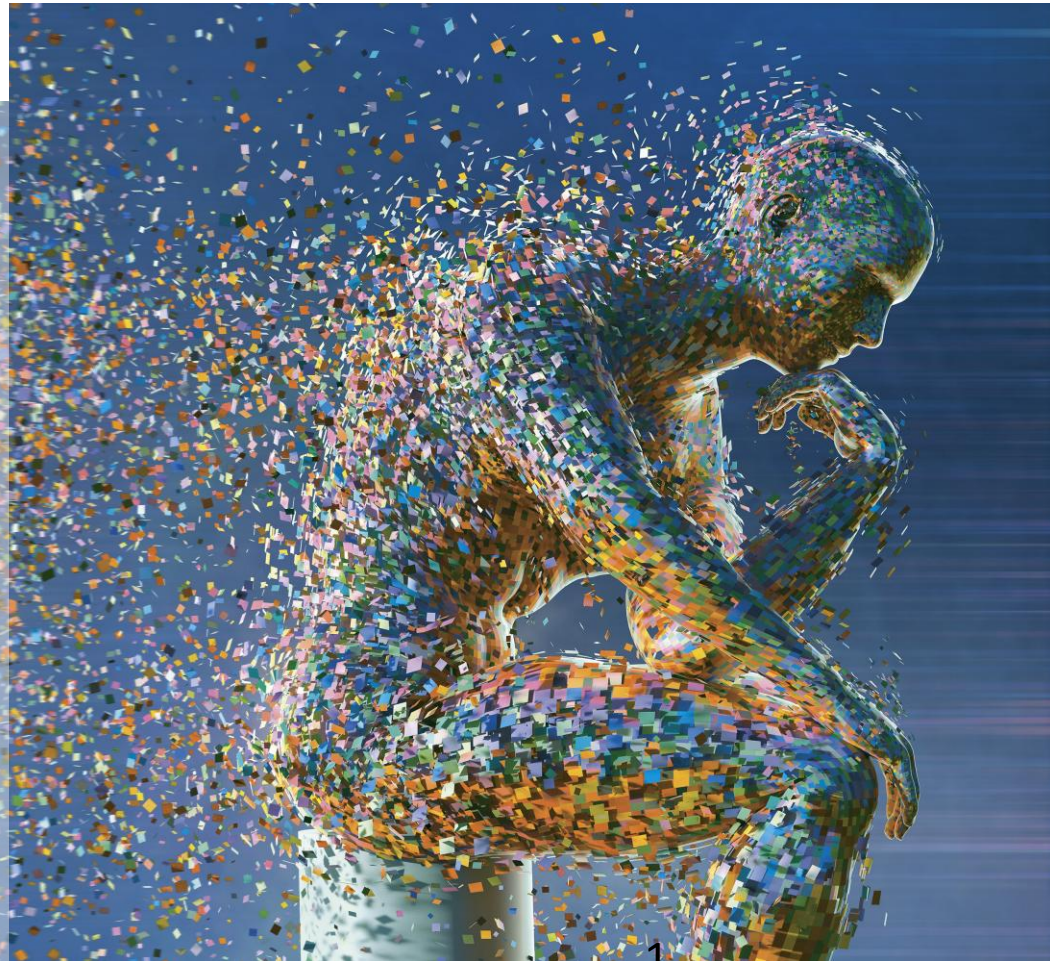




# Élargissement des spreads et incertitudes macroéconomiques : défis et leviers d'actions

Vincent MARTINOT (CARAC)  
Daniel ZERBIB et Léa SERRET (Forsides)





# 01

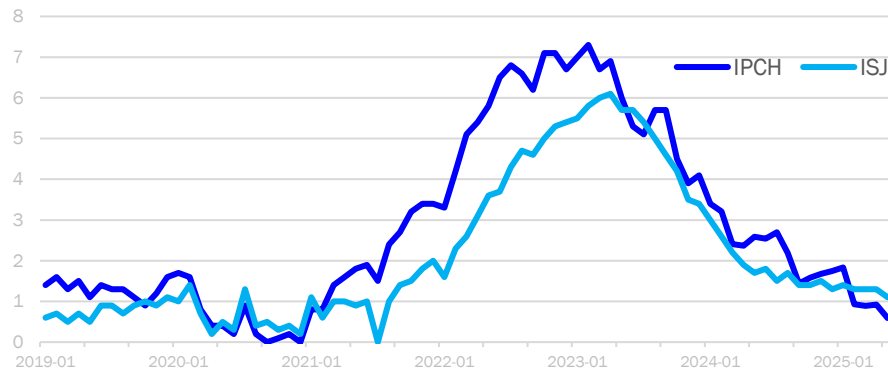
## Contexte macroéconomique



# Inflation : des chocs successifs à un resserrement monétaire

- L'inflation a été d'abord alimentée par les relances post-Covid, puis fortement accélérée en 2022 par le choc énergétique lié à la guerre en Ukraine. En réponse, les banques centrales ont durci leur politique monétaire.
- Depuis 2023, l'inflation globale recule, mais l'inflation sous-jacente, notamment dans les services, reste élevée.

