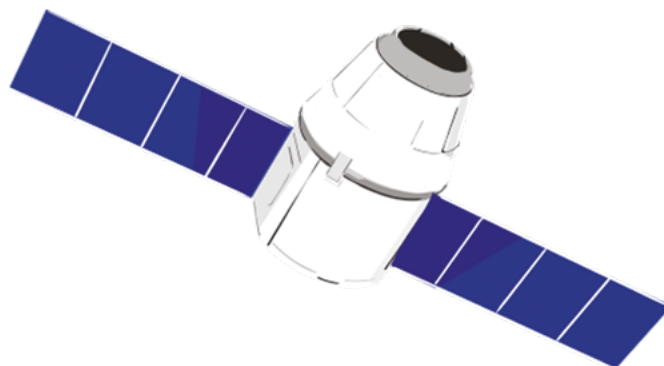




Gestion d'actif assurantiel : nécessaires diversifications



**RENAUD
DUMORA**

Directeur général adjoint,
BNP Paribas



**ARNAUD
LEBRETON**

BNPP AM Global Client Group,
Insurance Solutions

Avec la remontée des taux, les évolutions réglementaires et les chocs géopolitiques récents, les assureurs opèrent dans un cadre toujours plus complexe. Le renforcement de la diversification – ainsi que le recours à des stratégies sophistiquées (actifs alternatifs, dérivés) deviennent essentiels pour maîtriser les risques et préserver les équilibres de solvabilité.

Les assureurs gèrent leur portefeuille d'actifs dans un environnement multidimensionnel, complexe et mouvant

Une gestion multidimensionnelle

Les assureurs gèrent leur bilan et leurs portefeuilles d'actifs dans des environnements locaux et globaux complexes et multidimensionnels. Ils constituent et pilotent un portefeuille d'actifs qui correspond à leurs engagements au passif tout en protégeant et stabilisant leur capital économique et réglementaire. Ils doivent décrypter les scénarios macroéconomiques et financiers pour maximiser les rendements pour les assurés et les actionnaires, tout en maîtrisant les risques. Ils gèrent également les résultats financiers de la compagnie et leur volatilité au regard de différentes normes comptables. Enfin, ils intègrent les risques climatiques, la durabilité, la souveraineté et l'impact sur la société dans leurs choix d'investissement. Toutes ces dimensions sont interdépendantes et évoluent en permanence.

Une adaptation aux évolutions réglementaires, une adaptabilité aux crises

Au cours des vingt dernières années, les assureurs ont dû faire face à de nombreux défis. La crise financière mondiale, puis la crise de la zone euro ont engendré une ère de taux bas qui ont percuté les bilans et conduit les assureurs à ajuster leur gestion actif-passif et leur allocation de manière significative. Ils ont dû allonger la durée de leurs actifs, et ont toléré plus de risques. Ils ont diversifié leurs portefeuilles, notamment dans des classes d'actifs alternatives, dans une logique de recherche de rendement. En Europe, l'entrée en vigueur de Solvabilité II en 2016 a renforcé la rigueur de la gestion et favorisé l'adoption croissante de techniques de réduction des risques. Cette période a également vu la montée en puissance des problématiques liées au réchauffement climatique, avec des enjeux très structurels pour les assureurs (assurabilité, politiques d'exclusion).

Les années post-Covid ont aussi apporté leur lot de défis et d'opportunités. Le retour de l'inflation a rappelé aux assureurs la nécessité de prendre en compte ce risque dans les allocations stratégiques et la gestion des portefeuilles. La hausse

brutale des taux a pu bénéficier aux assureurs sur les engagements longs partiellement adossés. Cependant la volatilité des taux a complexifié la gestion actif-passif et des moins-values latentes significatives ont contraint les rotations de portefeuille. Dans ce cadre, le recours aux dérivés s'est avéré utile. La hausse de taux historique a également remis le risque de liquidité sur la scène, avec des allocations distordues, des besoins accrus liés aux positions sur produits dérivés et une augmentation des rachats observée dans certains marchés. Durant cette période, les assureurs ont également dû s'adapter en Europe aux nouvelles normes comptables internationales IFRS 9 et IFRS 17. En Asie, le déploiement progressif de régimes prudentiels proches de Solvabilité II continue aussi de transformer la gestion des portefeuilles d'actifs des assureurs.

