

**GESTION INSTITUTIONNELLE - SOLVABILITÉ II**

L'allocation des assureurs en chantier

Les paramètres actuels de la formule standard favorisent les obligations d'Etat et « corporate » court terme.

PAR JÉRÉMIE MARAIS

Dernière ligne droite. Les assureurs européens n'ont plus que deux ans pour se préparer au régime prudentiel défini par Solvabilité II, qui s'appliquera à partir du 1^{er} janvier 2013. Ils ont récemment procédé à la cinquième et dernière étude quantitative d'impact (QIS 5) de la directive, dont les résultats pourraient être publiés par la nouvelle Autorité européenne des assurances et des retraites professionnelles (EIOPA) début mars 2011. La Commission européenne prendra en compte ces résultats pour arrêter l'an prochain les paramètres définitifs de la formule standard servant à calculer les exigences de fonds propres.

D'ici là, les assureurs doivent réviser leur politique de gestion des risques et de contrôle interne, mais aussi leur allocation d'actifs. Près de 60 % des exigences de capital cible du secteur (SCR, *Solvency capital requirement*) découleraient, avec les paramètres du QIS 5, du seul risque de marché, selon une étude de Morgan Stanley et d'Oliver Wyman. Les assureurs ont averti à plusieurs

reprises que des exigences trop importantes limiteraient leur capacité d'investissement, et les plus gros ont largement commencé à réorienter leurs décisions. « *Notre allocation d'actifs est déjà compatible avec Solvabilité II. Elle pourra être ajustée à la marge, mais il n'y aura pas de révolution*, estime Joël Prohin, directeur de la politique des investissements d'Allianz France (70 milliards d'euros d'actifs gérés, hors unités de compte). *Au-delà de leurs besoins en capital, nos investissements dépendent plus de notre politique de risques.* »

Les paramètres actuels avantagent clairement les obligations d'Etat et les obligations *corporate* court terme par rapport aux actions et à l'immobilier (voir le graphique ci-contre). « *En raison de leur rendement sur SCR attractif, lié au niveau actuel des 'spreads' de crédit, les obligations crédit court terme, d'une durée de près de trois ans, devraient devenir la classe d'actifs risquée de choix pour de nombreux assureurs*, prévoient les

auteurs de l'étude de Morgan Stanley et d'Oliver Wyman, qui anticipent aussi un divorce entre les durations des actifs et des passifs. *Des 'swaps' et d'autres dérivés de*

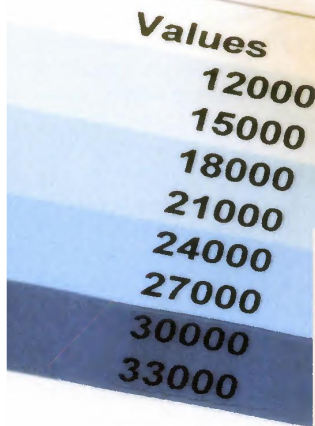
**Près de 60 % des
exigences de capital cible
du secteur découleraient
du seul risque de marché**

Les 5^{es} rencontres
de la gestion
institutionnelle
de L'Agefi
se tiennent à
l'Intercontinental
Paris Avenue
Marceau le jeudi
2 décembre 2010
de 17h à 19h30.

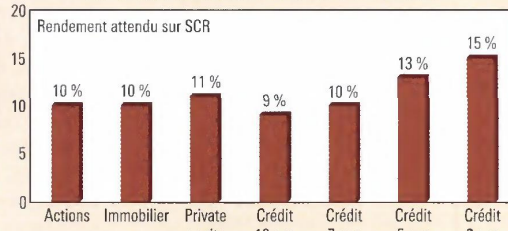


D'un coup d'œil

- Les assureurs doivent réviser leur allocation d'actifs avant la décision de Bruxelles concernant la formule standard servant à calculer les exigences de fonds propres..... p.30 à 32
- En pleine période exploratoire, les assureurs doivent mettre en place, d'ici à 2013, soit un modèle de calcul des fonds propres interne, soit la formule standard..... p.34 et 35
- Face à la baisse des taux et au gonflement de certains passifs, gérants d'actifs et banques d'investissement militent pour la mise en place de couvertures, mais elles peuvent être coûteuses..... p.36
- Assureurs et caisses de retraite offrent moins de perspectives aux sociétés de gestion. Les entreprises pourraient être un bon relais de croissance..... p.38



