

FONDS EN EUROS : GESTION DU RISQUE D'UNE REMONTÉE DURABLE DES TAUX

Olivier Reverchon - Swisslife France

Antoine Cremilliac – Swisslife France

Sylvain Detroulleau- Optimind

Introduction

- *Rétrospective 2022 : Forte hausse des taux d'intérêts et inversion de la courbe*
- *Identification des risques pour l'assurance-vie*

Partie 1 : Impacts pour les assureurs Epargne Retraite en 2022

- *Effet de la remontée des taux sur les indicateurs de risque et de solvabilité*

Partie 2 : Gestion du risque de sortie du fonds euros

- *Mise en œuvre d'un dispositif de surveillance, de mesure et de reporting*
- *Benchmark des actions mises en œuvre*
- *Quelle gestion et traitement du risque ?*

Introduction

- *Rétrospective 2022 : Forte hausse des taux d'intérêts et inversion de la courbe*
- *Identification des risques pour l'assurance-vie*

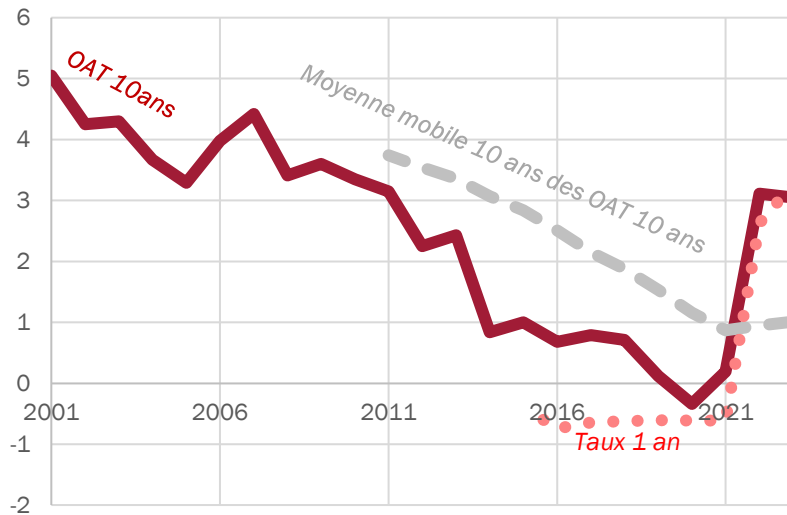
Partie 1 : Impacts pour les assureurs Epargne Retraite en 2022

- *Effet de la remontée des taux sur les indicateurs de risque et de solvabilité*

Partie 2 : Gestion du risque de sortie du fonds euros

- *Mise en œuvre d'un dispositif de surveillance, de mesure et de reporting*
- *Benchmark des actions mises en œuvre*
- *Quelle gestion et traitement du risque ?*

UNE SITUATION ÉCONOMIQUE INÉDITE POUR LES ASSUREURS VIE

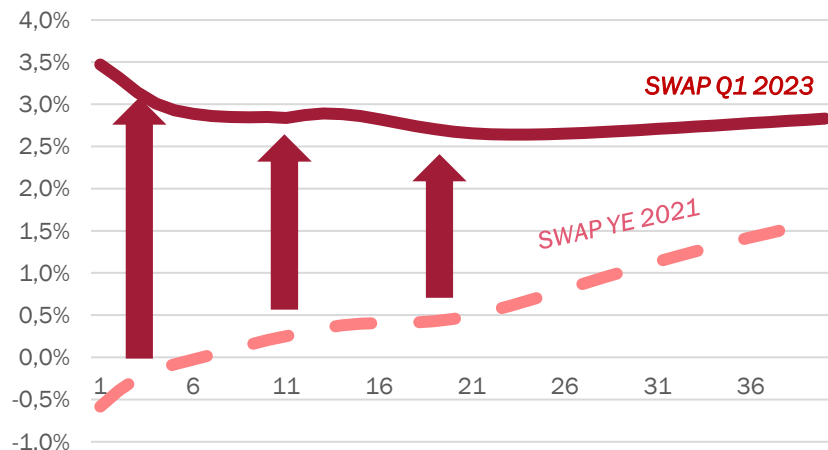


- **Hausse très significative des taux en 2022 d'environ 300 bps.** On revient ~ au niveau de 2011.
- **Mais la situation est inédite** car hausse soudaine après une période prolongée de taux bas, conduisant à:
 - Des taux spot 10 ans supérieurs à la moyenne mobile 10 ans des taux 10 ans,
 - Des taux courts également supérieurs à cette moyenne mobile (inversion de la courbe des taux).

→ **Potentielle concurrence au fonds €** de la part:

- des **produits de taux spot long terme**,
- mais aussi **des produits court terme**.

- **Inertie importante des fonds €** pour rattraper ces taux spots du fait de leur duration.