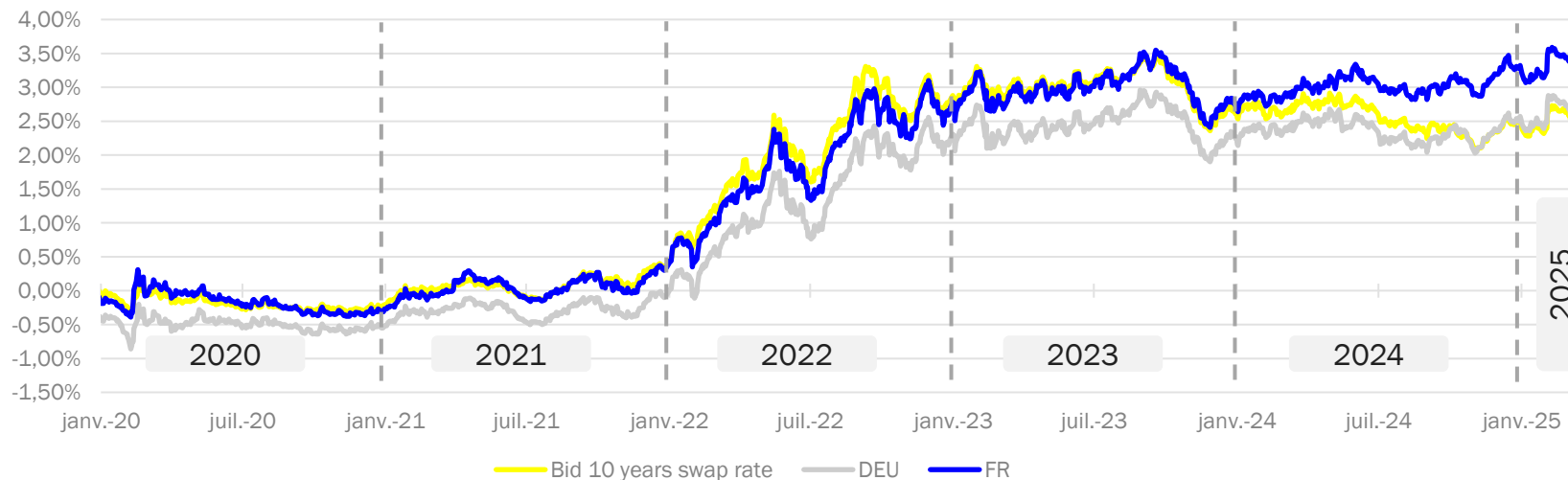
Evolution des indices de prix à la consommation





# Hausse des taux souverains dans un contexte post crise

Taux 10 ans 2020-2025



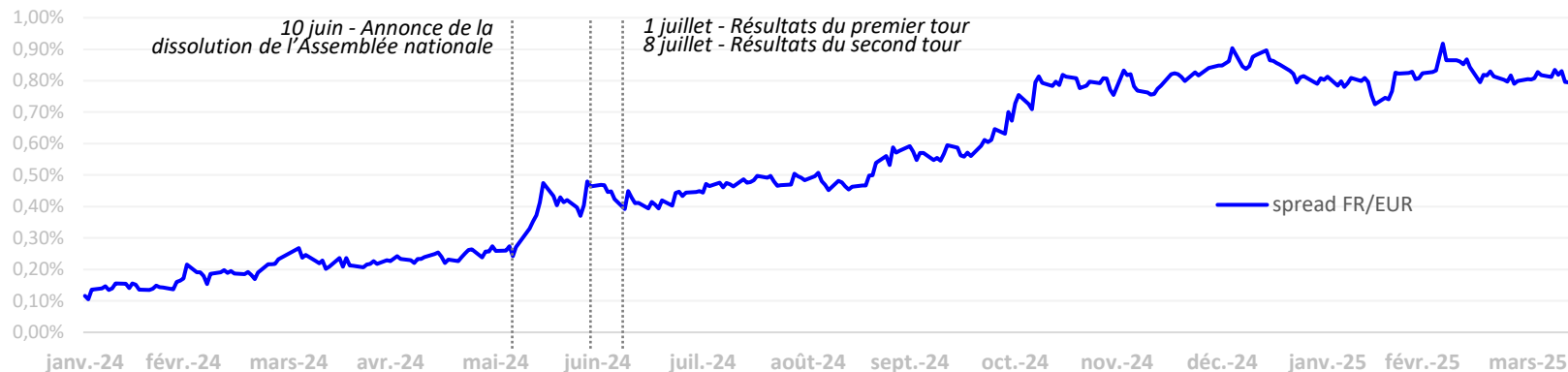




# Elargissement des spreads depuis fin 2023

La crise politique survenue en France en 2024, marquée par une instabilité gouvernementale et des incertitudes budgétaires, a suscité une réaction des marchés avec une hausse du spread.

