutions de l'inflation à court et moyen terme, ce n'est pas le cas des assureurs et réassureurs dommages.*

### Gérer le risque de rachat\*

La gestion du risque de rachat peut être mise en œuvre si la compagnie d'assurance parvient à **estimer un calendrier des flux de trésorerie négatifs liés aux rachats\*** (résiliations de contrat d'assurance), bien qu'avec un certain degré d'incertitude.

Une partie de ce calendrier peut être traitée grâce aux remboursements ou aux coupons (voir l'[Insurance Fixed Income Outlook](#)). Pour le reste, l'assureur peut se retrouver dans une situation où le remboursement des détentions historiques d'obligations à taux fixe, acquises à des taux inférieurs au rendement actuel, n'est ni rentable ni avantageux d'un point de vue comptable.

Par conséquent, en se basant sur le calendrier estimé des flux de trésorerie négatifs liés aux rachats, tout en tenant compte des gains non réalisés et des réserves accumulées, des stratégies d'overlay peuvent être mises en œuvre afin de sécuriser les gains contre les flux liés aux rachats.

### Gérer le risque d'inflation grâce à des stratégies d'overlay sur l'inflation

Il est juste de dire qu'en 2022, l'inflation était l'un des principaux facteurs de risque pour la plupart de l'industrie (ré)assurancielles, et cette tendance est susceptible de perdurer en 2023. Notre conviction rejoint le consensus de marché qui suggère que ce risque pourrait perdurer jusqu'au premier semestre 2024 (voir notre [Cross Asset Investment Strategy – Special Edition: Mid-year outlook 2023](#)). **Bien que les assureurs vie soient généralement assez immunisés aux évolutions de l'inflation à court et moyen terme, ce n'est pas le cas des assureurs et réassureurs dommages** (P&C ou Property & Casualty en anglais):

- **Les compagnies d'assurance dommages "commerciale"** n'ont pas beaucoup souffert, dans la mesure où le marché est resté robuste ces dernières années et que les hausses de prix étaient en avance sur l'inflation.
- **Les compagnies d'assurance dommages "de détail" ont subi le plus de pertes en 2022**, ce qui a eu un impact sur le ratio de sinistralité de l'année en cours.
- **Le secteur de la réassurance s'est classé au rang numéro deux des secteurs les plus touchés par les pressions inflationnistes, juste après les assurances dommages de détail.** Au cours du premier trimestre 2023, les réassureurs ont fait état d'augmentations de prix significatives en moyenne. Cela s'est traduit par une augmentation positive des prix ajustés au risque et à l'inflation. Les réassureurs ont également profité de l'absence de capital tiers et d'une capacité globale plus restreinte pour obtenir des conditions améliorées sur les contrats.

### Contrôler l'écart de durée

Certains assureurs envisagent de réduire l'écart de durée, voire d'avoir un écart de durée négatif, afin de sécuriser les gains de taux au niveau de la solvabilité. Cependant, cela ne semble pas encore être à l'ordre du jour pour de nombreuses entreprises à ce jour. Dans ce contexte, **une stratégie de « duration overlay » peut donc être utilisée pour contrôler l'écart de durée :**

- Généralement, lorsque les taux d'intérêt augmentent, les rendements du portefeuille d'investissement d'un assureur augmentent. Par conséquent, certains assureurs ont constaté une fermeture automatique de l'écart entre leurs actifs et leurs passifs en raison de la hausse des taux d'intérêt.
- **En raison de l'impact de la convexité**, qui renvoie à la sensibilité des prix des obligations aux variations des taux d'intérêt, **l'ajustement de l'écart de durée ne se produit pas de manière proportionnelle à l'ampleur des variations des taux d'intérêt.**
- Par conséquent, le recours à une stratégie d'overlay peut s'avérer avantageux pour un meilleur contrôle ou une meilleure gestion de l'écart de durée.

Pour d'autres assureurs, il peut encore être nécessaire de combler l'écart de durée restant. Lorsqu'une stratégie d'overlay est utilisée, elle permet une

\* Veuillez vous référer au glossaire de la page 7 pour les définitions des termes clés utilisés dans ce document.

action rapide et rentable, avec éventuellement, la possibilité de remplacer les dérivés par des positions en “cash” lorsque cela est possible.

