

Les travaux de l'Enass

Ecole nationale d'assurances

La gestion d'actifs
des assureurs vie français
en période de crise

Benoît GERMAIN

Remerciements

J'adresse mes sincères remerciements à Monsieur Gilles Magnan, Associé au sein du cabinet de conseil MAZARS pour ses éclairages et contributions.

Mes remerciements vont également à :

Monsieur Gilles BENOIST, Directeur général de CNP,

Monsieur Pierre FLORIN, GIE Axa pour son aide et ses judicieuses indications

Monsieur Jean-Louis CHARLES, Directeur des financements et des investissements de Groupama S.A

Monsieur Lionel CALVEZ, Directeur financier de la MAAF

Monsieur Olivier FLICHE, Commissaire contrôleur ACAM

Un grand merci également à Madame Anne Ramin, responsable du programme MBA-Manager d'entreprise spécialisation Assurance pour son encadrement et ses encouragements, à l'ensemble des intervenants et à mes camarades de promotion.

Je tiens enfin à remercier ma famille et Magali pour leur soutien au quotidien.

Introduction	p.4
<u>1. 2007-2009 : Bilan d'une situation de crise</u>	p.6
1.1. L'assurance vie est un secteur touché	p.7
1.2. Changement d'allocation actif-passif et des classes d'actifs	p.11
1.3. Quelques ratios techniques et de gestion ont évolué	p.15
1.4 Règlements actif-passif liée à Solvency II	p.18
1.4.1. Provisions mathématiques	p.23
1.4.2. Provisions pour aléas financiers et dépréciation durable	p.24
1.4.3. Réserve de capitalisation	p.27
<u>2. La gestion d'actifs : un problème comptable ou financier ?</u>	p.29
2.1. La gestion actif / passif critiquée	p.29
2.2. Objectifs en enjeux de la gestion d'actifs	p.33
2.2.1. Outil de pilotage	p.33
2.2.2. Enjeux économiques et financiers	p.35
2.3. Analyses des choix logiques en période de crise	p.37
2.3.1. Rationalité comptable vs. Rationalité technique et financière	p.38
2.3.2. Analyses des risques de placement et des tendances aggravantes	p.42
2.3.3. Des choix de couverture variés	p.44
<u>3. Vers une sortie de crise définitive ?</u>	p.48
3.1. De la gestion de crise à la gestion courante	p.49
3.1.1. Effet d'apprentissage	p.50
3.1.2. Un rebond logique du marché actions ?	p.51
3.2. Une crise peut en cacher une autre : crise financière, crise inflationniste, crise des taux souverains ...?	p.53
3.3. Recommandations au secteur de l'assurance vie	p.55
Conclusion	p.67
Annexes	p.69
Bibliographie	

Introduction

Tous les pays, tous les marchés, et l'ensemble des acteurs subissent aujourd'hui les conséquences de la crise financière mondiale déclarée par un retournement brutal de la conjoncture.

On ne compte plus les licenciements ou les dépôts de bilans d'entreprises (Lehman Brothers, AIG, New Century Financial, deux fonds de Bearn Stearn, American Home Mortgage Investment Corp, etc.) et toutes les sociétés, financières ou non, sont entrées dans une ère de meilleure rationalisation des effectifs et une meilleure gestion des coûts et de la trésorerie.

La crise ne concerne plus seulement le cadre étroit des crédits immobiliers à risque américains (de type subprimes), mais touche tous les acteurs financiers qui ont investi de part le monde dans les marchés du crédit (banques, hedge funds, assureurs, fonds de pension, fonds communs de placement...), la France n'échappant évidemment pas au phénomène.

Les assureurs vie français n'ont a priori pas compté jusqu'à présent parmi les institutions financières les plus touchées par la crise financière actuelle, leur exposition aux dérivés de crédit s'étant révélée marginale. Pour autant, cette crise s'est traduite par de lourdes pertes sur leurs portefeuilles actions et obligations et a modifié les flux de collecte.

À la différence de la banque dont la gestion du risque est avant tout concentrée sur la qualité de son actif, l'assureur s'intéresse a priori d'abord aux risques situés à son passif. Mais en rappelant que l'assureur vie est un investisseur de premier plan au cœur du processus de canalisation de l'épargne et de financement de l'économie, la façon dont est réinvesti l'encours d'épargne financière issue principalement des ménages revêt dès lors une importance essentielle.

L'assureur vie doit investir ses fonds avec un double objectif de performance et de sécurité, en considérant un adossement correct entre ses actifs et ses engagements pris au passif. Il s'engage en effet à restituer à l'assuré à la fois le capital placé, mais aussi l'essentiel des revenus promis, soit sous forme de taux garanti, soit sous forme de participation aux bénéfices, avec un minimum obligatoire de 85 % des résultats financiers (Art. A 331-3 et suivants).

Les provisions dites « techniques », traduction comptable de ces engagements, constituent la part la plus importante du passif du bilan de ces organismes qui doivent conserver, en contrepartie, des actifs sûrs et

suffisamment liquides. Ce placement relève alors de multiples combinaisons alliant résultats et stratégies d'investissement dans différentes catégories de titres disponibles.

Si traditionnellement les assureurs investissaient dans l'obligataire procurant une garantie de remboursement du capital, la situation a évolué depuis une dizaine d'années avec notamment la création de produits d'assurance vie en unités de comptes (qui désigne un support d'investissement (fond d'actions, fond obligataire, etc.) sur un contrat d'assurance vie mono ou surtout multisupport). Développée au départ surtout comme un outil de promotion d'épargne longue et de transmission du patrimoine, l'assurance vie remplace pour partie les fonds de pension dont nous ne disposons pas en France.

La crise financière a ainsi remis en avant quelques caractéristiques essentielles de l'assurance vie : compte tenu de la nature de ses engagements et de son passif long, l'assureur collecte de la liquidité. Sa performance et sa pérennité dépendent de sa capacité à bien connaître son passif et à limiter sa prise de risque à l'actif.

En période de crise, la gestion d'actifs jusqu'alors perçue comme simple méthode d'optimisation et de placements des flux monétaires et financiers et comme caractéristique principale du financement et de la gestion des risques, semble a priori constituer une nouvelle priorité pour les entreprises d'assurance vie. En effet, celles-ci, depuis plusieurs mois, se sont empressées de revoir, ou tout au moins réfléchir à nouveau, à leur stratégie d'investissement et d'allocation d'actifs.

Le panorama de crise que l'on peut dresser entre 2007 et fin 2009 est bien réel, et aucun secteur lié de près ou de loin à la finance, ne semble épargné.

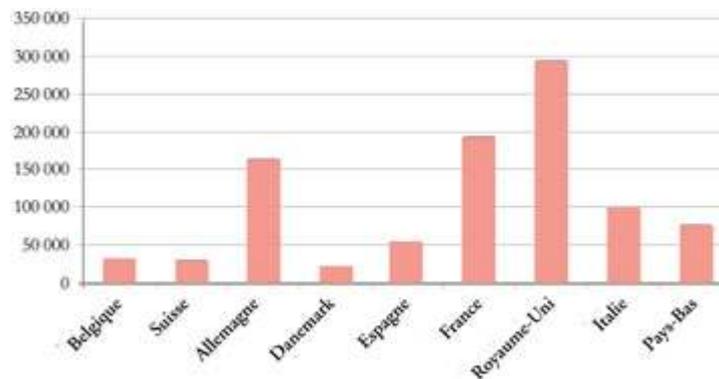
L'assurance vie a donc bien connu un certain recul que l'on tentera d'observer, en dressant un état des lieux de l'activité à mi 2009.

L'enjeu principal consiste à mettre en avant les diverses problématiques comptables et financières qui ont probablement contraint un secteur traditionnellement long terme à modifier sa gestion et ses objectifs selon des intérêts que l'on peut qualifier davantage de court terme. Cette étude du secteur de l'assurance vie nous permettra ici de mettre en lumière, à la fois les dangers et les opportunités portés par ce secteur qui sera, à n'en pas douter, au cœur de la sortie de crise, sortie que l'on espère définitive.

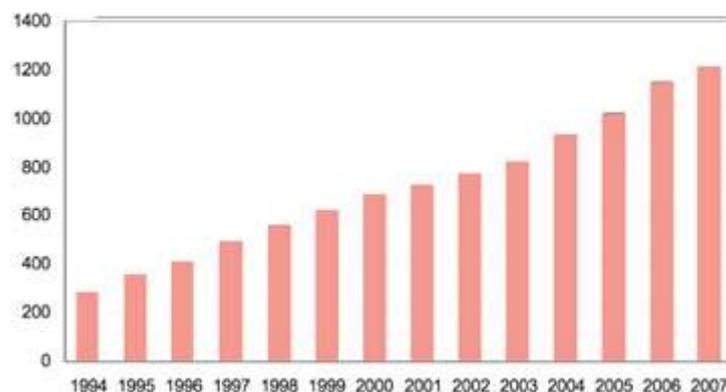
1. 2007-2009 : Bilan d'une situation de crise

Le marché français de l'assurance vie est très développé, et a connu un essor considérable depuis ces trente dernières années.

Primes vie 2007, en M€ (Source CEA)



Placements des ménages en assurance vie, en Md€ (Source BdF)



L'encours des placements gérés par les sociétés d'assurances¹ en France s'élevait en 2007, au total, à 1 500 milliards d'euros et à un peu plus de 1 250 milliards d'euros pour la seule assurance vie, soit 5 fois son niveau de 1994. Le chiffre de 2008 est sensiblement le même qu'en 2007 avec 1256,2 milliards d'euros.

Rappelons que l'assurance vie est un produit d'épargne, notamment pour la retraite, mais aussi un outil privilégié de la transmission du patrimoine, domaine dans lequel elle a longtemps bénéficié d'une fiscalité avantageuse. L'assurance vie est un vecteur essentiel de l'épargne des ménages et donc de

¹ En comptabilité nationale, le secteur des assurances inclut les sociétés d'assurance ou de réassurance (code des assurances), les institutions de prévoyance (code de la Sécurité Sociale ou code rural) et les mutuelles (code de la mutualité)

financement de l'économie, qu'il s'agisse des finances publiques ou des finances d'entreprises. Son rôle de catalyseur et d'investisseur économique pourrait-il être remis en cause ? Quand l'économie va mal, quid de l'assurance vie ?

Pour environ un tiers de ses placements, l'assurance vie finance pour partie la dette publique, française ou étrangère, alors que la moitié des placements est destinée aux entreprises (dont environ un quart sous forme d'actions et un autre quart sous forme d'obligations). On comprend ainsi mieux à quel point il est primordial de comprendre les mécanismes d'investissements de ces encours financiers.