## Spread 2024-2025



# Enjeux d'analyse à partir de cette situation macroéconomique

### Rétrospective :

- Avec des valeurs de marché obligataires déjà tendues par la remontée des taux, quelles ont été les conséquences des écartements de spread sur la solvabilité des assureurs ?

### Prospective :

- Si des mouvements similaires à ceux de 2023-2024 se reproduisaient, quels seraient les impacts et quels moyens de pilotage ?
- Avec la révision de Solvabilité 2 et le nouveau Volatility Adjustment, quelle nouvelle sensibilité des portefeuilles aux mouvements de spread ?

## SOMMAIRE

---

24<sup>e</sup> CONGRÈS DES  
ACTUARIES

BY  
INSTITUT  
A



01

Contexte  
macroéconomique

02

Impact sur un  
portefeuille de  
référence

03

Et avec la révision S2  
et le nouveau VA ?

04

Perspectives

05

Conclusion

# 02

## Impact sur un portefeuille de référence





# Cas pratique : Méthodologie

- Portefeuille de référence d'épargne euro/UC au 31/12/2023 dont les hypothèses sont présentées ci-après ;
- Analyse des variations à différentes dates d'arrêté : Q4 2023, Q2 2024, Q4 2024 et Q1 2025, en actualisant seulement les impacts obligataires : courbes de taux, les VA associés, ainsi que les spreads ;
- Les variations des spreads corporate étant relativement hétérogènes sur la période, elles ne varient pas dans cette analyse ;
- Par simplification, l'ensemble des expositions souveraines sont supposées françaises ;
- Travaux réalisés avec l'outil de projection Forsides (SALLTO) sans activation de management actions spécifiques et avec le GSE Forsides (STORM).