### Réduire la volatilité causée par les expositions de change

Lorsqu'il y a une exposition à une devise étrangère, la théorie financière\* stipule que le ratio de couverture optimal, visant à minimiser la volatilité du portefeuille, peut être obtenu grâce à la formule suivante, qui relie la corrélation et les volatilités de l'actif sous-jacent et du taux de change à terme\*(FX forward en anglais):

$$\text{Ratio de couverture optimale} = 1 + \text{corr}(\text{actif sous-jacent}, \text{FX forward}) \times \frac{\text{Vol}(\text{actif sous-jacent})}{\text{Vol}(\text{FX forward})}$$

Dans la pratique, toutes ces variables sont sujettes à des changements constants, c'est pourquoi nous estimons qu'un programme de couverture **dynamique** est nécessaire pour contrôler efficacement la volatilité globale.

Une pratique exemplaire pourrait consister à définir une fourchette de ratio de couverture stratégique plutôt qu'un objectif fixe afin de minimiser les coûts de transaction. De plus, pour les assureurs souhaitant allouer une partie de leur budget au facteur de risque de change, il est possible d'inclure des positions actives de couverture de change.

*Le couple rendement-risque des obligations d'entreprises par rapport aux emprunts d'État a significativement évolué en six mois.*

### Protection contre le risque de baisse à des fins économiques et/ou réglementaires

Les compagnies d'assurance peuvent utiliser des stratégies overlays et de couverture dans le but de **contrôler le risque total ou extrême** pour une classe d'actifs spécifique ou au niveau global du portefeuille. Elles peuvent également sélectionner les dérivés utilisés pour la couverture de manière à ce qu'ils qualifient de « **techniques d'atténuation des risques éligibles** » aux fins de la réglementation prudentielle.

Dans les deux cas, le capital-risque libéré - qu'il s'agisse d'un capital-risque économique ou prudentiel - peut être utilisé pour **accroître la rentabilité économique ou prudentielle**, ou être réaffecté vers d'autres sources de rendement supplémentaire.

Cette approche peut être appliquée à toutes les classes d'actifs à risque\*. Plus récemment, nous avons observé une demande croissante d'overlays appliqués à deux classes d'actifs, à savoir les **actions et les taux de change**. Les obligations de crédit, en particulier les obligations à haut rendement (high yield en anglais), sont d'autres candidats probables, mais le niveau élevé de risque de base les rend plus difficiles à couvrir dans le cadre de Solvabilité 2.

### Ajuster les expositions ou les stratégies d'investissement crédit

Durant la période de taux bas due à la politique monétaire prolongée d'assouplissement quantitatif, les assureurs ont accumulé d'importantes expositions aux crédits.

Pour certains assureurs, leur allocation en crédit atteignait même une taille équivalente à leurs expositions aux emprunts d'état.

De plus, l'escalade de l'inflation provoquée par la guerre en Ukraine a incité les banques centrales à réviser rapidement leur politique de taux d'intérêt. Sur une période de six mois se terminant mi-avril 2023, les **rendements des obligations gouvernementales américaines à 5 ans** (code Bloomberg : US91282CHE49\*) **et européennes à 5 ans** (code Bloomberg : DE000BU25000\*) sont passés de territoires négatifs à respectivement **3,62%** et **2,56%**. Parallèlement, **l'écart de rendement ("spread") des obligations en euros** (code Bloomberg : LECPOAS Index\*) est passé de **2,4%** à **1,6%**, mais il continue à faire preuve de volatilité notable à l'heure actuelle.

En conséquence, **le couple rendement-risque de la dette d'entreprise par rapport à la dette publique a considérablement évolué en six mois.**

\* Veuillez vous référer au glossaire de la page 7 pour les définitions des termes clés utilisés dans ce document.

Les compagnies d'assurance peuvent donc envisager d'ajuster leurs expositions ou leurs stratégies d'investissement crédit.

### 3. Considérations clés lors de la mise en œuvre des stratégies d'overlay sur actions

Le recours aux produits dérivés est une pratique courante parmi les compagnies d'assurance, mais leur degré d'utilisation dépend des cadres opérationnels internes en place. Ci-dessous quelques points d'attention clés pour faciliter l'utilisation des dérivés dans les stratégies overlay.