De nouvelles tendances de marché et le facteur géopolitique

Depuis 2024, le contexte macroéconomique mondial a été marqué par une baisse de l'inflation et un assouplissement des conditions monétaires progressifs, mais avec de fortes divergences entre régions. En Europe, la Banque centrale européenne a significativement baissé ses taux directeurs. Aux États-Unis, la robustesse économique soutenue par la consommation et l'investissement massif dans l'intelligence artificielle, ainsi qu'une inflation encore au-dessus de la cible, expliquent des taux plus élevés. Avant l'éclatement du conflit au Moyen-Orient, le consensus prévoyait une croissance modérée mais résiliente ainsi qu'une poursuite de la baisse de l'inflation et des taux, notamment aux États-Unis et au Royaume-Uni. Dans ce contexte, malgré une incertitude croissante, un peu plus de volatilité et des rotations observées sur certains marchés, les marchés financiers sont restés solides.

Le conflit au Moyen-Orient redistribue les cartes, affectant les perspectives de croissance et d'inflation, et incitant les banques centrales à suspendre les baisses de taux précédemment anticipées, voire à envisager de resserrer leur politique monétaire. Les assureurs sont donc encore une fois confrontés à un choc macroéconomique qui impacte des paramètres essentiels de la gestion bilantielle, en particulier les courbes de taux et la volatilité.

Enfin, l'industrie doit se préparer à l'entrée en vigueur de la réforme Solvabilité II prévue pour 2027, qui aura des effets positifs mais qui apportera aussi des complexités supplémentaires, notamment une sensibilité accrue aux courbes de taux de marché, nécessitant une gestion actif-passif renforcée pour préserver les équilibres en capital et solvabilité.

Ce contexte requiert une diversification géographique renforcée

Une diversification renforcée et bénéfique

Dans un tel contexte, la règle d'or pour tous les investisseurs reste de bien diversifier géographiquement les expositions au risque. Pour les assureurs, la diversification des engagements au passif et celle des actifs contribuent toutes deux à atténuer les risques sur le bilan, car toutes les régions ne seront pas touchées de la même manière par les tendances structurelles, les facteurs macroéconomiques et de marché.

Le dernier rapport de l'Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles (EIOPA) sur la stabilité financière indique que 90 % des engagements des assureurs européens proviennent de leur pays d'origine et que les engagements souscrits à l'étranger sont

Dans un tel contexte, la règle d'or pour tous les investisseurs reste de bien diversifier géographiquement les expositions au risque.

principalement associés à l'assurance non-vie et à l'activité en unités de compte. Diversifier les passifs est évidemment plus complexe, car la souscription dans certains marchés étrangers nécessite de s'adapter à des cadres réglementaires et juridiques spécifiques, et induit des contraintes opérationnelles supplémentaires.

Les assureurs ont déjà engagé une diversification globale de leurs portefeuilles d'actifs, plus importante que celle de leurs engagements, mais malgré la nécessaire congruence, il reste une marge de progression importante. Le dernier rapport sur la stabilité financière de l'EIOPA montre qu'à fin 2024, près de 84 % des actifs détenus par les assureurs européens étaient des instruments émis dans l'Espace économique européen (EEE). La majeure partie des expositions hors EEE est concentrée aux États-Unis, au Royaume-Uni et dans d'autres marchés développés. L'analyse révèle une certaine hétérogénéité : les investissements hors EEE varient de 7 % à 37 % du total.