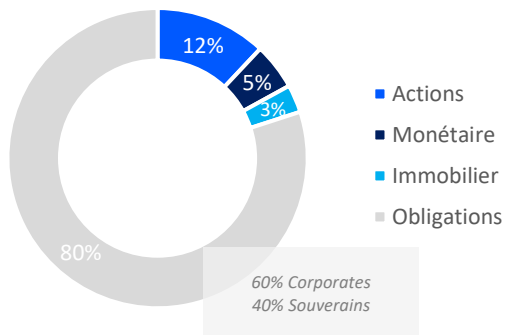


# Hypothèses

### ACTIF

Duration 7,5 ans

#### Allocation



#### Taux de PVL

Actions globales	+35%
Immobilier	+75%
Obligations	-5%

### PASSIF

Duration 8,5 ans sur l'euro

#### Provisions

PM €	100 M€
PM UC	43 M€

#### Autres Provisions

Réserve de capitalisation	2 M€
PPE	4 M€
Fonds propres	9 M€

#### Participation

Taux de distribution PB	85%
-------------------------	-----

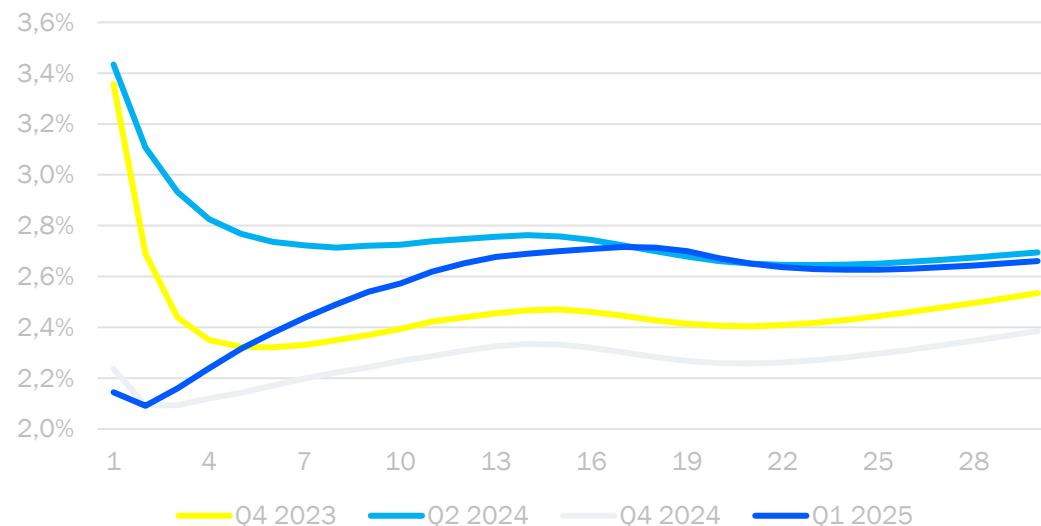
#### Autres

Marge sur encours	0,3%
Hypothèses comportementales	4% rachat + dyn. min



# Hypothèses

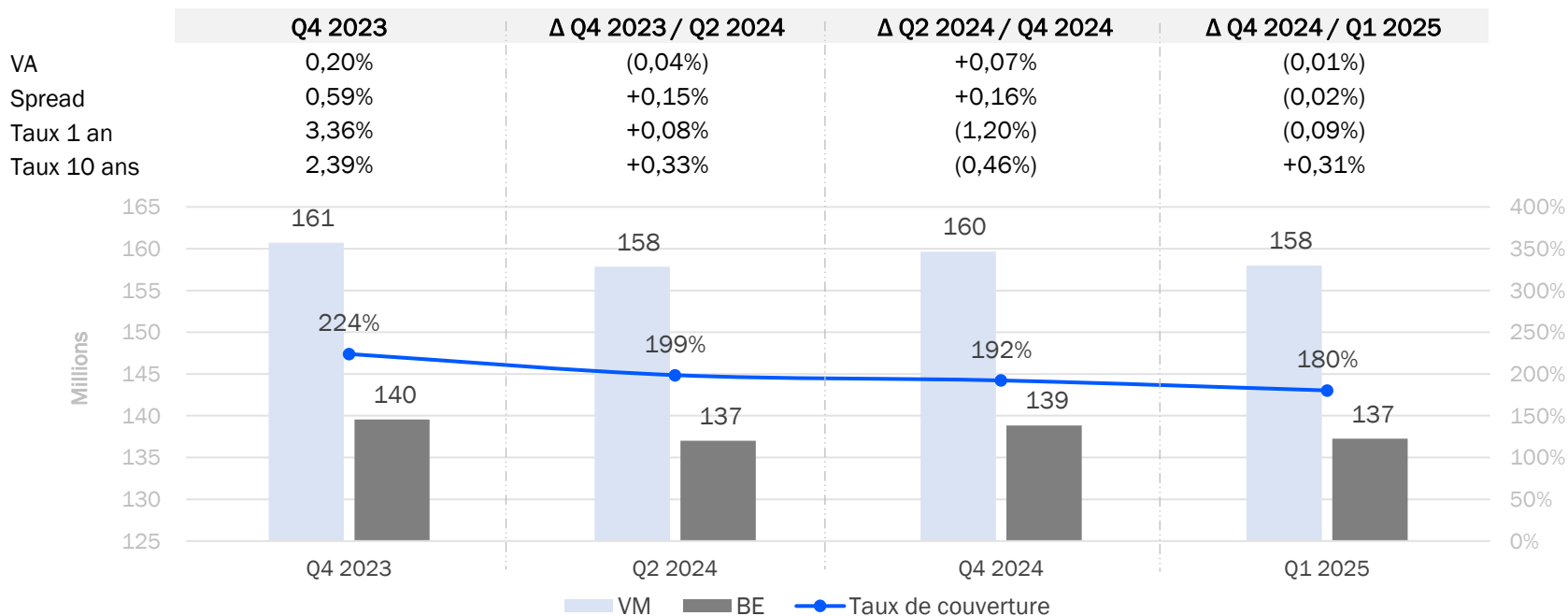
Courbes de taux sans risque EIOPA sans VA



- **Dépenditisation** de la courbe des taux sans risque entre Q4 23 et Q1 25 avec une **baisse de plus de 100 bps** sur le taux 1 an
- **Alternance** entre baisse et hausse des taux : reflet d'une **forte volatilité des marchés** et des **incertitudes économiques européennes**