1.1. L'assurance vie est un secteur touché

Lors de la précédente crise financière de 2002-2003 caractérisée par de fortes baisses boursières, les ménages avaient eu un comportement « classique » d'épargne et de précaution avec une hausse constatée des taux d'épargne des ménages adossée à une composante d'épargne financière croissante.

Durant la période, l'assurance vie avait fait preuve d'une grande stabilité et par la suite, on a pu remarquer une relative importance des transferts de l'épargne bancaire réglementée vers l'assurance vie.

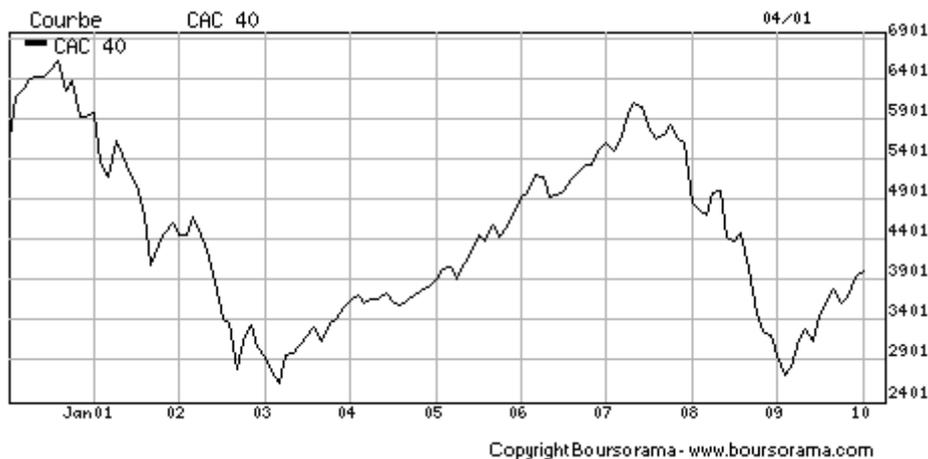
Depuis 2005, les réseaux financiers bancaires et principalement les bancassureurs, ont joué leur rôle à plein régime et ont orienté à nouveau l'épargne vers des produits majoritairement de bilan bancaire.

Or dès 2007, l'inquiétude des français réapparaît et les réactions de recourir à l'épargne sont identiques. Mais cette fois le contexte a changé.

En effet, rappelons, par exemple, que les cotisations d'assurance vie ont baissé de 3% et que l'assurance vie semble alors avoir perdu sa place de placement préféré des français.

Les français hésitent mais choisissent les placements qui rapportent le plus, même si parfois cela va à l'encontre de l'entendement rationnel et que cela suit un mouvement que l'on pourrait qualifier de « panurgiste ».

Avec une chute de 42,68 % sur l'ensemble de l'année 2008, le CAC 40 a connu la pire année de son histoire.



Evolution de l'indice du cours des actions françaises (CAC 40) 2001 à 2010

Les dépôts sur les contrats et les sommes placées sont alors en baisse. Les versements sur les supports en unités de compte (actions, obligations...) enregistrent une diminution significative (-40%) tandis que les versements sur les fonds en euros, à capital garanti, augmentent légèrement (+3%). Autrement dit, les épargnants se méfient de nouveau des placements diversifiés en Bourse.

Cette baisse significative du CAC 40 en est probablement la cause principale. Les épargnants préfèrent en effet souvent vendre leurs fonds et sicav, en pensant éviter de trop fortes moins-values.

La volatilité, paramètre de quantification du risque de rendement et de prix d'un actif financier, est devenue une variable-clé de la sphère financière. La volatilité qu'ont connue les marchés de taux et d'actions a ainsi entraîné des chocs considérés comme hautement improbables dans les scénarios les plus pessimistes.

Si la Fédération Française des Sociétés d'Assurances (FFSA) et l'Autorité de Contrôle des Mutuelles et des Assureurs (ACAM) se veulent généralement rassurantes sur la solidité financière des établissements d'assurance vie, et que le FGAP² (Fonds de Garantie des Assurances de personnes) est une solution adoptée depuis quelques années pour faire face aux engagements d'un éventuel assureur en situation d'éventuelle faillite, certains assureurs vie français ont bel et bien subi un sérieux impact à cause de la dernière crise financière de 2007-2008.

² Le FGAP a été institué par la loi du 25 Juin 1999 relative à l'épargne et à la sécurité financière

CNP Assurances est un exemple marquant du secteur. Très fortement impacté par la crise, et ce malgré sa non-exposition aux subprimes et une très faible exposition aux produits de titrisation³, CNP assurances (toutes activités confondues) a déclaré un résultat net en chute de 40% en 2008, malgré la bonne tenue des performances opérationnelles et la prudence générale de sa politique d'investissements. Son bénéfice net a lui chuté de 40,2%.

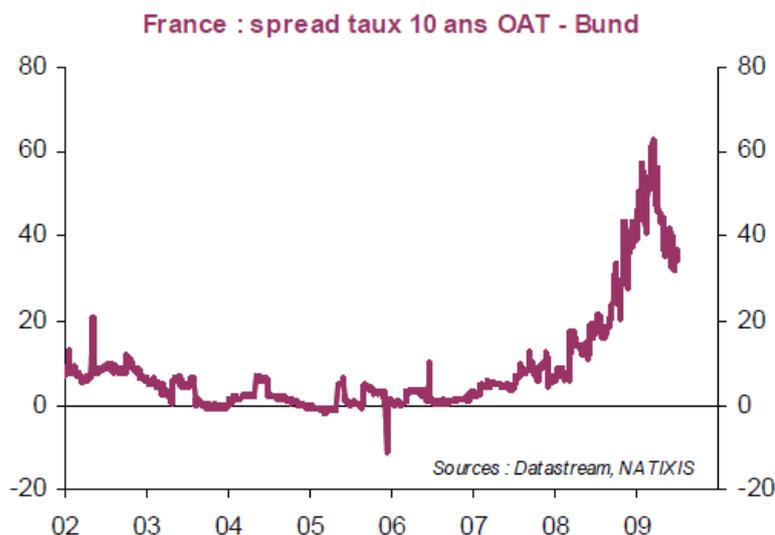
CNP Assurances a en effet enregistré des moins-values de 271 millions d'euros (actions et immobilier) et des effets négatifs de 410 millions d'euros sur ses portefeuilles de trading. Outre les effets de marché, CNP a également souffert de son activité épargne (*assurance vie et capitalisation*) qui recule de 16,9% en 2008 sur un chiffre d'affaires total du groupe un recul lui de 10,2%.

La baisse de rémunération de l'épargne due à "la féroce concurrence des produits de court terme en France, en particulier les livrets réglementés et les comptes à terme», selon Gilles BENOIST le directeur général de CNP, a permis cependant aux assureurs vie de rappeler les investisseurs et les épargnants.

A contrario, AXA, malgré des bénéfices en baisse en 2008 sous la pression de la dégradation des marchés financiers, dans toutes les branches, déclare une collecte nette positive. Le pôle d'assurance-vie, épargne, retraite a cependant affiché une légère baisse de 1 % de son résultat opérationnel, ce qui marque une belle résistance au retournement du marché de l'assurance-vie.

La diversification en actions via les unités de compte des contrats d'assurance vie multisupport s'interrompt progressivement en 2007-2008, car certains épargnants, pris par le doute, préfèrent se tourner vers le support à capital garanti.

³ La titrisation est un montage financier qui consiste à émettre des titres adossés à un panier d'actifs, le plus souvent des créances. Les actifs sous-jacents sont pour ainsi dire « transformés » en titres, d'où l'expression « titrisation » (securitization en anglais). Le lien le plus direct existe dans le cas des parts de fonds (OPCVM en France) : la part de SICAV ou de FCP est représentative des investissements en actions et obligations effectués par le gérant du fonds et sa valeur varie en relation directe avec la valorisation boursière des titres en question. Dans le cas des actions et des obligations, le titre en lui-même, qui constitue un actif pour l'investisseur, est représentatif d'une part du passif de l'émetteur : du capital dans le cas de l'action, un emprunt à long terme dans le cas de l'obligation. Cependant ce passif a pour vocation à financer des investissements, et c'est bien la confiance que l'investisseur a dans la capacité de l'émetteur à faire fructifier son investissement (donc créer des actifs) qui l'a poussé à acquérir ou créer le titre en question.



Or, le marché obligataire, moins médiatisé parce que plus complexe que le marché actions, a tout autant été touché par la crise.

Faire une simple segmentation entre les actifs risqués de type actions et les actifs sans risque, que seraient les obligations, serait une erreur et ne dépendrait que partiellement l'environnement financier qui a touché le secteur complexe de la vie.

De plus, notons que les taux de la politique monétaire européenne et française ont, à l'occasion de la crise, été ramenés à un niveau relativement faible par rapport aux années précédentes.

Cependant, les spreads de crédit des entreprises ainsi que de plusieurs émetteurs souverains ont atteint des niveaux record liés à la perspective de faillites en chaîne (voir courbe du marché de spread à 10 ans OAT ci-dessus).

La valeur du stock d'obligations détenues par les sociétés d'assurances vie notamment, a donc logiquement fortement baissé, débouchant sur de très fortes dépréciations enregistrées dans les comptes 2008 et 2009, obligeant les assureurs à revoir leurs équilibres entre actifs et passifs.

1.2. Changement d'allocation actif-passif et des classes d'actifs

En 2007, notre analyse⁴ montre que l'investissement se fait massivement en titres cotés, avec une montée en puissance des actions, essentiellement due au développement des contrats en unités de compte (UC), quatre fois moins chargés en capital réglementaire que les contrats d'assurance vie en euros.

