

LE MOT DE L'ACTUAIRE

Risque de taux, spread et garanties de long terme

L'Eiopa a actualisé, le 28 janvier, les spécifications techniques de la formule standard pour tester des ajustements dans la prise en compte des risques financiers pour les garanties de long terme. Retour sur la difficulté rencontrée pour ces garanties.



FRÉDÉRIC PLANCHET
membre agrégé
de l'Institut des actuaires,
ISFA



GUILLAUME LEROY
membre qualifié
de l'Institut des actuaires,
Actense

L'industrie a pu observer, dans la mise en œuvre des différents tests QIS, une grande instabilité à court terme de valeurs clé comme le taux de couverture ou la marge actif/passif. Cette volatilité, qualifiée par l'Eiopa – l'Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles – d'artificielle, rend difficile l'appréciation de la situation d'un organisme assureur et le pilotage de ses risques.

SPÉCIFICITÉ DES ENGAGEMENTS D'ASSURANCE DE LONG TERME

Considérons l'exemple simple d'un flux unitaire certain à régler à une échéance T . L'achat d'une obligation zéro coupon sans risque de défaut permet de réaliser un adossement parfait et de se trouver couvert par rapport au risque de taux. Supposons maintenant que l'organisme investisse son actif dans une obligation présentant un différentiel de taux (*spread*) avec la référence d'actualisation. L'existence d'un tel *spread* est justifiée par les risques de crédit, de défaut et de liquidité de l'émetteur de l'obligation. Mais dans notre exemple, seul le défaut de la contrepartie est un véritable risque pour l'assureur. Le risque de crédit (associé à la possibilité de voir la notation dégradée) n'a pas de conséquence immédiate puisqu'il ne remet pas en cause le paiement du flux à l'échéance. De même, la liquidité du titre est sans importance pour l'assureur dans cet exemple puisqu'il le détient jusqu'au terme. Pourtant, une augmentation du *spread* va conduire à une baisse de la valeur de l'actif alors que le passif restera au même niveau, conduisant ainsi à une insuffisance, alors même que l'assureur reste parfaitement couvert.

Cet exemple idéalisé met en évidence un élément de conception discutable du dispositif prudentiel et on voit que ce point est directement lié à l'obligation de comptabiliser l'actif à sa valeur de marché, y compris pour des actifs couvrant des risques longs. Or la valeur de marché est ici de peu d'intérêt pour l'assureur puisqu'il ne cherche pas à vendre le titre. Le taux de couverture des engagements se trouve soumis à des variations dont la cause n'est que partiellement liée

Le taux de couverture des engagements se trouve soumis à des variations dont la cause n'est que partiellement liée au risque effectivement supporté.

au risque effectivement supporté, puisque seul le défaut de la contrepartie est ici un véritable risque.

Ce qui intéresse véritablement l'assureur est la probabilité objective de défaut alors que le processus de valorisation s'appuie sur la probabilité de défaut "risque neutre" ce qui ajoute à la probabilité objective de défaut une majoration liée à l'aversion au risque des investisseurs, aversion qui peut varier dans le temps quand bien même la probabilité de défaut objective resterait constante. Ainsi, quand bien même on éliminerait les composantes de crédit et de liquidité de notre analyse, l'inadéquation du dispositif persiste.

LES PISTES DU RÉGULATEUR

L'idée est de contourner le débat sur l'usage de la valeur de marché des actifs et passifs long terme sans remettre en cause le principe de l'usage de la valeur de marché. Pour résoudre ces difficultés, trois pistes sont explorées par le régulateur :

- prolonger la courbe des taux sans risque. Le niveau du *spread* est en effet conditionné par la référence sans risque utilisée ;
- la prime contracyclique en cas de crise : l'idée est que les taux d'actualisation soient majorés d'une prime dont l'objectif est de rendre compte de tensions sur la liquidité des titres mis en représentation du passif ; elle est à la main du régulateur et ses conditions d'utilisation seront a priori relativement restrictives ;
- la prime d'adossement : il s'agit en un sens de la même idée que la prime contracyclique, mais dans une vision spécifique à l'entité et en fonction de la structure de son portefeuille d'actifs.

Le dénominateur commun de ces correctifs est de fournir des solutions qui ne remettent pas en cause la valorisation de l'actif en valeur de marché en ajustant à la baisse les engagements de manière à éliminer l'effet de la composante du *spread* associée à la liquidité. Si ces mesures ont le mérite de rechercher une solution à une difficulté majeure pour la mise en œuvre de la directive Solvabilité II, on peut regretter qu'elles n'abordent pas directement la source de cette difficulté, à savoir une valorisation de l'actif inadaptée à une perspective de détention longue.

La synthèse des résultats des tests de ces mesures devrait être publiée en juin. Elle apportera un éclairage sur leur pertinence et leur capacité à stabiliser les indicateurs de solvabilité des organismes concernés et sera sans doute décisive pour la suite des événements. ■