RISQUE DE SORTIE DU FONDS €



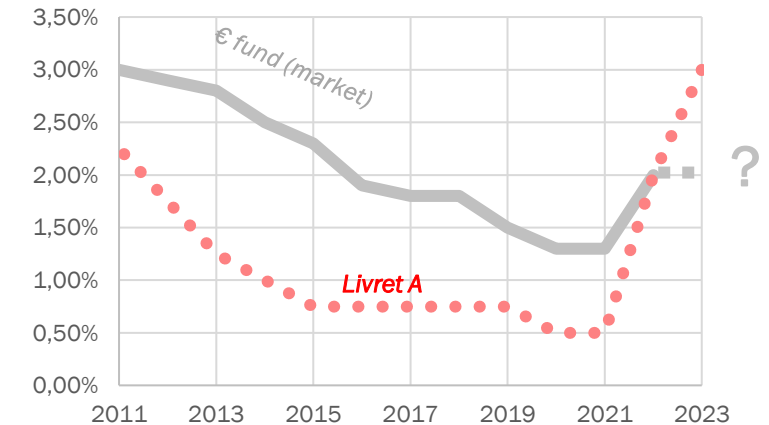
Dans ce contexte, quels sont les concurrents du fonds en € ?

Produits court terme:

- le Livret A et LDDS pour le *mass market*,
- Les dépôts à terme pour la clientèle patrimoniale.

Produits long terme:

- Unités de compte: produits structurés, fonds obligataires (e.g. fonds datés),
- Nouveaux fonds € ou euro-croissance.



La hausse des taux peut entraîner des **besoins de liquidité de la part des clients** (e.g. remboursements d'emprunts) entraînant des rachats.

Identification du risque

→ La situation actuelle conduit à des opportunités concernant les UC mais à une **accentuation du risque de sortie du fonds €** par rachat ou par arbitrage,

- dans une situation de moins-value latente.
- **Risque plus présent en épargne** (option de rachat sans pénalité, option d'arbitrage) **qu'en retraite** (pas d'option de rachat, pénalités de transfert).

Introduction

- *Rétrospective 2022 : Forte hausse des taux d'intérêts et inversion de la courbe*
- *Identification des risques pour l'assurance-vie*

Partie 1 : Impacts pour les assureurs Epargne Retraite en 2022

- *Effet de la remontée des taux sur les indicateurs de risque et de solvabilité*

Partie 2 : Gestion du risque de sortie du fonds euros

- *Mise en œuvre d'un dispositif de surveillance, de mesure et de reporting*
- *Benchmark des actions mises en œuvre*
- *Quelle gestion et traitement du risque ?*

Nous considérons dans cette illustration deux acteurs aux caractéristiques communes mais qui diffèrent par leur stratégie de gestion ALM en période de taux bas :

Profil 1



□ Gap de duration **ouvert**

- Fonds propres économiques localement sensibles aux variations de taux

<u>Sensibilité +20 bps</u>	<u>Duration obligataire</u>	<u>PMVL obligataire</u>
$\Delta PVFP = 8,2\%$	8 ans	+10%

Profil 2



□ Gap de duration **fermé**

- Fonds propres économiques localement insensibles aux variations de taux

<u>Sensibilité +20 bps</u>	<u>Duration obligataire</u>	<u>PMVL obligataire</u>
$\Delta PVFP = -0,4\%$	12 ans	+18%

Passif (profil 1 & 2)

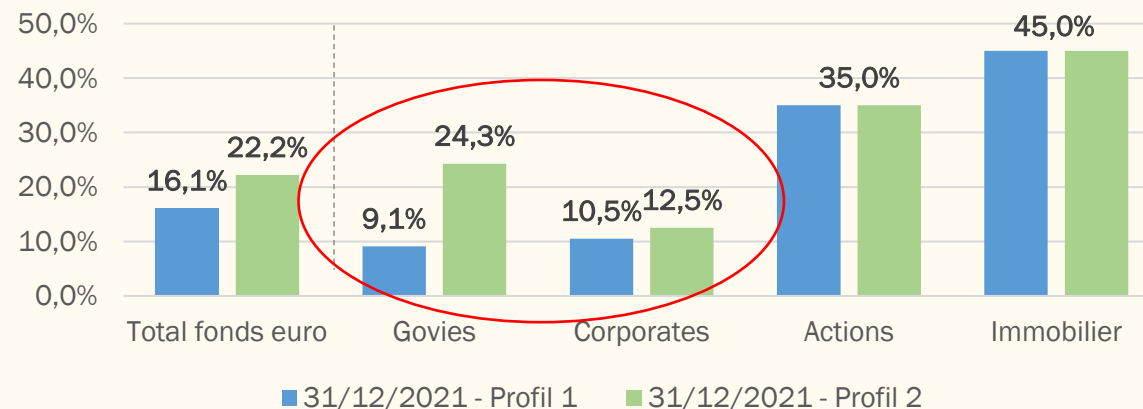
- PM fonds en euro : 24 Mds€
- PM UC : 6 Mds€ (soit 20% PM totale)
- PPB : 1,56 Mds€ (soit 6,5% PM fonds euro)
- RC : 600 M€ (soit 2% PM fonds euro)
- Taux chargement moyen fonds euro : 0,65%
- Taux chargement moyen UC : 0,9%
- Taux de PB moyen : 94,8%
- Taux de TMG moyen : 0,035%
- Taux de frais: 0,3%
- Age moyen : 50 ans
- Ancienneté moyenne : 12 ans