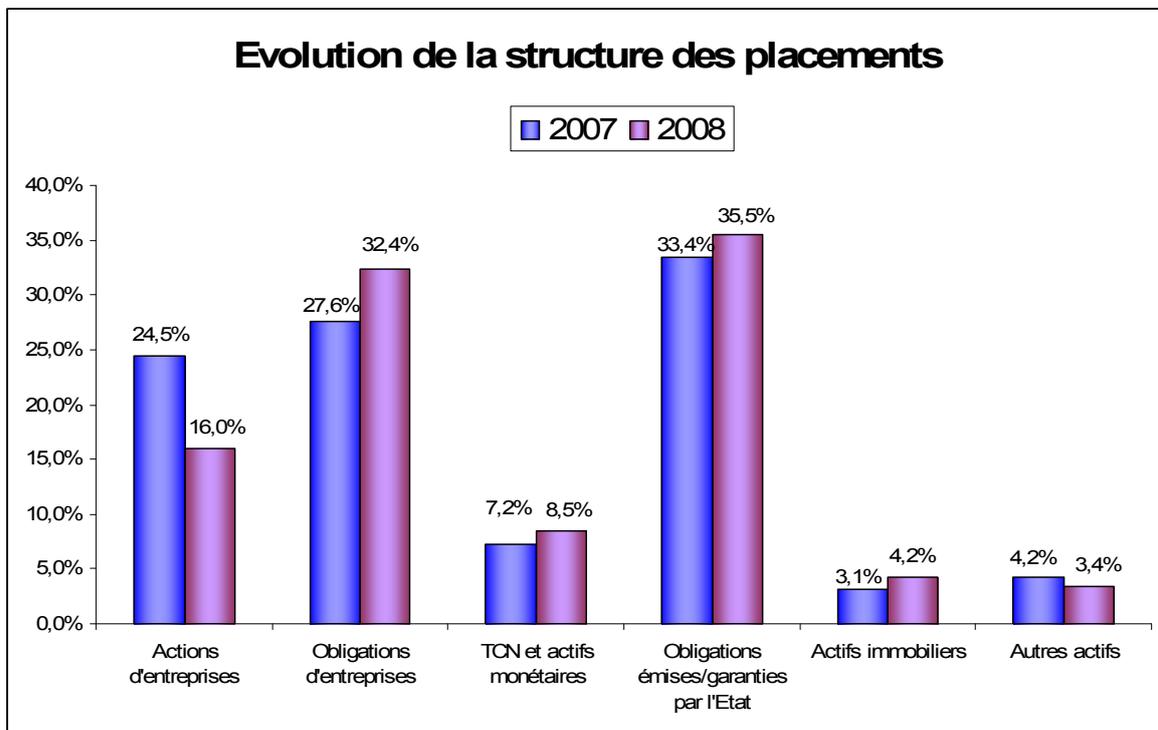
À titre d'exemple et à la suite du dialogue amorcé en 2004 avec Bercy, les assureurs se sont en effet engagés à augmenter la proportion d'actifs d'assurance vie investis dans des titres non cotés. Les contrats « NSK » ont alors été créés (30 % d'actions, dont 10 % d'actions risquées), exonérés d'impôts sur le revenu. L'objectif était alors d'atteindre 2 % d'investissement dans les actions non cotées – soit environ 30 milliards d'euros.

L'encours des investissements des sociétés d'assurances dans le non coté se situait en 2007 autour de 22 milliards d'euros, ce qui représente sans doute une progression louable au regard des 9 milliards de l'année 2003. Mais, en réalité, cette somme agglomère des éléments très variés qui ne conduisent pas toujours à des investissements effectivement réalisés dans les entreprises. Un quart de cette somme représente des engagements non appelés, une autre partie est destinée aux propres filiales opérationnelles des compagnies, encore une autre à des fonds ou des sociétés d'investissements qui en retiennent une part importante en attente d'affectation. Il apparaît donc que des marges de progrès existent véritablement en ce domaine.

Ce panorama des actifs des sociétés d'assurance vie souligne leur diversification et le souci de prudence qui préside à leur constitution. Quel a été le succès de cette politique en période de crise financière et l'attractivité de ce placement ?

Fin 2008, la répartition des placements des assureurs atteignait 1294 milliards d'euros, L'activité vie en représentait à elle seule 90,5% (le reste étant réparti entre la non-vie à hauteur de 7,9% et la réassurance pour 1,5%).

⁴ Analyse qui est à compléter par l'annexe 2, document rédigé par l'Autorité de contrôle (ACAM) en Septembre 2009.



Source : Données issues des données clés FFSA, Evolution des placements des sociétés vie et mixtes en valeur de marché (les OPCVM ont été répartis selon les différents types de risques)

Si l'on analyse l'évolution de la structure des placements des sociétés vie (et mixtes) entre 2007 et 2008, autrement dit en pleine période de crise financière déclarée et conformément à l'article A.344-3 du Code des Assurances qui oblige à recenser titre par titre la totalité des actifs détenus, on semble assister à de réels changements en terme de structuration des placements dans le secteur de l'assurance vie, avec notamment une mise en avant de changements en profondeur.

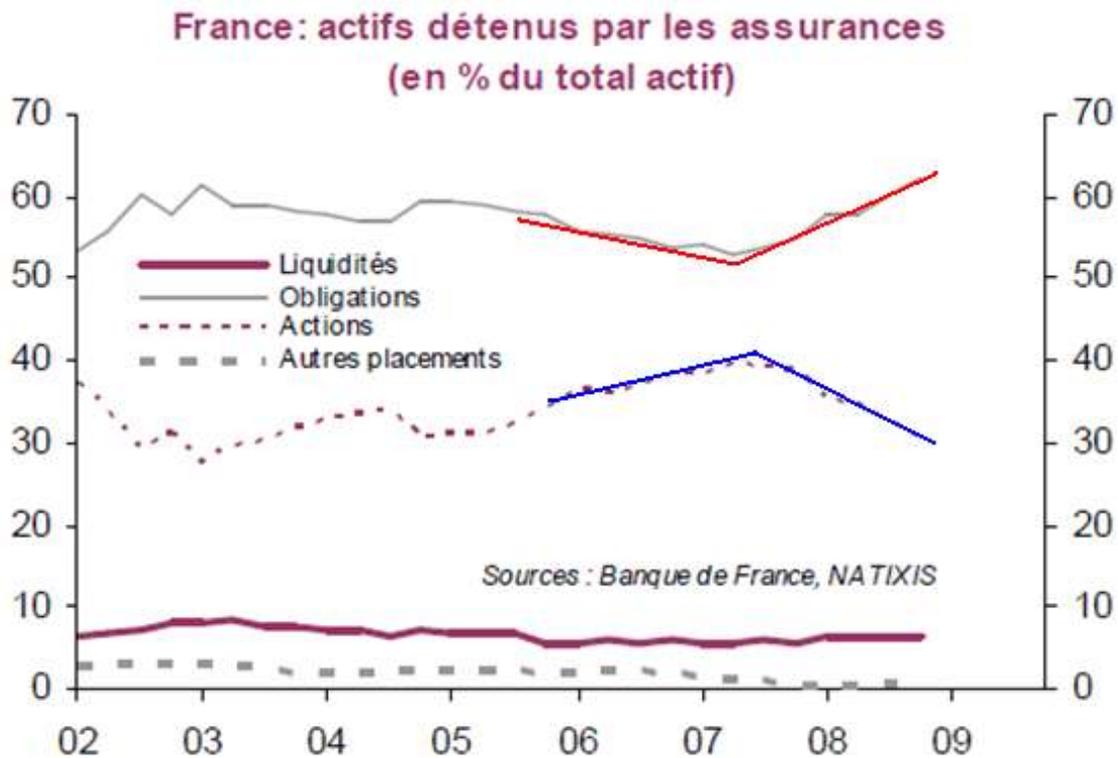
L'allocation d'actifs s'appuie a priori davantage sur des supports que l'on pourrait qualifier de « sûrs ». L'existence d'engagements de rémunération (taux minimum garanti) et le caractère liquide de la majorité des placements d'assurance vie qui sont majoritairement des contrats rachetables, conduisent les assureurs à détenir dans leur portefeuille une part importante de titres de créance⁵, principalement à long terme. Cette part atteint plus de 60 % en détention directe. Elle s'élève à 68 % lorsqu'on prend également en compte les titres détenus par l'intermédiaire d'OPCVM.

Les supports adossés au marché actions ne représentent plus que 16% de la structure bilancielle des placements d'actifs des sociétés d'assurance vie en 2008, en forte baisse par rapport à 2007 où ils représentaient près de 25%. Des montants non négligeables d'actions sont notamment détenus *via* des

⁵ Les titres de créance regroupent principalement les obligations, les titres de créance négociables et les titres émis par l'État. On peut distinguer les titres de créance à court terme (bons du Trésor, billets de trésorerie, certifi cats de dépôt et bons des institutions et des sociétés financières – BISF) et les titres de créance à long terme (obligations, bons à moyen terme négociables – BMTN, Euro Medium Term Notes – EMTN et parts de fonds communs de créances – FCC).

organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) « actions » ou « diversifiés ». Ainsi, le secteur de l'assurance est le principal détenteur de titres d'OPCVM actions et diversifiés domiciliés en France, sa quote-part représentant plus de 50 % des titres émis par ces OPCVM à fin 2008.

Les placements dits « libres » selon la réglementation qui leur est applicable (Art. R.332-2 du *Code des Assurances*) influence également fortement le choix des investissements des organismes d'assurance.



Le graphique ci-dessus illustre bien les tendances annoncées précédemment avec ici en couleurs, la rupture des tendances d'investissements en obligations et en actions, avec un effet de divergence bien réel marqué par un point d'inflexion dès la fin 2008. Les placements obligataires tendanciuellement en baisse ont augmenté significativement, alors que les placements en actions sont « boudés » depuis 2008.

Les quatre grandes familles représentant les actifs des assureurs sont principalement les titres obligataires et les actions, et dans une moindre mesure l'immobilier et les produits dérivés.

Evolution des placements des sociétés vie et mixtes (valeur nette comptable)

	Encours			Flux		
	2007	2008	2008/2007	2007	2008	Ecart
Obligations ⁽¹⁾	828,1	879,2	+6,2%	71,3	51,1	-20,2
Actions ⁽²⁾	365,7	306,4	-16,2%	32,8	-59,3	-92,1
Immobilier	34,2	36,9	+7,9%	2,1	2,7	+0,6
Prêts	11,7	9,6	-17,8%	0,5	-2,1	-2,5
Autres actifs	11,8	24,1	+104%	-2,2	12,3	+14,5
Total des placements	1251,5	1256,2	+0,4%	104,5	4,7	- 99,8

(1) y compris OPCVM à revenus fixes // (2) y compris OPCVM à revenus variables

Source : Données clés 2008 FFSA,

En 2008, les répercussions de la crise financière sur le portefeuille des placements des assureurs ont emprunté plusieurs canaux. À des arbitrages de portefeuille essentiellement réalisés à l'initiative des assurés eux-mêmes, se sont ajoutés des effets de valorisations fortement négatifs.

En réponse à la volatilité accrue des marchés financiers, les ménages français ont ainsi procédé à un certain nombre d'arbitrages sur leurs portefeuilles d'actifs financiers et au sein de leurs placements en contrats d'assurance vie et de capitalisation. Les flux de souscriptions nettes des contrats d'assurance vie se réduit quelque peu au profit de la formation de dépôts bancaires.