#### Traitement comptable

Le traitement comptable des dérivés pour les assureurs est régi par des normes comptables spécifiques, telles les **normes IFRS 9 et 17\***. Ces normes exigent des compagnies d'assurance de comptabiliser les dérivés à la juste valeur par le biais du résultat (FVTPL)\*, ce qui signifie que **toute variation de la juste valeur des dérivés est comptabilisée dans le compte de résultat de l'entreprise**. Il est important de noter que l'utilisation de dérivés peut entraîner un décalage comptable si, d'une part, les dérivés sont comptabilisés à la juste valeur par le biais du résultat (FVTPL)\*, tandis que, et d'autre part, les actifs couverts sont comptabilisés à leur coût amorti ou leur valeur de marché. Par exemple, les obligations et les actions peuvent être comptabilisées en autres éléments du résultat global (FVOCI)\*. En outre, la réglementation impose aux compagnies d'assurance de communiquer leur situation financière de manière précise et transparente à leurs parties prenantes, incluant les détenteurs de polices, les autorités de réglementation et les investisseurs.

Pour ces raisons, il est essentiel pour les assureurs de s'assurer que leurs conseillers ou gestionnaires d'actifs, ainsi que leurs équipes internes, possèdent les connaissances comptables requises pour traiter ce type d'instruments. De plus, ils doivent également s'assurer que les processus opérationnels internes, les systèmes administratifs et les outils de gestion des risques permettent le suivi et l'évaluation des produits dérivés complémentaires.

#### Liquidité

Il est essentiel que les assureurs opèrent sur des marchés qui facilitent et optimisent la vente des overlays lorsqu'ils ne sont plus nécessaires. Cela implique de veiller à ce que le processus soit à la fois efficient et rentable, comme ce fut le cas lors de l'achat initial.

#### Valorisation

Il est crucial de s'assurer que **plusieurs sources sont facilement accessibles pour la valorisation des produits dérivés**. Bien que ce soit généralement le cas pour les produits dérivés cotés en bourse, il est important de faire preuve de prudence lors de transactions de gré à gré (OTC)\*.

#### Risque de base\*

Il est important de prendre en compte la **stabilité de la corrélation entre une stratégie d'overlay et son actif sous-jacent** lors de son utilisation comme substitution

\* Veuillez vous référer au glossaire de la page 7 pour les définitions des termes clés utilisés dans ce document.

à une position en cash. L'objectif est de garantir la confiance dans la constance de la corrélation tout au long de la période de détention, en particulier pendant les conditions de marché qui peuvent inciter à la vente de l'overlay.

*\* Veuillez vous référer au glossaire de la page 7 pour les définitions des termes clés utilisés dans ce document.*