Répartition TMG

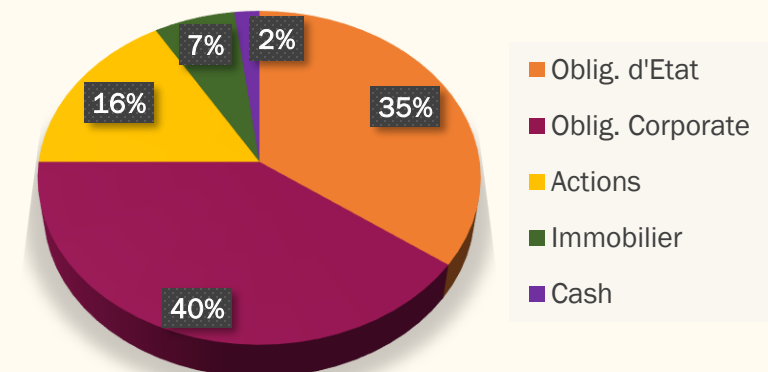
TMG	Part PM €
Brut 0%	0,04%
Net 0%	96,77 %
Net 0% < et < 2%	2,39%
Net > 2%	0,80%

Actif

Taux de PMVL par classe d'actif

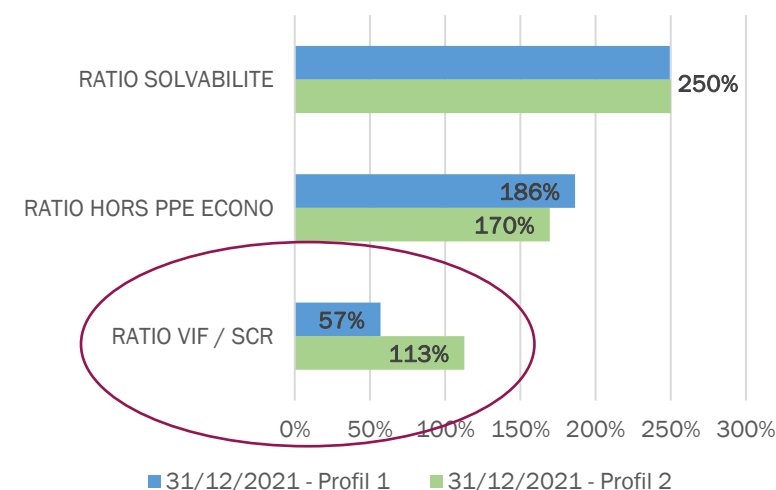
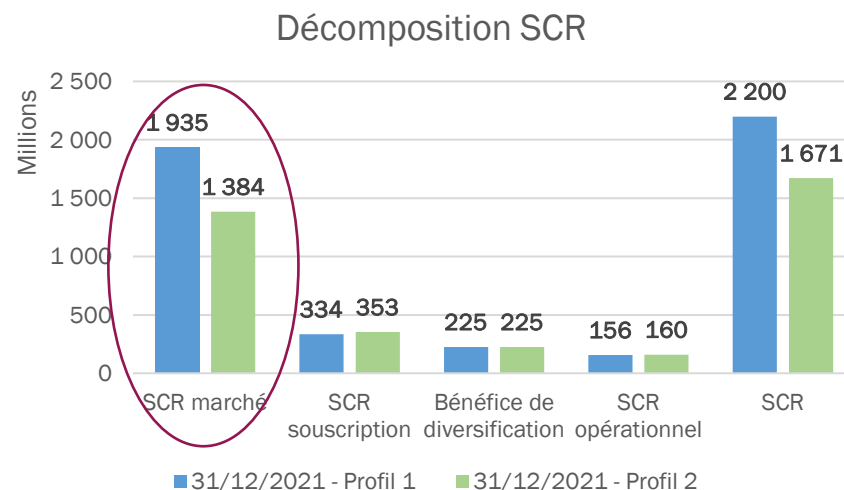
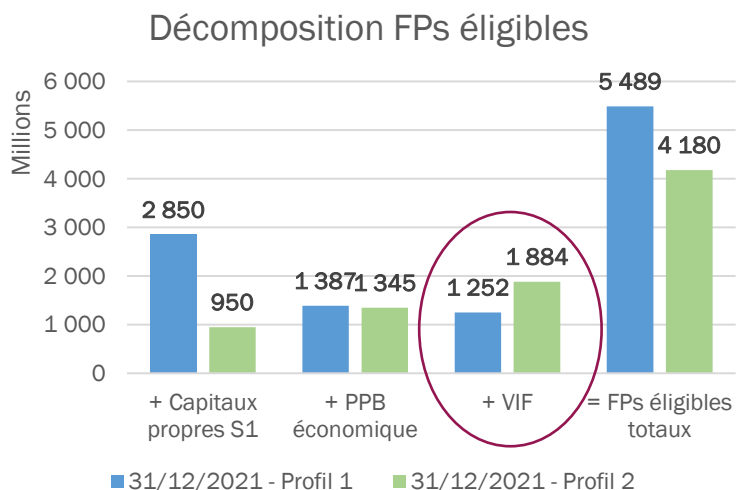