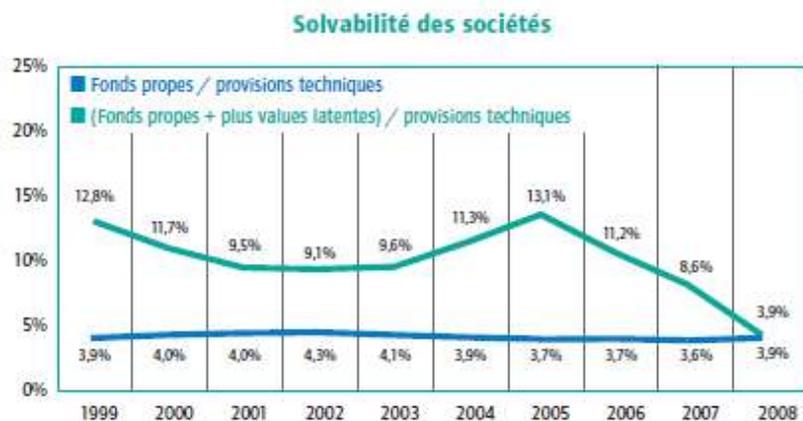
La volatilité des marchés et la dégradation des perspectives économiques a en effet favorisé la constitution d'une épargne de précaution sous une forme plus liquide. Cette évolution a été accentuée par le regain d'attractivité des produits monétaires observé en liaison avec la hausse des taux d'intérêt à court terme entre juillet 2007 et septembre 2008.

L'analyse des placements des assureurs fait donc ressortir une hausse de la part des titres de créance à long terme dans leur portefeuille et une baisse de celle des actions dans des proportions similaires.

La crise financière semble ainsi avoir prolongé la tendance à la baisse de la part des actions dans le portefeuille des organismes d'assurance, apparue à l'occasion de la précédente crise boursière de 2002-2003. Cette évolution paraît aller à l'encontre du modèle économique traditionnel des assureurs vie qui, compte tenu de la durée⁶ longue de leur passif, ont vocation à investir à long terme, jouant le cas échéant un rôle contra-cyclique dans le but d'amortir à priori les fluctuations des marchés boursiers.

⁶ La durée est la durée pondérée par la valeur actuelle des flux engendrés par un actif ou un passif donné

1.3. Quelques ratios techniques et de gestion ont évolué



Source : Données clés 2008 FFSA

Les défaillances des crédits « *subprimes* » et la crise de confiance qui sévit sur les principaux marchés monétaires ont un impact modéré sur les fonds propres des entreprises d'assurances, et les résultats financiers ont été moins performants à cause de la situation. Les plus-values latentes – et donc le ratio de solvabilité – des entreprises d'assurances a diminué, notamment à cause de la baisse des marchés d'actions et des tensions sur les taux d'intérêt.

En assurance vie, en simplifiant le calcul, le ratio prudentiel réglementaire de solvabilité à respecter est un minimum de 4 % des engagements. Le ratio fonds propres et plus-values latentes sur provisions mathématiques constitue donc une approximation de la marge de solvabilité, les données de la FFSA montrant une couverture négative (inférieure aux 4% réglementaires) de la marge réglementaire en 2008.

L'importance des plus-values latentes, généralement égales à deux fois la valeur des fonds propres, rend l'assurance vie plus sensible à la baisse des marchés. En leur absence fin 2008, la marge de solvabilité

représente 1,2 fois la marge règlementaire, niveau qui reste malgré tout un gage de sécurité pour les assurés.

En outre, l'aplatissement de la courbe des taux d'intérêt en Europe (remontée des taux courts) est de nature à remettre en cause l'attrait des contrats d'assurance vie pour les clients qui pourraient arbitrer pour des placements courts, correctement rémunérés et plus liquides, comme nous le préciserons ultérieurement.

D'une façon plus théorique, rappelons que la valeur des engagements techniques en assurance vie dépend surtout du niveau des taux d'intérêt et de la longévité des individus. Les besoins de trésorerie des assurances vie peuvent donc être affectés par les rachats, les retraits et les garanties offertes aux assurés. Ainsi, la politique d'investissement est généralement conçue pour faire concorder les rendements et les durées estimées de leurs actifs avec les engagements prévus par les contrats d'assurance...

Ainsi, on peut noter que les ratios de solvabilité, bien qu'à la baisse à fin 2008-début 2009, restaient solides avec 127% pour AXA, 122% pour Groupama, 115% pour CNP Assurances. De plus, ces ratios grimperaient si les coûts d'acquisition différés en assurance-vie y étaient ajoutés pour les rendre comparables avec ceux des assureurs européens de type Allianz par exemple avec 161%.

Si l'ACAM invoque une « bonne résistance » du secteur de l'assurance vie pour 2008-2009, il relève également que certains résultats techniques ont été très fortement dégradés. En effet, nous pouvons noter à titre d'illustration que l'assurance vie en UC (unités de compte) a obtenu fin 2008 un *résultat technique négatif* de 180 millions d'euros, contre 1309 millions en 2007.

Sans surprise, la rentabilité des assureurs vie s'est érodée, passant sous la barre fictive des 10% (9% en 2008), révélant davantage l'impact d'une crise dont on ne doute plus. Mais, il convient de relativiser ce taux. En effet, en 2002, lors de la précédente crise, celui-ci était descendu à 4,3%, ce qui révèle sans doute une meilleure maîtrise de la gestion d'actifs et des couvertures de risque de marché / taux, ainsi qu'un meilleur provisionnement dont on détaillera les principes au 1.4.1. Ces points de faiblesse avaient été relevés par l'ACAM en 2001-2002, et recommandait déjà une meilleure maîtrise des méthodes de provisionnement et de couverture contre les risques de ce type et pour s'assurer des garanties plancher.

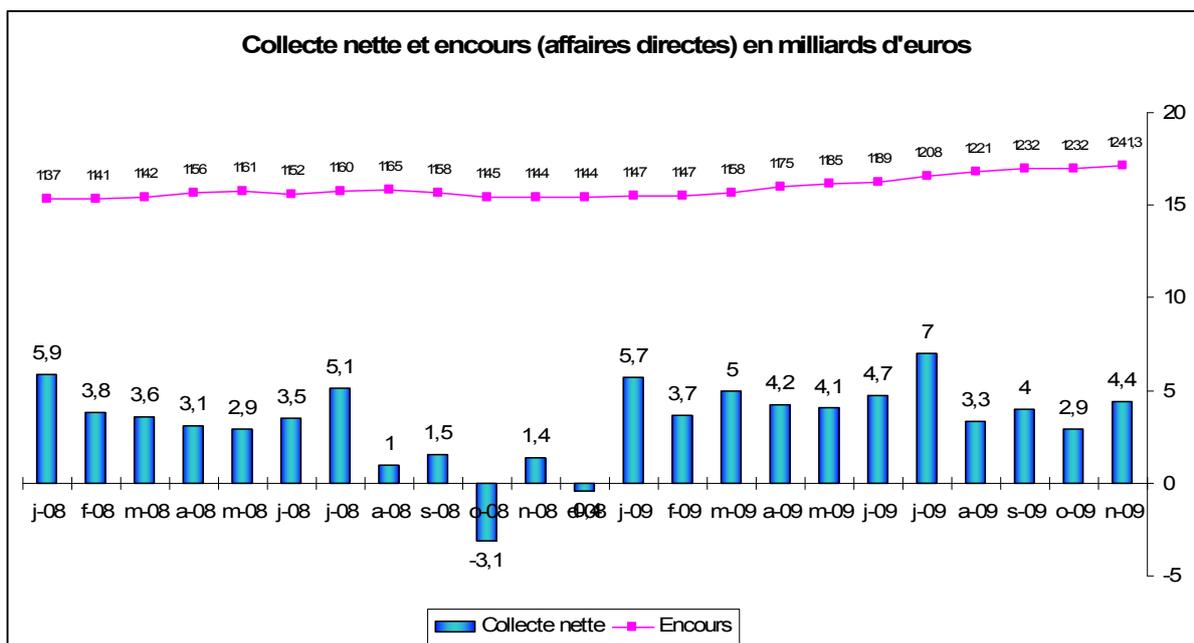
A fin 2009, la rentabilité des assureurs vie en France ne semble cependant pas devoir s'améliorer au moins à court terme, d'après l'agence de notation financière Fitch. Bien que l'assurance vie fait mine de redémarrer à la faveur de la stabilisation des marchés financiers et de la baisse des taux d'intérêt à court

terme, il s'avère que ce rebond profite essentiellement aux contrats en euros, majoritairement investis dans l'obligataire et qui présentent une marge faible.

La rentabilité est sous pression du fait des taux proposés par les assureurs vie, qui restent élevés pour favoriser le rebond de la collecte, ce que nous verrons par la suite, et faire face à un contexte de forte concurrence.

En réduisant l'espérance de rendement de l'assurance vie, on introduit un caractère court terme au fonds en euros qui n'en a pas besoin : en effet, les écarts connus sur les marchés de taux d'une année sur l'autre sont tels que l'attractivité actuelle de ce placement à court terme (même après fiscalité) est déjà très forte.

Pour faire face à cette évolution vers un besoin d'épargne court terme, l'assureur doit aménager l'horizon de placement de ses actifs en le réduisant, ce qui pénalise les rendements, dans la mesure où le fonds en euros a une contrainte de garantie en capital. Ainsi, seule une baisse de ces taux et l'amélioration durable des marchés semble aujourd'hui pouvoir améliorer la rentabilité et la solvabilité des assureurs vie.



Source : Données FFSA

S'agissant des contrats d'assurance vie, les souscriptions de contrats en euros se sont poursuivies à un rythme proche des années précédentes alors que les souscriptions nettes de contrats en unités de compte devenaient négatives (- 7 milliards d'euros). Jointes aux baisses de valeur enregistrées sur les actifs représentatifs des contrats en unités de compte (- 54 milliards d'euros), ces évolutions ont conduit à une

diminution des encours sur ces contrats tandis que l'encours total des provisions mathématiques d'assurance vie se stabilisait au voisinage de 1 178 milliards d'euros.

Les effets de la crise financière sur la politique d'investissement dans les produits d'assurance vie se sont non seulement développés au travers des réallocations entre contrats en unités de compte et contrats en euros, mais encore au sein même des contrats en unités de compte, entre supports actions et supports obligations, inversant le sens des arbitrages qui avaient, en 2005 (Fourgous), favorisé les placements les plus risqués.

Au-delà de ces arbitrages de la clientèle et des dépréciations enregistrées sur les contrats en unités de compte, la baisse des marchés d'actions et la réappréciation des risques sur les titres de créance émis par le secteur privé ont eu de sensibles répercussions sur la valorisation des actifs détenus par les organismes d'assurance et ont pu les conduire à procéder à des arbitrages généraux de portefeuille.

À fin 2008, les plus-values latentes du secteur, déjà fortement entamées à fin 2007, ne représentent plus que 5,6 milliards d'euros, soit 0,45 % des provisions techniques, contre 109,5 milliards d'euros à fin 2007 (9,4 % des provisions techniques). Ce reliquat de plus-values latentes concerne exclusivement les avoirs en obligations d'État et les placements immobiliers, alors que les placements en actions et en obligations privées présentent des moins-values latentes.