Avantage aux obligations crédit court terme
Rendement ajusté pour le risque (RORAC)
des différentes classes d'actifs sous Solvabilité II



Sources : spécifications techniques du QIS 5, Bloomberg, Morgan Stanley Research, Oliver Wyman

Le rendement attendu sur SCR est calculé en fonction des exigences de capital cible (hors bénéfice de diversification et dampener) et du rendement attendu au-dessus du taux d'actualisation des passifs. Les rendements des obligations crédit reflètent le portefeuille modèle des pré-spécifications techniques du QIS 5 (2 % AAA, 21 % AA, 48 % A, 29 % BBB). Le risque de taux d'intérêt n'est pas pris en compte (on suppose l'utilisation de swaps et d'autres dérivés de taux pour « matcher » les passifs).

taux d'intérêt, ou des obligations d'Etat dans certains marchés, seront utilisés pour coller aux durations des passifs. »

Frontière efficiente

Plusieurs groupes ont déjà annoncé leur intention de réduire leurs investissements en actions, que ce soit en raison de Solvabilité II ou de la crise (lire l'entretien page 32). Par exemple, Groupama a investi 100 % de ses cash-flows en obligations en 2010 et souhaite faire passer son exposition aux actions de 15 % fin 2009 à 5 % en 2012. Axa France, Swiss Life France et CNP Assurances ont également réduit leur allocation, ou ont l'intention de le faire. Même les acteurs qui ont des engagements longs via des produits de retraite, pour lesquels le choc sur les actions a été réduit à 22 %, pourraient prendre ce chemin. « Nous allons probablement, à l'instar du marché, réviser l'allocation de notre fonds général en euros pour trouver une frontière efficiente

entre le rendement de chaque classe d'actifs et son coût en capital, indique David Simon, directeur de la comptabilité, du contrôle de gestion et des risques d'AG2R La Mondiale (38 milliards d'actifs gérés, hors unités de compte). Si le texte reste en l'état, nous devons probablement réduire notre exposition aux actifs risqués comme les actions ou l'immobilier, ou au moins les diluer dans notre portefeuille. »

L'allocation d'actifs des assureurs dépendra surtout du budget qu'ils seront prêts à allouer au risque de marché (voir le graphique page 32). « Si les mutuelles santé, qui ont des engagements très courts, entre 3 mois et 1 an, veulent diminuer leur SCR de marché, elles devront abaisser leur allocation d'actifs risqués et se réorienter vers des obligations d'Etat, considère Nicolas Demont, directeur général de la société de gestion Egamo, qui gère 2,2 milliards d'euros d'actifs, dont 2,1 milliards pour la MGEN. ►

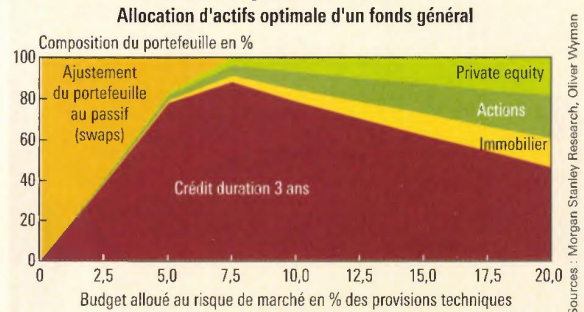


Optimiser le couple rendement-risque avec des produits dérivés

D'autres critères entrent également en ligne de compte, ce qui complique sérieusement la gestion actif-passif. « *L'objectif est de se "dérisquer", mais à moindre coût sur la rentabilité*, explique Elodie Laugel, responsable de l'ingénierie financière chez Axa Investment Managers (522 milliards d'euros d'actifs gérés, dont 60 % pour le compte du groupe Axa). *Il est important d'examiner l'allocation dans son ensemble et de l'optimiser en fonction du risque, du rendement et du potentiel de diversification de chaque actif.* » Un savant équilibre. « *Il est également possible d'optimiser le couple rendement-risque de chaque classe d'actifs, notamment en utilisant des produits dérivés, comme les "put" pour les actions* », poursuit Elodie Laugel. Les dérivés peuvent en effet réduire le SCR de marché et n'engendrer qu'un faible SCR de contrepartie. « *Ils fonctionnent bien sous Solvabilité II, mais induisent une volatilité excessive du compte de résultats en normes IFRS* », nuance Joël Prohin. De plus, ces produits n'existent pas pour tous les actifs et leurs prix sont très volatils.