Allocation du fonds euro en VNC (profil 1 & 2)



PRÉSENTATION DES PROFILS ÉTUDIÉS À FIN 2021 (3/3)

Deux sociétés avec un ratio de couverture S2 équivalent (250%) mais avec une structure risque & capital différente :



Les richesses latentes plus importantes pour le profil 2, créent un écart de VIF d'environ 600 M€

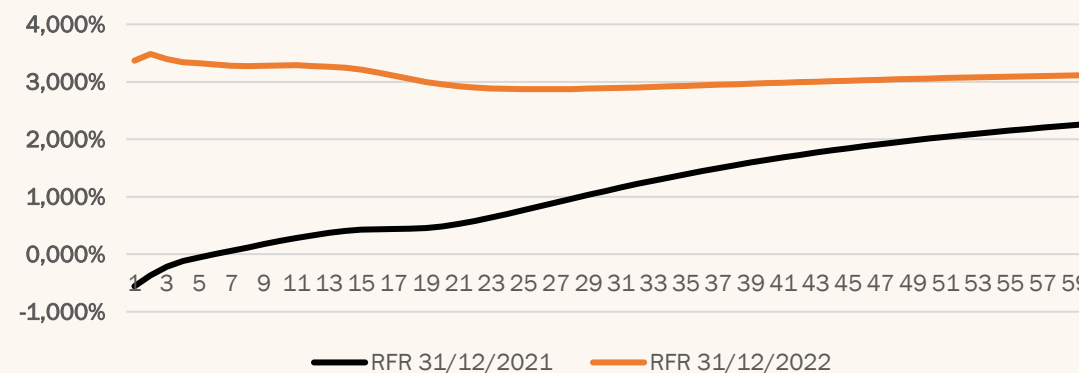
Exigence en capital relativement supérieure pour le profil 1 portée par le SCR de marché (présence de richesses latentes plus importantes sur le profil 2 pour absorber les chocs)

Le profil d'investissement obligatoire sur du long terme nécessite une mobilisation de capitaux propres moins importante du fait de ses richesses latentes

Contexte financier

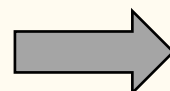
Type d'indice	2022
Actions	- 11,65%
Immobilier	- 5,00%
Taux (10 ans)	+ 289 bps

Courbe des taux EIOPA (avec V.A.)



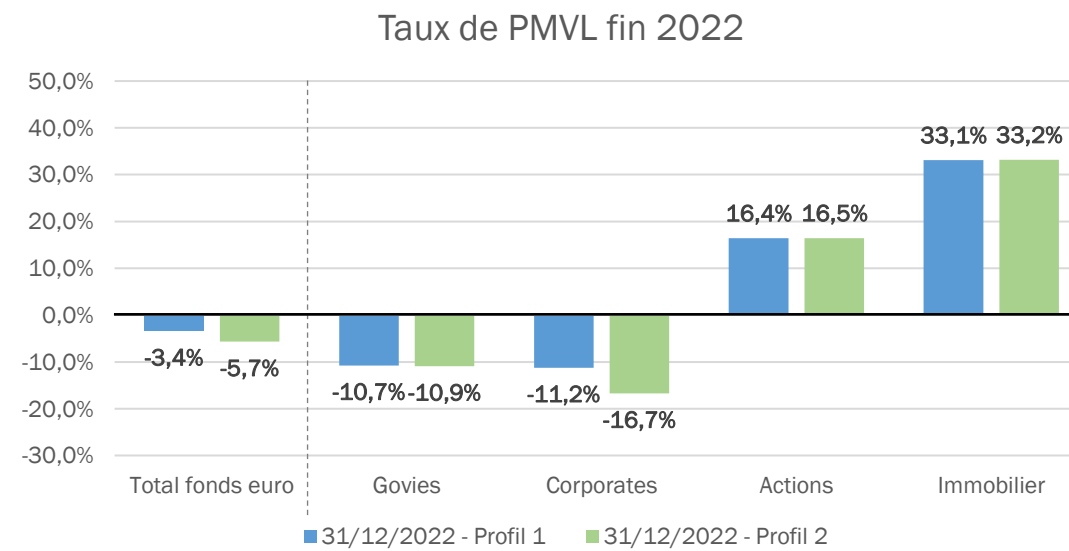
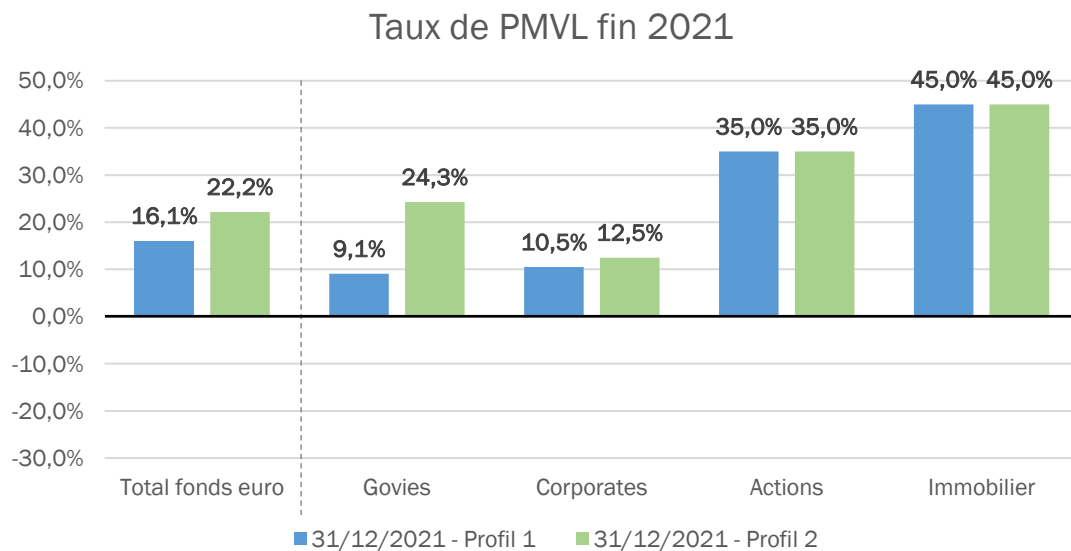
Contexte de collecte