Enfin, nous pouvons noter qu'avec 28,3 milliards d'euros, le niveau des provisions mathématiques à fin 2008 est resté positif même si la collecte nette en vie a chuté de près de 47,5%. Les évolutions réglementaires vont pourtant conduire les assureurs à davantage de prudence.

1.4. Réglementation actif-passif liée à Solvency II

La réglementation de l'assurance est la plus volumineuse et la plus détaillée de toutes les réglementations financières et fait l'objet d'une négociation européenne visant à conforter la solvabilité des assureurs vis-à-vis de leurs assurés.

Elle doit éviter l'insolvabilité des assureurs notamment par des contraintes sur les placements, sans pour autant décourager l'activité par des exigences excessives de capitaux propres.

La directive, adoptée le 22 Avril 2009 en pleine crise, veut tenir compte en effet de la complexité des instruments financiers modernes ainsi que de la diversité des risques auxquels sont confrontés les assureurs, tout en plaçant le contrôle et l'information au cœur de ses exigences.

Elle analyse et synthétise différents sujets comme l'adoption d'un système davantage fondé sur le risque, les nouvelles techniques de transfert de risques et les évolutions récentes en matière de gestion et de comptabilité, mais également les exigences en fonds propres lorsque l'actif est plus volatile (immobilisation qui touche directement la rentabilité des assureurs) notamment en fonction du marché actions et l'harmonisation de l'évaluation des provisions techniques.

Dans ce contexte réglementaire, les assureurs vie, qui sont des gestionnaires de risque à long terme (de 15 à plus de 30 ans), ont commencé, comme vu précédemment, à modifier la nature des actifs dans lesquels ils investissent.

En effet, il leur appartient d'assurer une volatilité maîtrisée de leur actif et un niveau suffisant de liquidité, de manière à pouvoir faire face aux risques.

La crise financière a touché les assureurs en démontrant que le rendement en baisse des actifs et parfois les besoins de provisionnement pouvaient atteindre leurs résultats financiers. Mais cela durera le temps que les marchés reviennent vers leur tendance de long terme. Encore faut-il pouvoir garder les allocations en présence le temps nécessaire...

En effet, nous l'aurons bien compris, de la composition de l'actif dépend la rentabilité de la société et sa capacité à offrir un rendement satisfaisant pour ses assurés en assurance vie. Or un besoin de fonds propres accrus pour maintenir les allocations actuelles et les rendements d'équilibre qui en découlent, ne peut se traduire à terme que par une réduction de la rentabilité des fonds propres alloués ou une augmentation des frais auprès des assurés.

L'évaluation des actifs et des passifs sont calculés sur le principe de la juste valeur (*fair value*) et non plus sur le coût d'acquisition historique, cette notion étant régie par la définition IFRS de *fair value*, notion de prix d'échange à un tiers à la valeur de marché.

Les actifs sont ainsi évalués au montant pour lequel ils pourraient être échangés dans le cadre d'une transaction conclue dans des conditions de concurrence normale.

Les passifs sont eux évalués au montant pour lesquels ils pourraient être transférés ou réglés dans les mêmes conditions que les actifs, et les sociétés d'assurance vie sont directement concernées par les provisions dites techniques. Elles sont en effet calculées sur la base de leur valeur de sortie actuelle, de façon prudente, fiable, et objective, en cohésion avec le marché.

La conséquence est importante pour les assureurs non cotés notamment, et donc actuellement non soumis aux normes IFRS. Cette exigence sur les fonds propres risque de déformer l'allocation d'actifs actuelle, favorisant les titres obligataires et donc augmentant le risque de concentration et de liquidité.

Dans le cadre de Solvency II, une règle majeure de la directive concerne l'adéquation dans le bilan du passif et de l'actif des assureurs.

Ainsi pour les actifs obligataires, le risque de taux devra être pris en compte dans le calcul de la marge de solvabilité. Ainsi en cas de forte remontée des taux, l'assureur devra prendre en compte les moins values latentes et réduira à due concurrence la marge de solvabilité. A l'opposé, si les taux restent durablement bas, certaines compagnies servant des taux garantis élevés se trouveront en difficulté d'un point de vue adéquation actif/passif.

Actuellement les sociétés d'assurance vie parviennent à servir une rémunération entre 2,5 et 4,5% grâce à la détention dans leurs portefeuilles d'obligations anciennes dont les taux sont élevés. Les règles de Solvency II vont mettre en relief ce type de risque d'inadéquation actif/passif et obligeront les compagnies à adopter des modèles permettant de tester les différentes stratégies envisageables pour prévenir ce risque. Afin de compenser la baisse des taux obligataires, les assureurs vie doivent pourtant recourir à d'autres actifs de type actions ou SICAV par exemple, dans la limite de la réglementation des placements.

Dans le cadre de Solvency II, l'essentiel des exigences est calé sur une probabilité de ruine de l'assureur vie à un an alors que les risques sont parfois d'une durée très longue (+30 ans notamment avec les rentes de retraite). Dans ce contexte, un des changements notable est celui réservé au traitement des actions.

En effet, la directive prévoit d'immobiliser en capital 40% de la valeur de marché des actions lorsque le risque est supporté en partie par l'assureur. Ce pourcentage a été déduit de la plus importante baisse annuelle connue par le marché européen au cours des deux cents dernières années, imposant de fait aux entreprises d'immobiliser le capital ajusté à un krach bicentenaire.

Outre l'impact économique de cette directive sur les entreprises d'assurance vie et en fonction de leur stratégie d'investissement, l'effet sur les marchés financiers peut également être aussi conséquent dans la mesure où certaines compagnies d'assurances pourraient être amenées à abandonner cette poche d'investissement coûteuse en termes d'immobilisation de capital, les assureurs étant des investisseurs institutionnels en termes de volume de transaction non négligeable.

Notons donc à quel point il peut être dangereux de pénaliser la détention d'actions des compagnies d'assurance vie en seule réponse à la crise actuelle.

Une prise de décision massive du secteur de l'assurance vie peut en effet engendrer des conséquences beaucoup plus macroéconomiques. Le risque est en effet de voir les compagnies désinvestir massivement ce marché, et de se tourner vers des classes d'actifs certes moins risquées aux yeux du régulateur européen, mais à la rentabilité plus faible : instruments de taux, obligations, produits dérivés. «La crainte est d'avoir la même situation qu'aux Etats-Unis où les assureurs ont réduit, dans les années 90, leur exposition actions pour un engagement plus fort dans des classes d'actifs moins pénalisées mais aussi moins maîtrisées. Il sera peut-être possible de trouver une parade via le recours à des instruments hybrides moins pondérés, voire des produits structurés⁷ mais avec une liquidité pénalisante.»⁷

Par ailleurs, est-il possible que les assureurs investissent de manière plus significative le marché des «private equity» car non soumis à la cotation et donc moins influençable au niveau de la volatilité des titres ? Solvabilité II fixe en effet un coefficient de 45% à cette classe d'actifs. Rappelons au passage que les assureurs français se sont engagés, sous la pression des pouvoirs publics, à investir 2% à long terme dans le private equity. Certains acteurs s'interrogent sur leur capacité à tenir leurs engagements sachant que les banques sont sorties du private equity pour réduire cette part dans leur portefeuille...

Ensuite, le risque d'inadéquation actif/passif est également mesuré du point de vue de la durée.

En effet, les portefeuilles obligataires actuels ont une durée sensiblement inférieure à celle des passifs des assureurs. Ce différentiel peut induire une augmentation des besoins en fonds propres. Toutefois, une solution s'offre aux assureurs qui peuvent couvrir l'écart de durée grâce à des produits dérivés. Ces outils permettent, en effet, de transformer les taux courts en taux longs (ou inversement), les taux fixes en taux variables et inversement, mais plus que des stratégies d'assureurs, nous sommes dans le cas présent dans des stratégies purement financières... Nous y reviendrons.

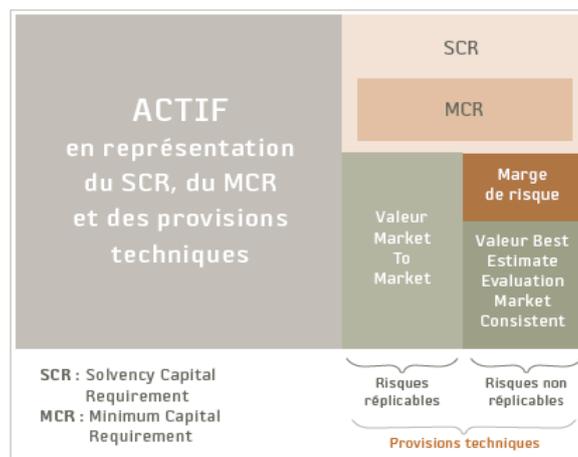
⁷ Jean Louis Charles, directeur des investissements de Groupama

Retenons surtout que la crise financière, outre l'aspect réglementaire, doit conduire surtout à avoir une vision plus globale des investissements avec une réelle prise en compte du niveau de corrélation entre les différents actifs.

Pour autant, des bonnes pratiques de gestion des assureurs vie émergent progressivement pour optimiser le calcul des exigences de fonds propres, en utilisant notamment «des outils de gestion dynamique ou de gestion actif/passif. Les modes de calcul actuels sont décorrélés des techniques de gestion mais avec une gestion dynamique, les assureurs parviennent à réduire la volatilité de leurs actifs, et notamment de leur portefeuille d'actions »⁸.

Si des efforts sont faits à tous les niveaux de gestion de l'actif, ils sont également réels au passif avec une volonté d'optimisation des différents types de provisions.

En effet, la gestion de l'actif résulte directement de la structure du passif et des engagements pris par l'assureur vie.



Bilan d'une société d'assurance

Enfin, en vertu de la réglementation, les sociétés doivent disposer d'un montant minimal de fonds propres appelé marge de solvabilité réglementaire, qui est déterminé en fonction du niveau de leurs engagements, évalués à partir des provisions mathématiques.

⁸ Joël Prohin, directeur de la politique des investissements chez AGF

Cette solvabilité réglementaire se calcule à partir des fonds propres, des plus-values latentes et des provisions mathématiques comme suit :

$$\text{Solvabilité} = (\text{Fonds propres} + \text{Plus-values latentes}) / \text{Provisions mathématiques}$$

1.4.1. Provisions mathématiques

Le rôle crucial des provisions techniques dans la mesure de la solidité financière de l'assureur est évidemment reconnu.

L'Article R331-3 du Code des Assurances fait référence aux provisions techniques correspondant notamment aux opérations d'assurance sur la vie. La loi oblige les assureurs à provisionner les capitaux nécessaires au paiement des rentes en fonction des âges des bénéficiaires et des tables de mortalité.