Si elles ont des fonds propres suffisants, elles pourront maintenir une allocation d'actifs qui ne correspond pas forcément à leur passif. »

La diversification dépend du budget alloué au risque de marché



Les hypothèses sont les mêmes que celles du graphique page 31.

D'autres tactiques d'optimisation sont possibles, comme l'acquisition d'obligations convertibles. Une introduction marginale de convertibles dans un portefeuille d'actions et d'obligations permettrait d'améliorer le taux de couverture de la marge de solvabilité, selon une étude de Winter & Associés réalisée pour UBI - Groupe Union Bancaire Privée. « *Les obligations convertibles sont le moyen optimal de conserver une exposition aux actions tout en limitant l'exigence de capital*, affirme Dominique Leprévots, président du directoire de la société de gestion. *Les encours en Europe sont toutefois limités, autour de 100 milliards d'euros.* »



L'AVIS DE...

Gildas Robert, actuaire chez Optimind

« *L'investissement en actions des assureurs est moins problématique* »

Compte tenu de la cinquième étude quantitative d'impact (QIS 5), les assureurs doivent-ils se désengager des actions ?

Dans le QIS 5, la Commission européenne a fixé le choc actions à 39 % pour les actions cotées de l'Espace économique européen et de l'OCDE*, et à 49 % pour les autres et le non-coté. Avec le mécanisme d'ajustement symétrique par rapport au marché (*dampener*), désormais calibré sur trois ans, l'exigence de capital au 31 décembre 2009 revient respectivement à 30 % et 40 %. Pour les engagements de retraite comme le Perp**, le choc a été réduit à 22 %. Solvabilité II prend également en compte les éléments de couverture, qui ont pour effet de réduire l'exposition nette. Au final, l'investissement en actions des assureurs devient moins problématique. D'ailleurs, la réduction de leur exposition nette, aujourd'hui de l'ordre de 5 %, est surtout liée à la crise financière de 2008.

Les obligations d'Etat sont-elles favorisées au détriment des autres actifs ?

Les obligations d'Etat restent les actifs les moins risqués sur les marchés. Elles sont seulement

soumises à un choc sur les taux, contrairement aux obligations *corporate* et sécurisées (*covered bonds*) qui sont aussi soumises aux risques de *spread* et de concentration, et donnent lieu à des exigences de capital réglementaire plus élevées. Les assureurs dommages et vie les utilisent largement (les obligations *corporate* et sécurisées, NDLR) pour couvrir leurs engagements à long terme.

Au final, l'exigence de capital cible (SCR) pilotera-t-elle l'allocation d'actifs des assureurs ?

Le SCR sera un paramètre parmi d'autres. Les décisions d'investissement resteront également guidées par les exigences liées à la gestion actif-passif et les opportunités offertes par les marchés financiers. Solvabilité II ne va pas remettre à plat l'allocation des assureurs, ni exclure un actif en particulier du champ des investissements possibles. A ce titre, la forte reconnaissance des bénéfices de la diversification joue un rôle très important.

*Organisation de coopération et de développement économiques ; **Plan épargne retraite populaire

Pas de grand soir

Les assureurs n'ont pas tous réglé la question de leur allocation d'actifs sous Solvabilité II, notamment parmi les acteurs de petite et de moyenne taille. « *Ils attendent l'analyse des résultats de leur QIS 5 pour prendre leurs décisions d'allocation*, constate Maxime du Chayla, directeur général adjoint d'OFI Asset Management (48,7 milliards d'actifs gérés), dont 95 % des clients sont des institutionnels, parmi lesquels la Macif et la Matmut. *Ils devraient regarder de près leur allocation en actions et en obligations "corporate", pour lesquelles ils pourraient privilégier les maturités plus courtes, quitte à diverger de leur passif.* »

Au bout du compte, les assureurs devront donc procéder à des ajustements, mais leurs actifs seront toujours investis en majorité en obligations (72 % de leurs placements fin 2009, selon l'Autorité de contrôle des assureurs et des mutuelles). « *Il n'y aura pas de grand soir et de réallocation massive*, résume Jean-Pierre Grimaud, directeur des investissements de Swiss Life France et président de l'Association française des investisseurs institutionnels (AF2I), dont près de deux tiers des membres sont concernés par Solvabilité II. *Après deux crises financières en dix ans et les nombreuses études quantitatives d'impact, les réallocations ont déjà eu lieu et les axes de gestion sont compatibles avec la directive. Seules les entités de taille modeste pourraient avoir à prendre des décisions plus marquées.* » ■