Collecte brute	2022
€	4,5 %
UC	12 %
Total	6 %



Collecte nette	2022
€	- 1,4%
UC	5,7 %
Total	0,03 %

L'importante hausse des taux (environ + 300bps) consomme entièrement les plus-values latentes

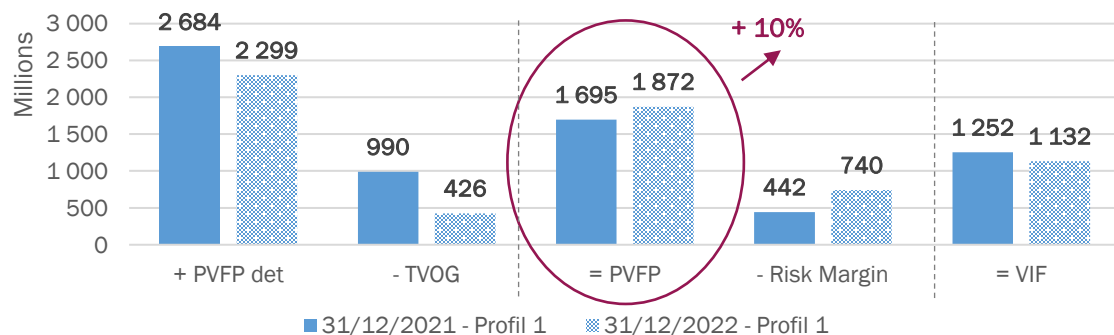


Erosion des richesses latentes

- L'importante hausse des taux entraîne le portefeuille obligataire en situation de moins-value latente. En raison d'une maturité plus longue, l'effet est plus marqué sur le profil 2
- La baisse des marchés sur 2022 entraîne une réduction du taux de plus ou moins-values latentes sur les actifs risqués

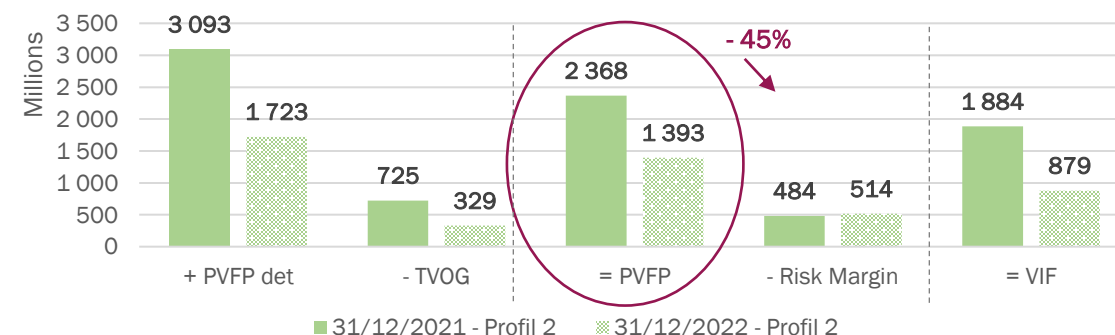
Le changement brutale d'environnement économique pèse différemment sur la VIF selon le profil