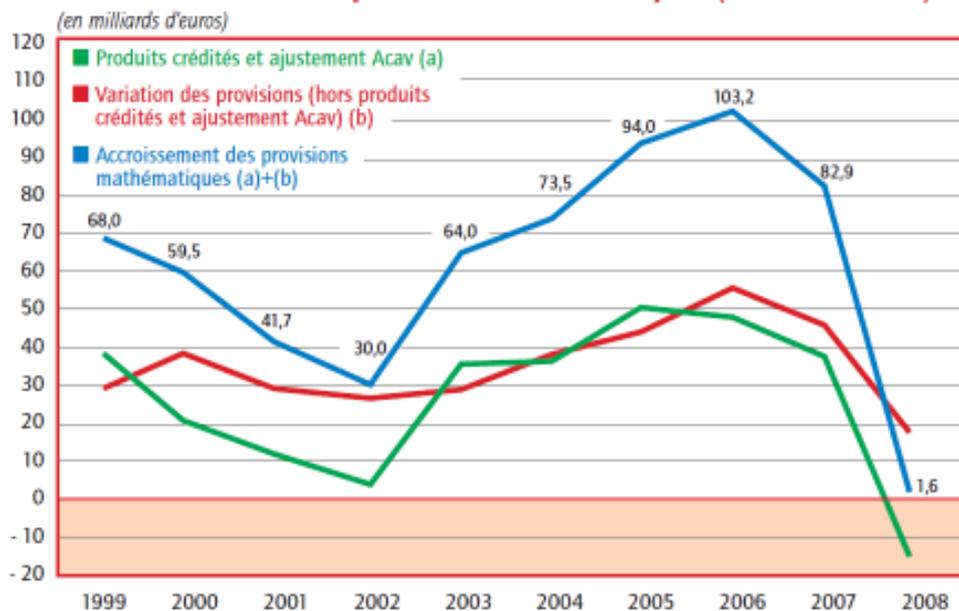
Les provisions mathématiques (ou PM), constituent ainsi l'essentiel des provisions techniques. Elles correspondent aux charges futures et sont exprimées comme la différence entre les valeurs actuelles des engagements respectivement pris par l'assureur et par les assurés, à l'exception, pour les contrats mentionnés à l'article L. 142-1, des engagements relatifs à la provision de diversification.

Elles représentent donc les primes nettes de frais reçues par l'assureur et majorées des intérêts, et couvrent pour partie les risques de placement (dépréciation d'actifs, variation des taux d'intérêt, insuffisance de liquidité ou encore adéquation actif-passif). Une erreur de calcul de ce type de provision peut donc avoir des conséquences considérables sur le bilan d'un assureur vie.

Les règles de sécurité et prudence des placements étant de mise, les PM n'ont cessé de se renforcer depuis 30 ans, avec une part grandissante des provisions sur les contrats en unités en compte.

Fin 2008, l'encours total des provisions mathématiques d'assurance vie se stabilisait autour de 1 126 milliards d'euros, contre 1125 en 2007, révélant une très légère hausse entre les deux années, mais hausse très faible comparée aux années précédentes.

Accroissement des provisions mathématiques (affaires directes)



Source : FFSA – données clés 2008

Le graphique ci-dessus montre une forte baisse en termes d'évolution des PM, de manière beaucoup plus brutale que lors de la crise de 2000-2003.

Une large partie de ces provisions a permis aux assureurs de faire face à la brutalité de la crise.

Notons enfin que les provisions mathématiques sont libellées aussi bien en euros (et apparaissent au bilan dans "provisions techniques" au sous-poste "provisions d'assurance vie") qu'en UC (et apparaissent alors au bilan au dans la rubrique "provisions techniques des contrats en unités de compte") et que la justification du taux d'actualisation des provisions mathématiques peut nécessiter, en cas de taux élevé, la comparaison de ce taux avec les perspectives de rendement des placements représentatifs.

1.4.2. Provisions pour aléas financiers et pour dépréciation durable

La comptabilité en assurance prévoit des provisions spécifiques en cas de dépréciation des actifs (PAF, PRE, PDD). Les actifs financiers sont ainsi inscrits au bilan pour leur prix d'achat et font l'objet d'une dépréciation ligne à ligne en cas de baisse de marché. La dépréciation des actifs entraîne la constitution de provisions. En revanche, les plus-values latentes ne sont pas enregistrées.

Conformément aux articles A. 331-2 et A 331-3 du Code des Assurances (et R212-26 /R 212-14 du Code de la Mutualité), la provision pour aléas financiers (PAF) vise à provisionner la charge liée à un

écart défavorable entre le rendement servi aux assurés et le rendement des actifs. Elle est donc constituée lorsque le taux des intérêts techniques et des participations contractuelles aux bénéfices rapporté au montant des provisions mathématiques est inférieur à 80 % du taux de rendement réel des actifs.

Le calcul règlementaire de la provision pour aléas financiers issu de l'article A331-2 (Modifié par le décret du 28 mars 1995 - alinéa 4) est conditionné par l'équation suivante :

$$80\% \cdot \text{TRA} < \frac{\text{IC} + \text{PB min}}{\text{PM moy}}$$

où **TRA** : taux de rendement réel des actifs
IC : intérêts techniques crédités aux PM
PB min: minimum contractuellement garanti de PB (Art. A. 132-2)
PM moy: moyenne des provisions mathématiques

De manière simplifiée et ce qu'il convient surtout de retenir :

$$\text{PAF} = \text{PM (recalculées à 80\%)} - \text{PM (bilan)}$$

Les sociétés d'assurances qui ont en stock des contrats à taux garantis élevés peuvent en effet dégager un rendement sur le portefeuille tout juste équivalent voire inférieur à la rémunération sur laquelle ils se sont engagés vis-à-vis des assurés. La différence serait alors insuffisante, ne permettant par exemple pas de couvrir les frais de fonctionnement futurs de la société d'assurance. Les assureurs sont donc amenés à provisionner la différence entre les engagements actualisés à un "taux technique" prudent par rapport aux revenus de leurs actifs et les engagements précédemment calculés.

Sans modifier le fait générateur de la PAF, l'arrêté du 23 décembre 2008 modifie les taux utilisables et méthodes de calcul des provisions mathématiques. Les dispositions de cet arrêté sont applicables aux exercices ouverts à compter du 1^{er} janvier 2009.

Concernant la Provision pour dépréciation durable (PDD), elle est constituée sur les placements non amortissables relevant de l'article R. 332-20 du code des assurances (ou articles équivalents des autres

codes) présentant une dépréciation durable et sur les placements amortissables relevant de l'article R.332-19 du code des assurances (ou articles équivalents des autres codes) présentant un risque de contrepartie. Cette provision vient logiquement en déduction de l'actif.

La constitution d'une PDD reste à l'appréciation de la compagnie d'assurance qui peut provisionner partiellement ou pas du tout les lignes en moins-values si les des arguments peuvent justifier la capacité de détention à plus ou moins long terme.

Pour information, la PDD ne prend pas en compte les moins-values constatées sur les actions ou les immeubles. Ces moins-values sont comptabilisées dans une autre provision dite provision pour risque d'exigibilité (PRE), qui est calculée globalement en considérant les moins-values et les plus-values du portefeuille. Les moins-values sont compensées par les plus-values et c'est seulement si le total des plus ou moins-values est négatif que la PRE doit être alimentée.

Les actuaires pensent en général que la crise actuelle doit permettre de réfléchir à une réforme du système actuel de provisionnement. La distinction PDD et PRE ne doit plus être d'actualité, une unique seule provision pouvant intégrer l'ensemble des actifs financiers et donc la prise en compte des risques au niveau global, entrant ainsi dans la droite ligne des décisions du régulateur et de la directive Solvabilité II.

La plupart des assureurs ont passé en 2007 et 2008 des provisions pour dépréciation durable qui ont pesé sur les rendements de l'année, afin de pouvoir honorer leurs engagements afférents à leurs produits. De plus, rappelons que dans ce contexte de crise financière, les autorités réglementaires et prudentielles françaises ont publié en décembre 2008 un communiqué du CNC et de l'ACAM permettant d'utiliser un critère de présomption de dépréciation durable assis sur une volatilité de 30% contre 20% à fin 2007, et un décret permettant d'étaler sur 8 ans au lieu de 3 ans la charge de PRE.

Cependant, des interrogations demeurent sur l'ampleur du recours à ces provisions et sur le rythme de leur utilisation, mais à titre d'exemple, PREDICA a passé au 31/12/2008 des encours de provisions pour PDD à hauteur de 507 millions d'euros, et une PRE égale au tiers du montant de la moins-value latente nette globale constatée sur les placements visés à l'article R. 332.20 soit pour l'exercice 2008 un montant égal à 1 526 millions d'euros... Des montants énormes qui impactent fortement les comptes et bilans des assureurs vie, ceci étant facilement vérifiable dans leurs états d'analyse actif-passif T3 et C6 bis.

1.4.3. Réserve de capitalisation

La réserve de capitalisation est également une provision technique figurant dans les fonds propres. Elle est destinée à lisser les résultats financiers des placements obligataires à taux fixe en cas de variation de taux. Les plus-values réalisées en cas de cession d'obligations sont versées à cette réserve. Les moins-values réalisées sont compensées par un prélèvement sur cette réserve, qui est admise dans la marge de solvabilité.

La réserve de capitalisation joue un rôle dans l'évaluation des flux futurs envers les assurés. Les produits financiers utilisés pour évaluer le minimum de participation aux bénéfices réglementaire ou contractuel tiennent compte de la capacité de la réserve de capitalisation à absorber les moins-values obligataires. Ainsi il est nécessaire que les participants évaluent dans leurs projections les mouvements de la réserve de capitalisation et leur impact sur les flux futurs.

En vertu de la réglementation, les sociétés doivent disposer en plus de leurs provisions techniques, d'un montant minimal de fonds propres appelé marge de solvabilité réglementaire, qui est déterminé en fonction du niveau de leurs engagements. Ces derniers sont évalués à partir des provisions mathématiques en assurance vie.

L'approche développée dans la directive européenne Solvabilité II, adoptée en avril 2009 par le Parlement européen, met en place un système de normes prudentielles fondé sur les risques. Ceux-ci étant appréciés à un horizon d'un an, le système est moins favorable aux placements à long terme, principe même des placements en assurance vie.

Dans le cadre de ce dispositif, les choix de placements des sociétés d'assurance vie pourraient, en fonction des mesures d'application en cours de négociation, s'orienter de façon prépondérante vers les actifs peu volatils à court terme. En d'autres termes, le secteur des assurances ne serait en mesure de poursuivre le rééquilibrage de ses financements au profit de l'économie marchande que si l'étalonnage des exigences de fonds propres intègre l'horizon réel de placement.