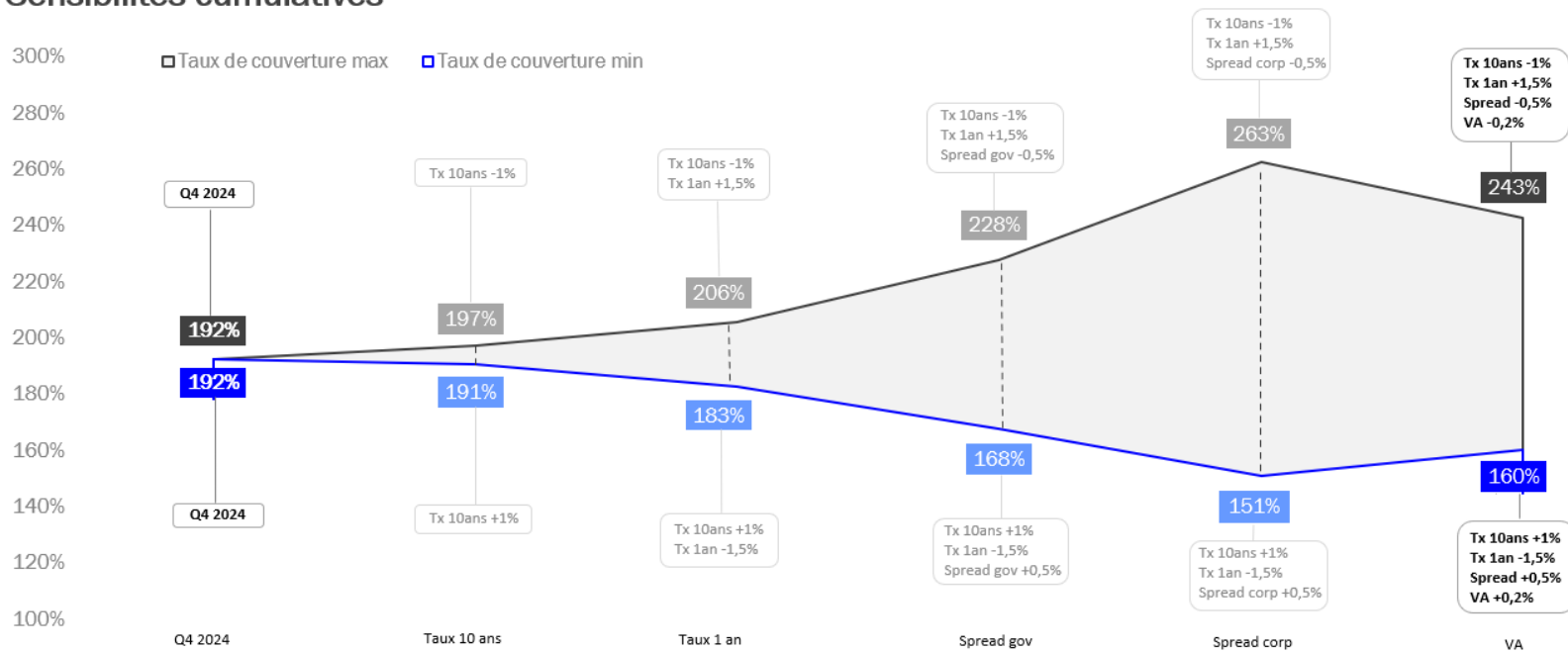
## 2. Impact sur un portefeuille de référence

# Un taux de couverture en baisse, plusieurs effets qui se compensent



# Et si 2023-2024 se reproduisait ?

### Sensibilités cumulatives



# 03

Et avec la révision S2 et le nouveau VA ?





# Rappels sur le VA

## Le rôle du VA

Limiter l'impact des variations à court terme des spreads sur la solvabilité des assureurs.

$$VA = 65\% * [ RCS_{crncy} + 1_{RCS_{country} > 1\%} * \max (RCS_{Country} - 2RCS_{crncy}; 0) ]$$

## Son fonctionnement

- Correction basée sur un portefeuille d'obligations européennes (fourni par l'EIOPA).
- Vient réduire la volatilité des provisions techniques via un ajustement de la courbe des taux d'actualisation qui permet de compenser la baisse de valeur des actifs obligataires lors d'une hausse des spreads.
- Pas d'autorisation préalable requise pour l'utiliser, il est commun à tous les assureurs exerçant sous la même devise voir du même pays (sous réserve qu'une majoration spécifique au pays s'applique).



# Les nouvelles composantes issues de la revue du VA

$$VA = 85\% * S_{RC}_{crncy} * CSSR_{crncy} + VA_{macro\ country}$$

- **Ratio de sensibilité aux spreads (CSSR) :**
  - Prend en compte la sensibilité relative des actifs et passifs aux spreads.
  - Spécifique à chaque entreprise.
  - Limite les effets procycliques excessifs.
- **Macro VA :**
  - Tient compte des écarts de spreads spécifiques à un pays par rapport à la moyenne européenne.
  - Il viendrait en remplacement de l'actuelle composante nationale avec un facteur d'application de lissage spécifique à chaque pays permettant d'atténuer les « sauts ».
  - Déclenché sous conditions spécifiques nationales.
  - Incompatible avec l'utilisation simultanée du ratio d'ajustement.
- **Ratio d'application (GAR) :**
  - Passe de 65 % à 85 %
  - Renforce directement l'effet du VA



# VA avant et après révision S2

## Avant révision S2

$$VA_{total} = VA_{perm} + VA_{macro}$$

$$VA_{perm} = 65\% * S_{RC_{crncy}}$$

$$VA_{macro} = 65\% * 1_{S_{RC_{country}} > 1\%} * \max(S_{RC_{country}} - 2 * S_{RC_{crncy}}; 0)$$

Avec  $S_{RC}$  le spread corrigé du risque =  $S - RC$

- $S$  correspond à l'écart entre les taux de marché du portefeuille de référence et les taux sans risque  $S = w_{gov} * \max(S_{gov}; 0) + w_{corp} * \max(Scorp; 0)$
- $RC$  correspond à l'écart entre le taux de marché du portefeuille de référence et le taux de marché corrigé du risque. Les corrections du risque sont les suivantes :
  - Obligations souveraines :  $\max(30\% LTAS; 0)$
  - Obligations d'entreprises :  $\max(35\% LTAS; PD + CoD)$