Décomposition de la VIF - Profil 1



Gap de duration	2021	2022
Var PVFP (+20 bps)	8,22%	-5,15%

Décomposition de la VIF - Profil 2



Gap de duration	2021	2022
Var PVFP (+20 bps)	-0,40%	-12,53%

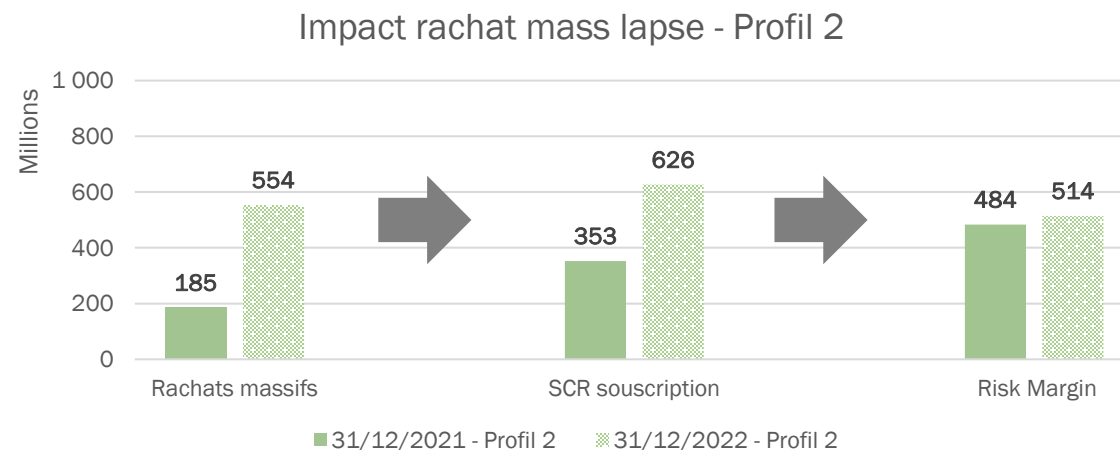
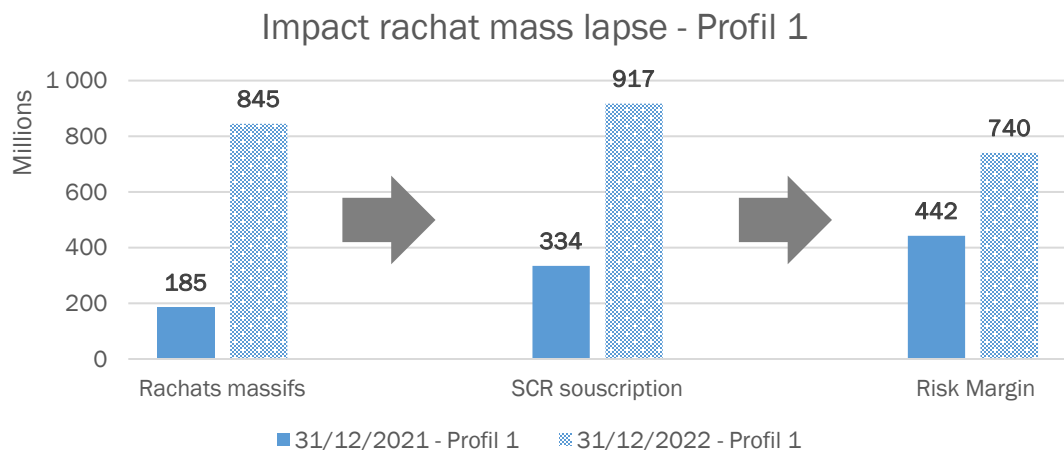
Profil 1

- Compte tenu de son gap de duration ouvert à fin 2021, la hausse des taux conduit à une légère amélioration de la PVFP stochastique (+10%)
 - Mais le gap de duration est désormais sensible à une hausse des taux
- In fine la VIF se dégrade en raison l'évolution de la RM

Profil 2

- Le profil 2 est naturellement plus impacté par la hausse des taux de par une exposition à l'actif plus importante à fin 2021. Ainsi sa PVFP stochastique diminue (-45%)
 - Et passage à un gap de duration fortement sensible à la hausse des taux
- L'évolution de la RM dégrade davantage la VIF

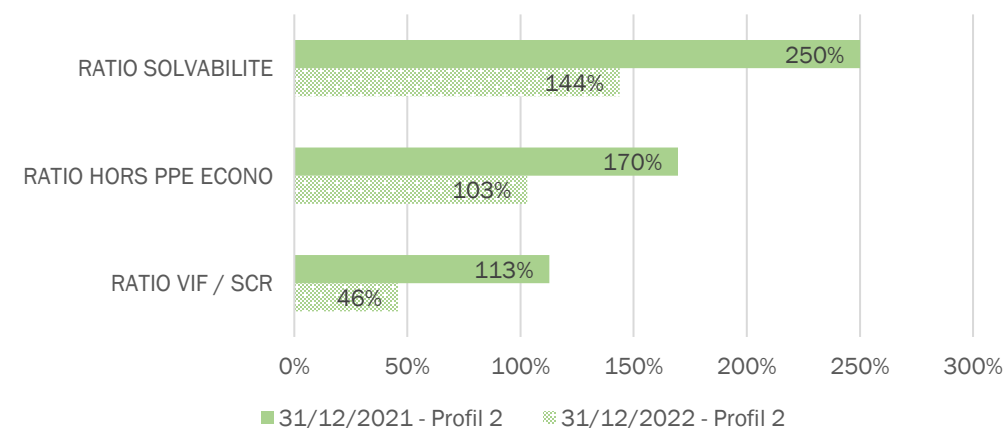
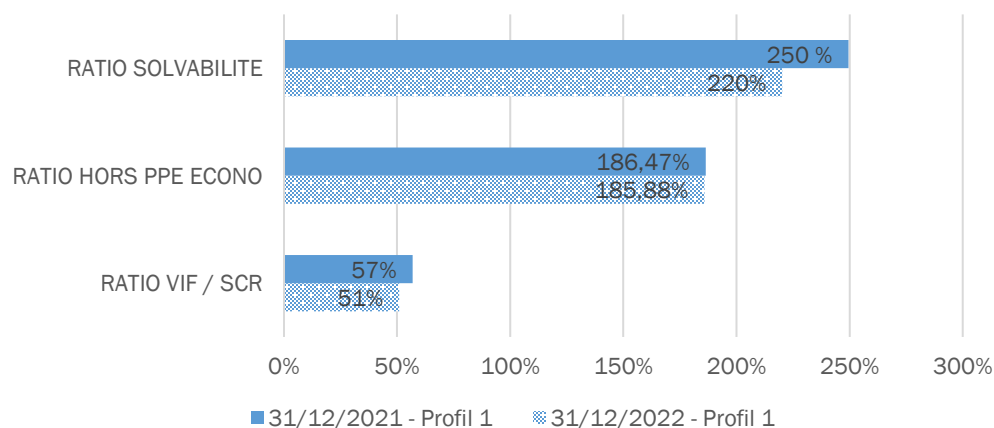
Pour les deux profils la situation à fin 2022 conduit à une forte hausse du risque de rachats massifs