La réserve de capitalisation n'est alimentée que par les seules cessions de titres obligataires. « Lorsque nous réalisons une plus-value sur une obligation, cela signifie que les taux de rémunération ont baissé et que de ce fait, nous investissons à un taux inférieur », explique Odette Cesari, directrice des

investissements chez Axa France. Cette réserve permet ainsi de neutraliser les plus et moins-values réalisées, et par conséquent de stabiliser le rendement de la poche obligataire du fonds.

Synthétiquement, nous relèverons que la dotation de cette réserve de capitalisation permet :

- à court terme de :
 - o majorer la situation nette et ainsi la marge de solvabilité
- à long terme de :
 - o de majorer la situation nette,
 - o de réduire l'impôt,
 - o d'abaisser le seuil minimal de rémunération des assurés
- Et peut conduire également
 - o à réduire voire à annuler le résultat distribuable,
 - o à devoir doter brutalement la provision pour aléas financiers

La nature très soudaine et brutale de la crise a contraint les assureurs vie à réagir de manière tout aussi réactive. Nous avons dressé un bilan général de la gestion d'actifs des assureurs vie et fait état des grands changements en terme notamment d'allocation. Nombre d'outils financiers et de méthodes comptables sont à la disposition de l'assureur vie pour orienter ses stratégies de gestion et d'investissement de ses actifs, et c'est bien là, semble-t-il, tout le paradoxe de l'assureur vie !

En effet, il est *assurément* positionné sur un marché de long terme avec des portefeuilles qui ont une duration relativement longue, et est donc censé avoir cette vision long terme. Il y a un contre sens financier majeur entre les besoins financiers à 15-20 ans voire plus de 30 ans pour les rentes de type retraite, et les objectifs financiers trimestriels ou annuels.

Les pyramides des âges montrent que les assureurs vie auront pour la plupart besoin de commencer à vendre leurs actifs dans une vingtaine d'années seulement. Pourtant ces actifs sont gérés à court terme. Les directions financières n'ont-elles pas sacrifié les investissements longs ? Comment voir l'avenir de ce type de gestion ? Paradoxalement, n'y a-t-il pas destruction d'avenir au bénéfice d'une simple gestion comptable ?

Les engagements longs à souvent plus de dix ou quinze ans en moyenne pour les assureurs vie n'ont plus forcément de sens lorsque la valorisation des titres en actions ou autres qui couvrent ces mêmes engagements doit être faite sur une base annuelle ou même parfois trimestrielle.

Les assureurs vie font confiance aux directions financières pour une gestion saine et équilibrée sur le long terme. Mais les actionnaires notamment et les réglementations actuelles semblent faire la part belle aux performances financières à court terme, d'où l'utilisation et la reprise de certaines provisions citées précédemment pour lisser des résultats financiers et techniques, souvent, de manière assez substantielle.

2. La gestion d'actifs : un problème comptable ou financier ?

2.1. La gestion d'actif-passif critiquée

Aujourd'hui, les assureurs vie français supportent, à l'actif comme au passif, des risques importants. L'un des plus graves est lié au taux d'intérêt (obligataire). Les études de Lamm-Tennant (1995) et de Gattis (1996) classent ainsi la gestion d'actifs comme un des facteurs influençant le plus la politique d'investissement des assureurs et les techniques d'appariement de l'actif /passif pour « immuniser » les bilans⁹ (grâce par exemple aux contrats à terme sur titres ou indices, aux swaps de taux d'intérêts, ou encore à d'autres produits dérivés).

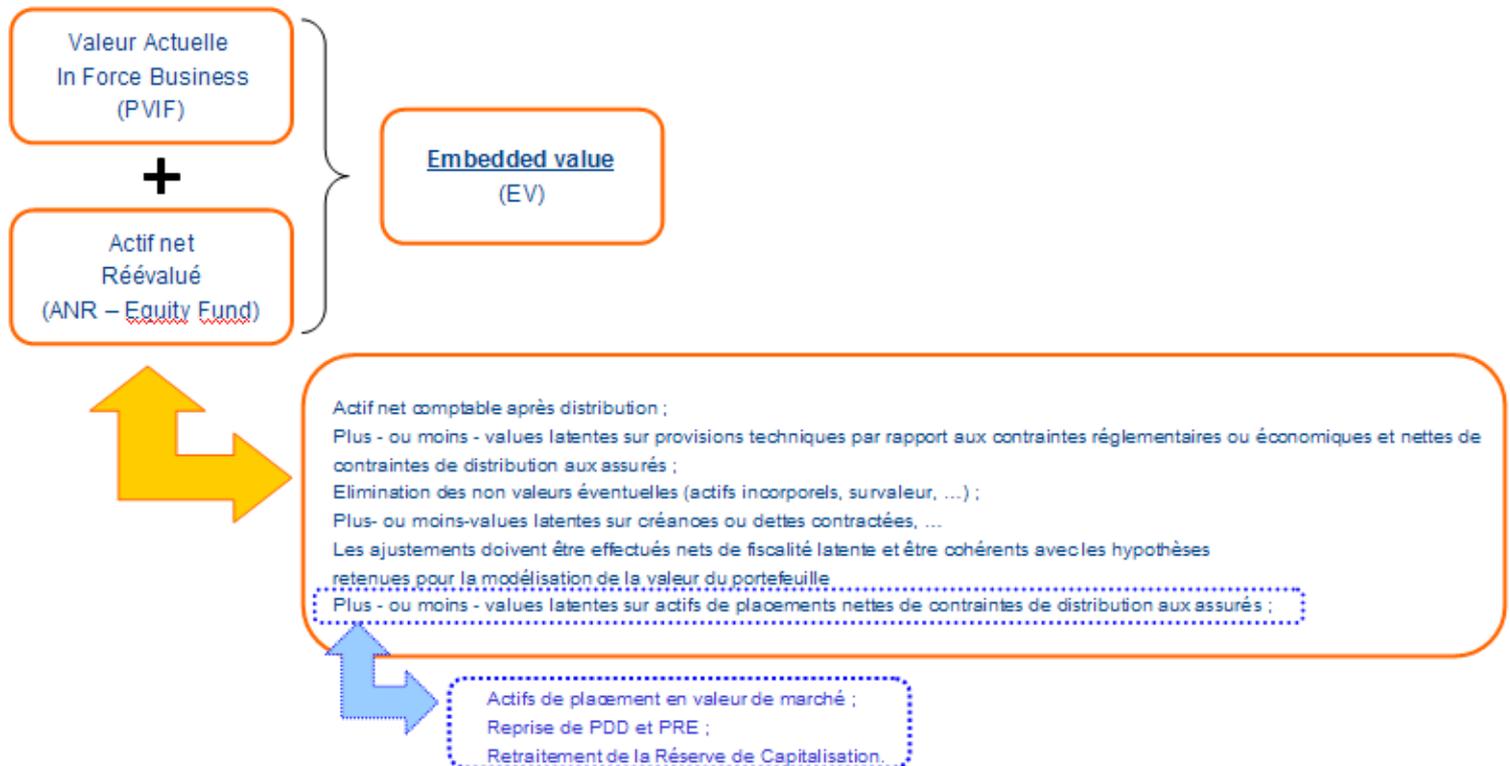
Lorsqu'il s'agit d'évaluer l'actif du bilan d'une entreprise d'assurance vie et comme vu précédemment, on adopte le principe de valeur de marché. C'est un consensus qui a été adopté réglementairement avec Solvency 2. En revanche, comment évaluer le passif quand on sait qu'il n'y a pas de prix de marché pour les provisions mathématiques ?

Afin d'avoir une vue économique d'une société quelle qu'elle soit, il faut en avoir une vue réaliste et non conservatrice. En acceptant une évaluation de l'actif en *fair value*, il apparaîtrait plutôt rationnel que la même règle soit appliquée au passif. Or, dans le cadre de l'assurance vie, la volatilité de l'actif du bilan durant cette période difficile, ne peut être reflétée avec justesse dans les PM avec le taux d'actualisation requis. En effet, il est prévu normalement par les textes réglementaires, l'utilisation du taux sans risque. Or il est plutôt aisé de comprendre que ce taux est contraignant car sa seule utilisation correspond à un investissement uniquement obligataire.

Le taux d'actualisation doit donc refléter le risque de l'actif et celui inhérent aux provisions et donc du passif, car ce ne sont pas les actionnaires vraisemblablement qui fourniront des capitaux propres supplémentaires pour supporter la volatilité. Cette critique avait déjà été logiquement faite par les

⁹ Little 1986

assureurs sur le principe d'*embedded value* (valeur intrinsèque de l'assureur vie, et composé de la PVIF et de l'ANR), qui ont proposé plusieurs méthodes d'analyses et déjà en 2002, certains pays lors de la crise, avaient autorisé lors de la forte baisse du marché actions, la constitution d'un actif à hauteur de moins values latentes de façon à éviter une charge trop importante en capitaux propres...



La logique adoptée alors de gestion de diversification des risques d'investissement est que les rendements anticipés des investissements sont stables à long terme mais pas à court terme. Avec ce principe, il serait alors illogique de devoir vendre des actions en cas de baisse du marché actions alors que les statistiques peuvent montrer une volatilité de courte durée dans le temps.

Mais cette fois, la crise a été très importante... et apparaissait comme durable. L'évaluation des actifs, en période de crise, s'est donc retrouvée une nouvelle fois au cœur des débats de la Commission Européenne avec notamment la volonté de la part du secteur de l'assurance vie, d'avoir la possibilité d'intégrer une éventuelle prime d'illiquidité.

En effet en comme nous l'avons vu en filigrane, impossible de parler de gestion d'actifs sans parler de passifs. L'enjeu porte sur le choix d'un taux d'actualisation des passifs dans le cadre de Solvency 2, réglementaire qui souhaite une évaluation des actifs en valeur de marché, même si ils servent à couvrir

des engagements de très long terme. Lors de la crise en effet, force est de constater des écarts de valeur, parfois très élevé, entre passifs et actifs, même si ces derniers ne sont pas amenés à être cédés.

Ce « gap » pourrait être compensé par l'utilisation de cette prime, annonciatrice d'un taux majoré pour actualiser la valeur des engagements non exigibles des bilans, ce qui serait contraire au principe d'actualisation au taux sans risque du passif retenu par la directive. La question de cette prime est encore en suspens...