## Après révision S2

$$VA_{total} = VA_{perm} + VA_{macro}$$

$$VA_{perm} = 85\% * S_{RC_{crncy}} * CSSR_{crncy}$$

$$VA_{macro} = 85\% * \max(S_{RC_{country}} - 1,3 * S_{RC_{crncy}}; 0) * CSSR_{crncy} * w_{country}$$

- Le ratio de sensibilité aux écarts de crédit de l'entreprise d'assurance ou de réassurance :

$$CSSR = \frac{VM(RFR) - VM(RFR + GAR * S_{RC})}{BEL(RFR) - BEL(RFR + GAR * S_{RC})} \text{ avec } 0 \leq CSSR \leq 1$$

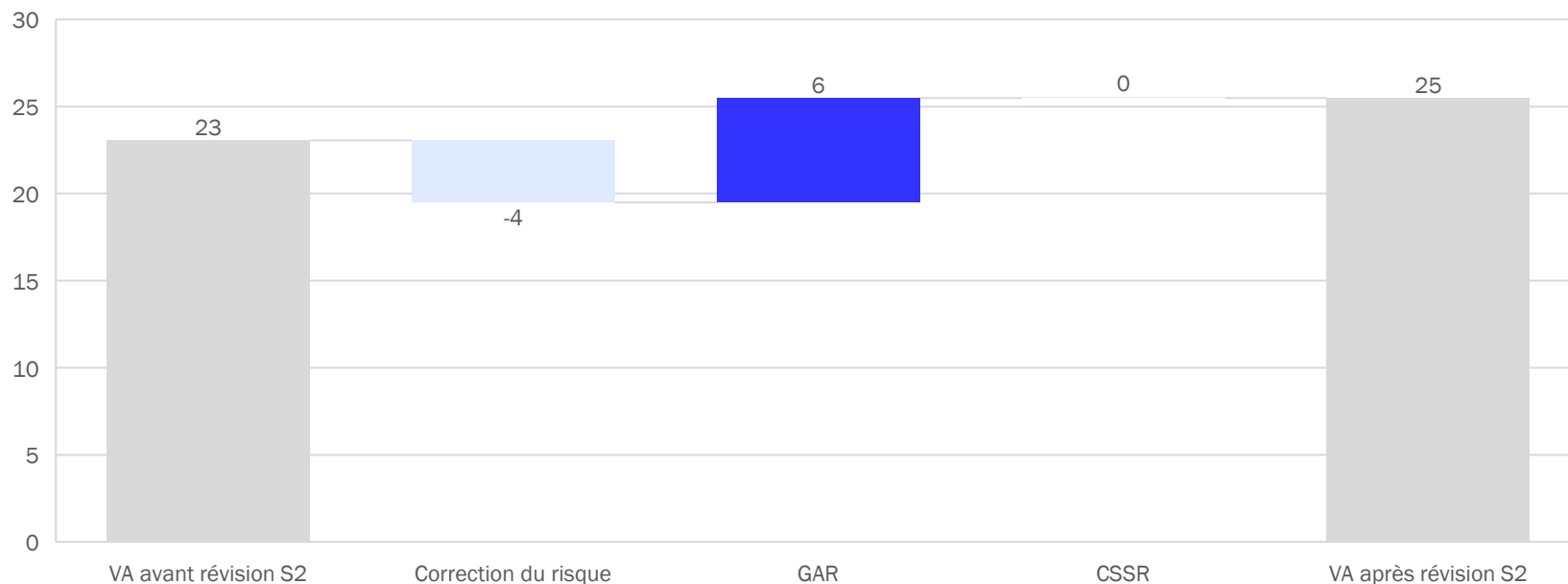
- Le facteur d'ajustement relatif au pays :
 
$$w_{country} = \max(\min(((S_{RC_{country}} * -0,6\%) / 0,3\%); 1); 0)$$
- Les coefficients ainsi que les paliers seront revus et seront à préciser dans les textes de niveau 2