Hausse du SCR de souscription

- Hausse très significative du SCR de rachat. Le passage en moins-values latente du portefeuille d'actif crée une forte exposition au risque de rachat massif
- La hausse du SCR de souscription se répercute sur la RM. L'effet est néanmoins atténué par l'évolution des facteurs d'actualisation

La solvabilité à fin 2022 est en baisse mais dans une moindre mesure pour le profil 1



Profil 1

- La variation de PPB économique pénalise le ratio S2 avec une perte de 30 points
- Hors effet PPB économique, la solvabilité du profil 1 est stable sur l'année mais avec une structure de risque différente (baisse du SCR de marché, forte hausse du SCR de rachat)

Profil 2

- Se trouvant en gap de duration fermé à fin 2021, la solvabilité du profil 2 se dégrade nettement. Cela s'explique principalement par la dégradation importante de la VIF (qui représentait 45% des fonds propres à fin 2021) et la hausse du SCR (non compensation entre rachat et marché)

Introduction

- *Rétrospective 2022 : Forte hausse des taux d'intérêts et inversion de la courbe*
- *Identification des risques pour l'assurance-vie*

Partie 1 : Impacts pour les assureurs Epargne Retraite en 2022

- *Effet de la remontée des taux sur les indicateurs de risque et de solvabilité*

Partie 2 : Gestion du risque de sortie du fonds euros

- *Mise en œuvre d'un dispositif de surveillance, de mesure et de reporting*
- *Benchmark des actions mises en œuvre*
- *Quelle gestion et traitement du risque ?*

Surveillance et reporting

Mise en place d'une **surveillance accrue des sorties du fonds €** (rachats, arbitrages, etc).

- Hausse modérée des rachats du marché sur le fonds € depuis Q4 2022 concomitamment à des arbitrages de volumes modérés orientés vers les UC.
- Analyse des motifs de sorties.

Modèle et management rules

- **Revue du modèle et paramètres dans le nouvel environnement.**
 - Les modèles ont été paramétrés et codés en environnement de taux bas.
 - Certains pans de modèles rentrent dans la monnaie alors qu'ils ne l'étaient pas précédemment. Il convient donc d'affiner leur modélisation ce qui n'était pas nécessaire auparavant.
- **Paramètres à potentiellement revoir:**
 - inflation et ses impacts
 - lois de rachats et d'arbitrages dynamiques (si premières observations sur le marché)
 - règles de ventes d'actif en situation de MVL
 - taux servis à la lumière de fin 2022
 - etc

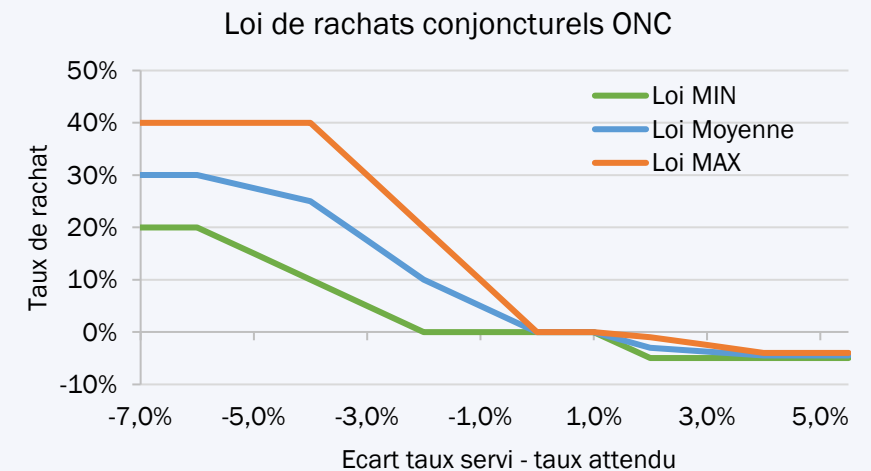
→ Attention, le risque de sortie du fonds € est un risque complexe, non encore observé. Il convient donc de prendre beaucoup de recul par rapport aux modèles dans son appréhension.