Le repli des marchés qui a suivi l'invasion de l'Ukraine n'a pas eu la même ampleur selon les pays et les régions. La volatilité s'est accrue de façon plus marquée dans la zone euro par rapport aux États-Unis. De la même façon, on peut s'attendre à ce que les conséquences du conflit au Moyen-Orient soient inégales selon les régions économiques, renforçant l'intérêt d'une diversification accrue.

Une diversification en premier lieu sur le portefeuille obligataire d'adossment

Par nature, la grande majorité du portefeuille général d'une compagnie d'assurance est composée d'investissements obligataires. Diversifier ces portefeuilles vers les marchés du crédit étrangers nécessite que les investissements soient structurés et gérés de manière à satisfaire aux exigences d'adossment, de capital réglementaire et aux contraintes comptables. En particulier, se diversifier dans des actifs en devises étrangères implique une gestion précise des risques indésirables, notamment les risques de change et de taux d'intérêt. Cela peut être réalisé grâce à des techniques de couverture via des produits dérivés et d'autres solutions de structuration, là encore en tenant compte des

exigences de capital et de la volatilité comptable. À cet égard, les nouvelles normes IFRS 17 applicables aux portefeuilles vie participatifs (*modèle VFA – Variable Fee Approach*) offrent beaucoup plus de flexibilité aux assureurs.

Les assureurs doivent monter en gamme et élargir les marchés dans lesquels ils investissent pour tirer le meilleur parti d'un environnement en perpétuel mouvement.

Une évolution du cadre réglementaire européen ambivalente

En cohérence avec l'agenda européen de souveraineté et d'autonomie stratégique (Savings and Investments Union – SIU, label Finance Europe), la réforme de Solvabilité II introduit une limitation à la diversification hors zone euro pour les assureurs européens. Cela s'inscrit dans la méthode de calcul du *spread* d'ajustement pour volatilité (VA) ajouté à la courbe de taux de référence utilisée pour valoriser les engagements. La réforme introduit notamment le concept de ratio de sensibilité au *spread* de crédit (Credit Spread Sensitivity Ratio – CSSR). Ce mécanisme vise à ajuster le *spread* VA en fonction de l'écart de duration entre actifs et passifs, et ne prend en compte que les investissements en obligations, prêts ou titrisations libellées dans la devise

domestique des engagements. Les assureurs devront tenir compte de ce paramètre dans la calibration de leur diversification hors zone domestique. Concernant le VA, les assureurs qui travaillent sur leur diversification doivent également être attentifs aux différences potentielles entre la composition du portefeuille représentatif utilisé pour calculer le VA et celle de leur propre portefeuille.

Au-delà de la diversification géographique, l'élargissement des classes d'actifs et des stratégies

En complément de la diversification géographique, les assureurs peuvent diversifier leurs portefeuilles en termes de classes d'actifs et de stratégies. Il existe différents degrés de diversification d'un portefeuille obligataire, l'étape ultime étant de mettre en œuvre une approche plus globale, multisectorielle et d'exploiter un spectre plus large de marchés financiers, qu'il s'agisse de marchés développés, émergents, publics ou privés. Bien sûr, les assureurs doivent considérer le rendement au regard des exigences de capital, et à cet égard, la charge en capital réduite proposée dans la réforme Solvabilité II pour les produits titrisés devrait les rendre plus accessibles et intéressants.

Une nécessaire sophistication de la gestion d'actifs assurantielle

Au-delà de la couverture des risques indésirables liés aux investissements dans des actifs étrangers, les produits dérivés sont des outils précieux pour gérer les risques au bilan, stabiliser les ratios de capital et optimiser le rendement sur fonds propres. Les produits dérivés de taux d'intérêt en particulier offrent une flexibilité accrue pour gérer les écarts de duration et de convexité entre actifs et engagements au passif, notamment lorsque les rotations d'actifs sont contraintes par des moins-values comptables latentes. Ils peuvent également s'avérer utiles pour atténuer les conséquences négatives des rachats. La sensibilité accrue aux taux de marché apportée par la nouvelle méthodologie d'extrapolation de la courbe de référence dans le cadre de la réforme Solvabilité II pourrait inciter les assureurs à recourir davantage aux produits dérivés de taux

d'intérêt. S'agissant des expositions aux actifs risqués, les stratégies de couverture sur base de produits dérivés permettent également de réduire la volatilité et le risque de perte dans les portefeuilles actions et crédit.