Formule issue de l'avis de l'EIOPA, à confirmer dans les textes de niveau 2

### 3. Et avec la révision S2 et le nouveau VA ?



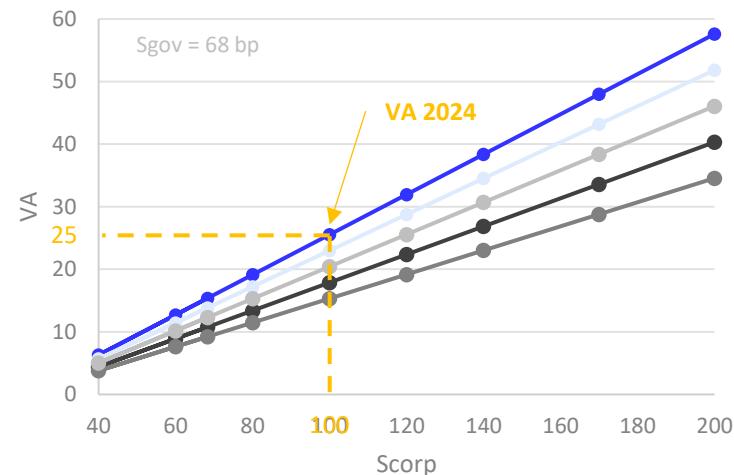
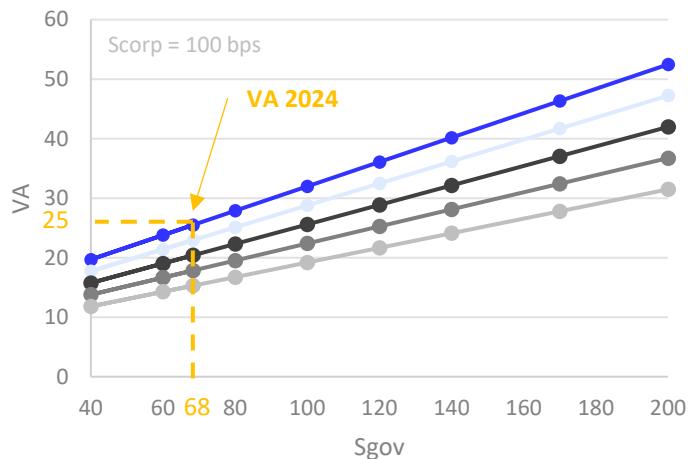
# Impacts quantitatifs sur le VA Q4 2024



### 3. Et avec la révision S2 et le nouveau VA ?



## Focus sur le CSSR



#### A retenir

A Scorp/Sgov constant, le VA croît avec le Sgov/Scorp. Une diminution du CSSR baisse systématiquement le VA.



# Focus sur le scale

## Avis de L'EIOPA

- Les poids  $w_{gov}$  et  $w_{corp}$  utilisés dans le calcul du spread gouvernemental et corporate correspondent à la proportion des obligations souveraines et corporate sur tout le portefeuille de référence.
- Afin de ne prendre en compte que leur poids parmi les instruments de dette, l'EIOPA propose l'introduction d'un scale à appliquer aux S\_RC, les spreads corrigés du risque, dans le macro VA :

$$\text{Scale} = 1 / (w_{gov} + w_{corp})$$



### A retenir

Dans les calculs du VA, on s'est référé à la directive et on n'a donc pas pris en compte le Scale. On a néanmoins mesuré l'impact de la prise en compte du Scale.

## Directive Solvabilité 2

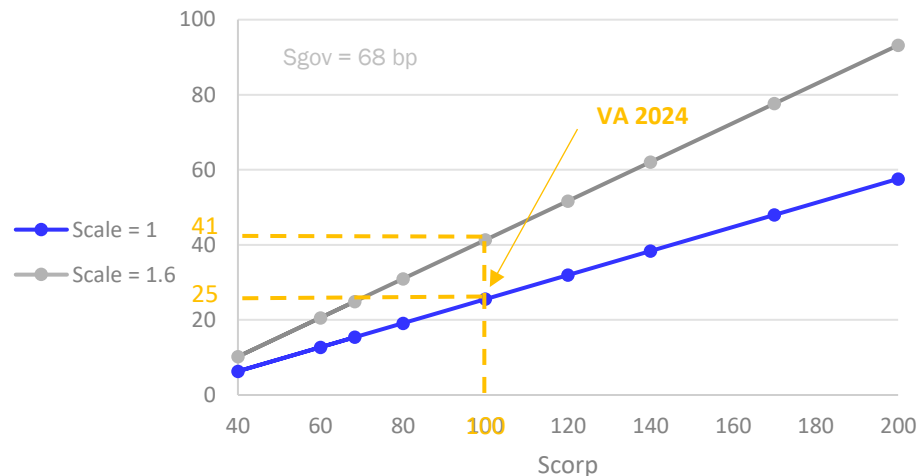
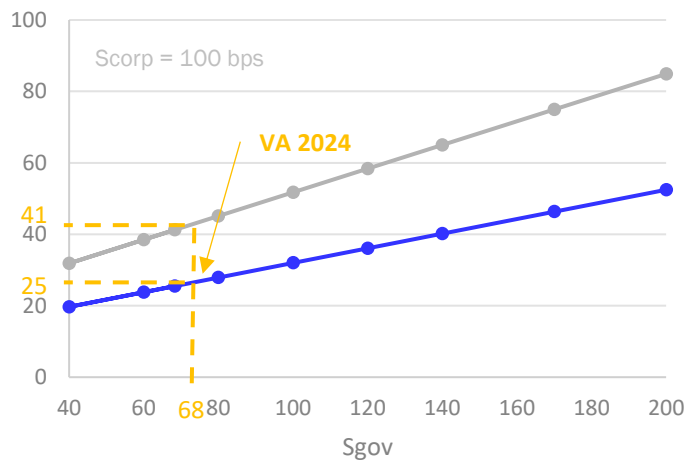
- Dans la directive, il est clairement stipulé que les poids utilisés dans le calcul du spread correspondent aux rapports de la valeur des obligations gouvernementales/corporate incluses dans le portefeuille de référence et « *la valeur de tous les actifs inclus dans ce portefeuille de référence* » (article 77Bis, alinéa 4bis)
- Il n'y a donc pas de mention de Scale dans la directive ni de part dans les instruments de dette