Un risque qui s'intensifie en cas de remontée brutale des taux

- **Diminution des marges futures** : Manque à gagner suite au départ des assurés
 - La hausse des taux conduit à une amélioration des marges futures et donc à un manque à gagner plus important via un effet volume
 - **Réalisation des moins-values latentes** : Besoin de liquidité en cas de rachats entraînant la réalisation de moins-values
 - Une hausse brutale des taux amplifie la dégradation des richesses latentes
- ➔ C'est la combinaison de ces deux effets qui conduit aujourd'hui à une « explosion » du risque de rachat massif

Une évaluation du risque conjoncturel « standardisée »

- La loi « ONC » de 2013 reste le standard du marché
 - Sur 11 acteurs consultés, 10 utilisent la loi ONC
 - La modélisation du taux concurrent est également proche entre les différents acteurs
 - Le taux concurrent s'apprécie généralement comme une moyenne pondérée d'un taux long et d'un taux court
- ➔ Les assureurs se doivent de capitaliser sur cette situation inédite pour collecter des données et affiner leur modélisation



Cohérence des « management rules »

- Les modèles de projection stochastique S2 ont été développés dans un contexte **de taux bas**
- Pour affiner la mesure du risque de rachat, il convient désormais de s'assurer en premier lieu de la **cohérence des comportements du management et des assurés** dans des trajectoires de taux non observés auparavant
- La démarche doit néanmoins rester prudente et mesurée, en particulier sur la modélisation du comportement des assurés compte tenu du manque de recul sur le phénomène



Principales mesures envisagées ou mises en œuvre par les acteurs à fin 2022

Minimisation des moins-values

Prise en considération des PMVL dans stratégie afin de minimiser la réalisation de moins-values lors de la vente d'actifs pour payer les flux de rachats

Repurchase agreement (Repo)

Mesure visant également à combler le besoin de trésorerie en cas de rachat massif. Le repos permettant de mettre en pension certains titres en contrepartie de cash

Réassurance financière

Contrat de réassurance « Mass Lapse » garantissant la prise en charge des rachats par le réassureur au-delà d'un certain seuil



1) Les protections réglementaires et contractuelles



- Les armes nucléaires: SAPIN (au niveau du marché), clauses de sauvegarde (au niveau contractuel et de la compagnie)
 - armes de non emploi, sauf si la survie du marché ou de l'entité est menacée, mais avec des conséquences potentiellement néfastes sur la réputation, le produit, etc.



- Possibilité pour le PER de charger au client les moins-values latentes sur le fonds € (cappé à 15%).

2) Les taux servis

- Réaction du marché pour les taux 2022, en particulier de la part des bancassureurs qui partaient de très bas et qui subissent le plus la concurrence des livrets bancaires, sans piocher dans la PPAB pour l'instant.
- Utilisation des buffers (PPAB, réserve de capitalisation)?
- Importance de la soutenabilité sur le long terme de la politique de PB.



3) Fixed income is back

- Profiter de la hausse du rendement des actifs obligataires
- Meilleure liquidité, dans un contexte de hausse des sorties

4) Collecter sur le fonds en €

- Afin de bénéficier de taux de réinvestissement plus élevés, pour accélérer le catch up du fonds €, mais sans remettre en cause le bienfondé de la stratégie de diversification vers les UC.
- Comment: relâchement des restrictions des années antérieures, retour des TMGA, nouveau bonus de PB sur les versements 2023.
- L'inertie des fonds € reste importante, même en cas d'accroissement de la collecte en euro.

5) Réassurance du risque de rachat

- **Situation inédite** suite à la hausse rapide des taux en 2022 conduisant à un fonds € potentiellement concurrencé par les produits de taux d'intérêt spot.
- **La garantie de taux du fonds € s'éloigne de la monnaie** mais **l'option de rachat dynamique se rapproche de la monnaie**, dans une situation désormais de **moins-value latente des fonds €**.
- La situation met en lumière **le risque de rachat qui a eu une contribution négative aux ratios de solvabilité** des assureurs vie en 2022 (option de rachat dynamique dans la valeur de portefeuille, hausse de la composante rachat massif dans le SCR Life et la Risk margin).
- Les modèles ayant été calibrés dans un autre contexte, il **convient d'affiner la modélisation** dans la nouvelle situation économique.
- Au-delà des aspects modèles, il convient de porter plus d'attention à ce risque de sortie du fonds en € en mettant en place:
 - des **reportings et une surveillance accrue**,
 - des **mesures de gestion des risques** dans le cadre de l'appétence au risque de la compagnie (utilisation des buffers de manière soutenable sur le long terme, adaptation de l'allocation d'actif et de la politique de souscription sur le fonds €, réassurance éventuelle du risque de rachat).
- Le niveau plus élevé des taux d'intérêt, s'il se maintient, est un **environnement plus favorable pour les assureurs vie sur le long terme**. Mais il faut gérer la **phase transitoire**.