Les produits dérivés sont des outils précieux, mais ils nécessitent une ingénierie financière, une expertise d'exécution et des solutions de structuration adaptées pour gérer les contraintes comptables et de capital réglementaire. Ils exigent également un cadre robuste pour la gestion de la liquidité, du risque de contrepartie et d'exigences réglementaires spécifiques aux instruments dérivés.

Tous les assureurs ont une marge de manœuvre pour gagner en agilité. Cependant, les assureurs qui gèrent des portefeuilles adossant des passifs comptabilisés selon le modèle VFA dans le cadre des nouvelles normes IFRS 17 peuvent bénéficier d'une plus grande flexibilité pour organiser leur portefeuille et gérer les risques plus activement, dans la limite des contraintes comptables locales.

Adapter les modèles pour mieux optimiser la gestion et innover

Une touche d'innovation pour préparer l'avenir

Le vieillissement de la population, l'augmentation des déficits de financement des retraites et les transferts massifs de patrimoine vers les jeunes générations à venir devraient nourrir une forte demande en solutions d'épargne et de retraite au cours des prochaines années au-delà des produits d'assurance-vie traditionnels (fonds général).

Les assureurs ont déjà fourni des efforts significatifs pour développer et renforcer leurs activités en unités de compte, en épargne retraite (DC - *Defined Contributions*) et en gestion de patrimoine, notamment en réponse à la pression réglementaire croissante et au durcissement des exigences de capital applicables aux produits d'assurance-vie traditionnels, naturellement plus consommateurs de capital.

Les jeunes générations ne souhaiteront probablement pas investir dans des portefeuilles traditionnels d'obligations et d'actions comme leurs parents « *boomers* » et manifestent

d'avantage d'intérêt pour des opportunités d'investissement innovantes et durables (actifs digitaux, actifs alternatifs, ETF, etc.), la technologie et les outils digitaux.

« *Make or/and Buy* » : un défi stratégique clé

Les assureurs doivent monter en gamme et élargir les marchés dans lesquels ils investissent pour tirer le meilleur parti d'un environnement en perpétuel mouvement : tendances de long terme, évolutions réglementaires, conditions économiques et financières variables, chocs brutaux de plus en plus fréquents. Au-delà des réponses tactiques aux circonstances et aux conditions de marché actuelles, ils doivent renforcer leur cadre de gestion des investissements et des risques pour augmenter leur résilience et naviguer à travers les évolutions et chocs futurs de manière agile. Gagner en agilité n'est pas simple et nécessite généralement de consolider les ressources, les compétences,

les outils et les processus. Cela requiert des investissements conséquents et confronte à des considérations de « taille critique » et de « cœur de métier ».

Lorsque la marche est élevée, chaque assureur doit donc évaluer ce qu'il estime devoir assurer de manière autonome, par rapport aux services qui pourraient être produits par des acteurs partenaires spécialisés. Cette revue stratégique de « *make or/and buy* » est nécessairement modulaire : il s'agit pour chacun de déterminer le niveau optimal d'externalisation, allant de briques élémentaires à des solutions plus globales.

Il en va de même pour le développement de solutions en unités de compte, d'épargne retraite ou de gestion de patrimoine, qui requiert non seulement une gamme complète de produits d'investissement innovants mais aussi une plateforme technologique efficace pour soutenir les forces de vente et assurer l'interface avec les clients finaux. 