## GLOSSAIRE

- **Classes d'actifs risquées** : catégories d'investissement associées à un niveau de risque relativement plus élevé, mais qui offrent également un potentiel de performance supérieur. Les classes d'actifs risqués incluent par exemple les actions, les obligations à haut rendement, les matières premières et certains types d'investissements immobiliers.
- **Convexité** : mesure du degré de courbure de la relation entre les prix des obligations et les taux d'intérêt.
- **Gré à gré (OTC pour Over The Counter en anglais)** : opération financière ou titre négocié en direct entre deux parties sans passer par une bourse ou une autre plateforme de négociation centralisée.
- **Indice T3 5/8 05/31/28 Govt (code Bloomberg: US91282CHE49)** : bon du Trésor américain assorti d'un coupon de 5,625% et arrivant à échéance le 31 mai 2028.
- **Indice Bundesobligation (code Bloomberg : DE000-BU25000)** : indice de référence qui suit la performance des emprunts d'Etat allemands libellés en euros d'échéance supérieure à un an.
- **Indice Bloomberg Euro Agg Corporate OAS (code Bloomberg : LECPOAS Index)** : spread ajusté des options de l'indice « Bloomberg Euro Aggregate Corporate Bond Index », qui représente le rendement supplémentaire que les investisseurs peuvent obtenir par rapport au taux des obligations d'Etat sans risque en investissant dans des obligations d'entreprises.
- **Juste valeur par le biais du résultat net (FVTPL ou Fair Value through Profit and Loss)** : méthode de comptabilisation où les actifs financiers sont évalués à la juste valeur et les variations sont enregistrées directement dans le compte de résultat.
- **Normes internationales d'information financière 9 et 17 (IFRS 9 et 17)** : normes comptables publiées par l'International Accounting Standards Board (IASB). La norme IFRS 9 introduit une nouvelle approche pour la classification et l'évaluation des instruments financiers, et utilise le concept de « modèle de gestion des risques » pour déterminer le traitement comptable approprié. Elle remplace la norme précédente, IAS 39, et s'applique aux entités qui préparent des états financiers conformément aux IFRS. IFRS 17, entrée en vigueur le 1er janvier 2023, introduit un modèle unique pour la reconnaissance et la mesure des contrats d'assurance, basé sur la notion de flux de trésorerie attendu et d'ajustement des risques (pour de plus amples informations, consultez le site <https://www.ifrs.org/>).
- **Risque de rachat** : risque associé au fait que le souscripteur ou l'investisseur décide de résilier un contrat d'assurance, un compte d'investissement ou un produit financier avant son échéance prévue.
- **Risque de base** : type de risque qui surgit lorsque les instruments de couverture utilisés par un investisseur ou une entreprise ne sont pas parfaitement corrélés à l'actif sous-jacent couvert.
- **Théorie financière** : étude de la manière dont les individus, les entreprises et d'autres organisations prennent des décisions d'investissement et financières, ainsi que de la manière dont ils gèrent les risques. Ce champ d'étude couvre un large éventail de sujets, notamment l'optimisation des portefeuilles, la structure du capital, la valorisation des actifs et la gestion des risques. Il s'appuie sur divers modèles, concepts et cadres financiers qui aident les investisseurs et les entreprises à comprendre les marchés financiers et à prendre des décisions d'investissement éclairées.
- **Taux de change à terme (FX forward)**: contrat financier dans lequel deux parties conviennent d'échanger des devises à un taux de change fixe à une date future.
- **Techniques d'atténuation des risques** : dans le cadre de Solvabilité 2, une « Technique d'atténuation des risques » désigne une solution de couverture répondant aux critères réglementaires requis pour être considérée comme éligible à la réduction du capital réglementaire (SCR). La directive Solvabilité 2 ne mentionne pas spécifiquement les stratégies d'overlay, elle reconnaît la valeur des techniques de gestion des risques et encourage les compagnies d'assurance à utiliser des stratégies appropriées pour gérer efficacement leurs risques.

### 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

Le présent document est fourni exclusivement à titre d'information. Le présent document ne constitue en aucun cas une offre de vente, une sollicitation d'offre d'achat ou une recommandation relative à tout titre ou tout autre produit ou service. Les titres, produits ou services mentionnés peuvent ne pas être agréés à la vente auprès des autorités compétentes de votre juridiction et ne pas être réglementés ou supervisés par une quelconque autorité gouvernementale ou similaire de votre juridiction. Les informations contenues dans le présent document ne peuvent être utilisées que pour votre usage interne, ne peuvent être reproduites ou diffusées sous quelque forme que ce soit et ne peuvent servir de base ou de composante d'instruments financiers, de produits ou d'indices que ce soit. En outre, aucun élément du présent document n'est destiné à fournir un conseil fiscal, juridique ou en investissement. Sauf indication contraire, toutes les informations contenues dans ce document proviennent d'Amundi Asset Management SAS et sont au 31 décembre 2022. La diversification ne garantit pas un bénéfice ni ne protège contre les pertes. Ce document est fourni « en l'état » et l'utilisateur de ces informations assume l'intégralité des risques liés à toute utilisation faite de ces informations. Les données et analyses historiques ne sauraient être considérées comme une indication ou une garantie de toute analyse, prévision ou prédiction des performances futures. Les points de vue exprimés sur les tendances économiques et de marché sont ceux de l'auteur et pas nécessairement d'Amundi Asset Management SAS et sont susceptibles d'évoluer à tout moment en fonction des conditions de marché et autres, et rien ne dit que les pays, marchés ou secteurs enregistrent les performances attendues. Ces opinions ne doivent en aucun cas servir de conseil en investissement, de recommandation de titres ou d'indication de négociation pour tout produit d'Amundi. L'investissement implique des risques, notamment de marché, politique, de liquidité et de change. En outre, toute personne impliquée dans la production du présent document ne saurait en aucun cas être tenue responsable de tout préjudice direct, indirect, spécial, accessoire, punitif, consécutif (y compris, entre autres, le manque à gagner) ou autre.

Date de première utilisation : 30 juin 2023.

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 - Crédit photo : © iStock/Getty Images Plus