### 3. Et avec la révision S2 et le nouveau VA ?



## Focus sur le scale



#### A retenir

A Scorp/Sgov constant, le VA croît avec le Sgov/Scorp. La prise en compte du Scale augmente le VA.

### 3. Et avec la révision S2 et le nouveau VA ?



## Evolution du VA entre Q4 2023 et Q4 2024

### Avant révision S2

2024 : 23 bps



2023 : 20 bps

Evolution : + 3 bps

### Après révision S2

2024 : 25 bps



2023 : 23 bps

Evolution : + 2 bps



## Où en est-on ?

Les points qui devraient être clarifiés dans les textes de niveau 2 :

- Formule de calcul du CSSR - EIOPA
- Niveau des paliers de la correction du risque
- Scale



## Ce qu'il faut retenir

- Un impact a priori limité, à condition :
  - d'avoir un CSSR égal à 1 et
  - l'absence de scale confirmée dans les textes de niveau 2.
- Dans le cas contraire, l'impact sur la VA pourrait devenir significatif.
- Cela dit, notamment pour le CSSR à 1, cela semble être le paramétrage le plus plausible pour les produits d'assurance vie français.



# 04

## Perspectives

## 4. Perspectives

---



### Facteurs d'élargissement des spreads

- Politique monétaire restrictive ;
- Tensions géopolitiques ;
- Ralentissement économique mondial ;
- Endettement élevé public et privé.

### Conséquences économiques

- Etats : hausse du coût de la dette ;
- Entreprises : crédit restreint ;
- Marchés : volatilité accrue.

### Leviers d'actions macroéconomiques

- Communication claire des banques centrales ;
- Coordination budgétaire européenne ;
- Soutien au crédit et garanties publiques ;
- Développement des marchés de capitaux ;
- Stabilité politique.





# Impacts de l'élargissement / contraction des spreads pour les assureurs

## Élargissement des spreads

- Baisse de la valeur de marché des obligations ;
- Augmentation des exigences de capital ;
- Risque accru sur la liquidité et la sinistralité ;
- Dégradation de la qualité de crédit (credit migration).

## Contraction des spreads

- Amélioration de la valorisation des portefeuilles ;
- Risque de « faux soulagement » ;
- Effets sur la gestion des risques.



# Quels leviers d'action ?

## Gestion active et diversification

- Diversification sectorielle et géographique ;
- Allocation à des actifs alternatifs ;
- Focus sur la qualité de crédit.

## Couverture et gestion des risques

- Instruments dérivés ;
- Stress tests et scénarios de crise.

## Optimisation du capital et dialogue réglementaire

- Gestion dynamique du capital réglementaire ;
- Dialogue avec les régulateurs;

## Intégration des critères ESG et durabilité

- Sélection ESG ;
- Green bonds et obligations durables.



# Exemples de stratégies d'investissements

## Élargissement des spreads

- Réduction de la duration ;
- Allègement des expositions aux High Yield ;
- Renforcement des actifs liquides et souverains Investment Grade ;
- Couverture via CDS sur les secteurs les plus exposés.

## Contraction des spreads avec taux bas

- Allongement prudent de la duration ;
- Réinvestissement dans des obligations longues à rendement attractif ;
- Prise de positions ciblées sur le corporate de qualité ;
- Augmentation progressive des actifs alternatifs.

## Contexte volatil ou incertain

- Gestion dynamique avec allocation tactique flexible ;
- Augmentation des liquidités ;
- Utilisation de produits dérivés pour couvrir les risques de taux et de crédit ;
- Diversification accrue vers des actifs non corrélés.



# 05

## Conclusion



# Vers une gestion résiliente face au risque de spread

- L'élargissement des spreads dans le contexte politique français a ajouté de la tension sur les valeurs de marché obligataires ;
- Le risque de spread a un impact non négligeable sur la solvabilité et la révision S2 ne devrait pas significativement atténuer ce constat ;
- Sous réserve du paramétrage qui se dessine à la lecture de la directive mais qui est à confirmer par les textes de niveau 2 ;
- Les leviers pour les assureurs : protection du passif, optimisation de l'actif, et adaptation réglementaire ;
- Résilience, durabilité et innovation sont les piliers de l'investissement dans ce contexte incertain.



# Merci de votre attention !