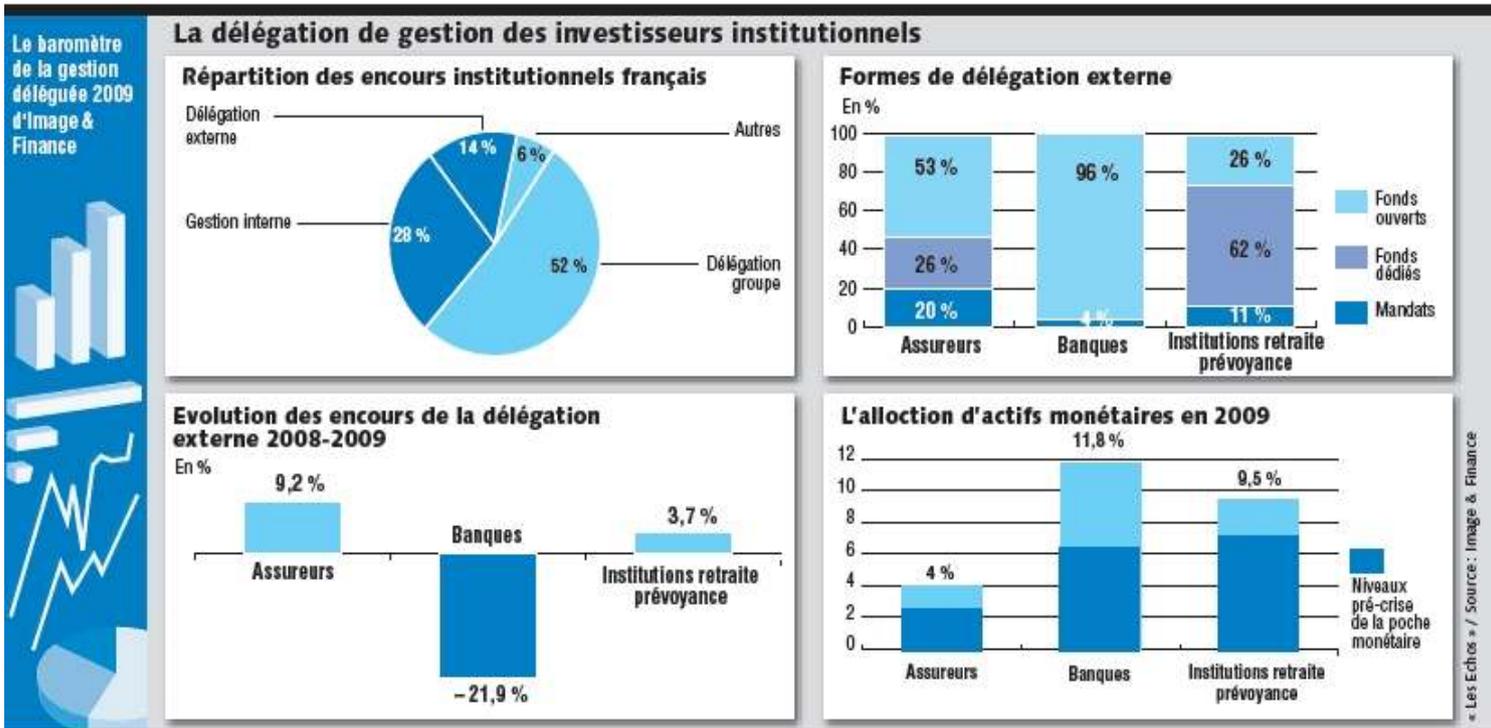
Théoriquement et tant que des nouvelles décisions ne sont pas prises, Solvency 2 pourrait ainsi coûter très cher en capital aux assureurs car cela pourrait les obliger à recourir à une importante recapitalisation. Sur la base des propositions de calibrage communiquées le 10 Novembre 2009 par le Comité Européen des Régulateurs d'Assurance (Ceiops) et les niveaux testés lors de la quatrième étude quantitative d'impact de 2007 (QIS 4), les besoins en fonds propres devraient être ainsi augmentés de 70 - 75% pour les assureurs vie¹⁰.

Ensuite, si l'on affine cette approximation par l'étude du cabinet d'actuariat Milliman, citée par « La Tribune », la directive Solvabilité II obligerait en fait les assureurs-vie français à augmenter leurs fonds propres de 20 à 30 milliards d'euros, soit la moitié du capital qu'ils affichaient fin 2008. Ils ne couvriraient en effet leur marge de solvabilité qu'à 62 % fin 2009, perspective qui pourrait, par exemple, d'ors et déjà sanctionner certains assureurs sur les marchés boursiers.

Une définition moins restrictive des fonds propres éligibles à la couverture de la marge, réintégrant la valeur de portefeuille (écart entre la valeur courante des actifs et des engagements) et toute la dette subordonnée porterait ce taux à 87 %. Ce qui réduirait les besoins en fonds propres supplémentaires de l'assurance-vie française à moins de 10 milliards d'euros.

Enfin, certains investisseurs institutionnels (les « zinzins ») en France n'hésitent pas à déléguer leur gestion d'actifs, activité qui n'est pas leur cœur de métier, à une filiale de gestion propre ou à une société de gestion extérieure. En assurance vie, c'est le cas par exemple des assurances du Crédit Mutuel (ACMN Vie) qui délègue une très large part de suivi et de gestion de ses actifs à un partenaire gérant externe.

¹⁰ Calcul réalisé par Standard & Poor's



Source : « Baromètre de la gestion déléguée en France » - Image & Finance

Une petite mutuelle aura tendance à tout déléguer alors que les assureurs de plus grande taille auront sans doute créer des sociétés de gestion dédiées. Les assureurs placent dans la délégation et des fonds ouverts, quand elle est effective, qu'elle existe, environ la moitié de leurs encours. Les institutions retraite prévoyance (IRP) optent majoritairement pour des fonds dédiés.

Les assureurs vie ont vu ainsi leurs encours gonfler de 3,7 % et de 9,2 % en 2 ans auprès de prestataires extérieurs, et l'effet marché n'est pas à négliger depuis la fin 2008.

Notons également qu'il y a eu également des réallocations de mandat, les institutions reprenant surtout la main sur la gestion des taux. La poche monétaire a fortement augmenté depuis le début de la crise et s'est maintenue à des niveaux historiquement élevés. Un comble... au moment où les taux ne rémunèrent plus. Mais la tendance actuelle, comme vu précédemment, est que les « zinzins » restent frileux sur les actions, malgré une recherche de performance.

2.2. Objectifs en enjeux de la gestion d'actifs

Les engagements d'un assureur vie vis-à-vis de ses clients portent sur le long terme. Cela implique une recherche de performances à la fois financières et « extra-financières » de ses actifs, gage de performance. La gestion d'actifs est un volet dynamique et incontournable de la stratégie financière, et regroupe l'ensemble des méthodes de prévisions financières et d'analyse des risques financiers de toute nature. C'est donc un outil majeur pour l'analyse de la solvabilité, mais reste a priori un outil incomplet.

En effet, le risque que porte l'assureur, dont c'est le métier, comportera toujours une part d'inconnu sur la cadence et le montant des cash-flows futurs de passif, ainsi que sur les bénéfices futurs quels qu'ils soient. Le besoin d'une marge de solvabilité demeure donc pour concilier les impératifs de performance avec une politique d'investissement.

L'utilisation adéquate des ressources financières est un levier actif d'encouragement à la prise en compte des enjeux de long terme, et avec les outils décisionnels, les assureurs peuvent attendre plus qu'une simple économie de fonds propres : La possibilité de simulations ou d'utilisation de modèles permet notamment de mieux anticiper les risques globaux et d'optimiser l'allocation des actifs ainsi que la solvabilité.

Par allocation d'actifs, entendons bien la répartition entre les classes d'actifs et le choix de la sensibilité des produits de taux, ainsi que tout l'aspect environnant de contrôle des risques, notamment des risques d'insolvabilité.

2.2.1. Outil de pilotage

Le système de pilotage d'une organisation est l'ensemble des éléments lui permettant de tendre en permanence vers les objectifs qu'elle poursuit. Il est particulièrement orienté vers le pilotage au sens de l'action concrète, opérationnelle, et porte sur des grandeurs économiques liées aux priorités en les comparant à des objectifs mesurables ou quantifiables. Les écarts constatés doivent normalement déclencher des actions correctrices.

La gestion d'actif / passif est ainsi un outil de pilotage tant pour la direction générale, que pour la direction financière ou technique, en aidant ou orientant les décisions d'investissement ou d'allocation.

C'est un outil qui dépeint la stratégie de l'entreprise. En effet, la Gestion Actif-Passif vise à déterminer l'allocation d'actifs optimale en prenant en compte la finalité de ces Actifs avec des objectifs à long terme.

Cet outil permet également d'établir les mesures de risque / rendement en modélisant l'évolution d'une allocation d'actifs et des passifs sur un horizon de temps donné et ainsi, plusieurs approches sont aujourd'hui utilisées :

- par « stress test »
- par scénarios (scénario central, divers scénarii extrêmes non favorables...)
- approche historique (que se passe-t-il si l'histoire se répète ?)
- approche stochastique de type Monte-Carlo (diffusion des marchés financiers en fonction d'hypothèses de volatilité, primes de risque et corrélation...)

Depuis le début des années 2000, l'approche stochastique se substitue progressivement aux modèles dits déterministes, qui ne permettent d'analyser que l'évolution moyenne des engagements d'un assureur sans tenir compte du caractère aléatoire des différents paramètres.

A l'inverse, l'approche stochastique permet de déduire une loi de probabilité sur la base d'un très grand nombre de scénarios.

Il s'agit d'une approche complexe qui n'est pas à la portée de tous les établissements, et comporte également des hypothèses clés à discuter et valider au niveau Top Management, notamment le comportement des marchés actions et la dynamique des taux d'intérêt (retour à la moyenne sur un taux long-terme ou au contraire une réalisation des taux d'intérêt « forwards » par exemple).

En pratique, il est important de croiser ces différentes approches (stochastique et scénarios) et de développer des sensibilités tout en adoptant une certaine prudence autour des hypothèses principales.

Ainsi, la détermination de l'allocation d'actif optimale et d'amélioration de la performance permettra de distinguer l'actif « sans risque » des assureurs vie, qui est principalement l'actif obligataire qui paie les flux à verser aux bénéficiaires, et l'actif « risqué », qui est une combinaison d'actions, d'immobilier, de crédit et d'autres types d'actifs.

Le processus de Gestion Actif-Passif, même s'il permet de déterminer une allocation stratégique optimale dans le long-terme, doit être réalisé de manière régulière.

Néanmoins il est important de nuancer entre l'allocation stratégique de long terme et l'allocation tactique, qui est la possibilité de modifier cette allocation sur le court-terme en fonction des conditions de marché.

L'allocation tactique est importante dans les situations de marché que nous avons connues avec des tendances sur le moyen-terme incertaines et de fortes amplitudes de marché sur des horizons de quelques mois. Elle requiert soit une délégation auprès d'une société de gestion, soit une structure de décision suffisamment réactive.

Durant cette période de crise, certains assureurs vie ont ainsi surestimé leur tolérance au risque et les conséquences en cas de choc de marché, comme déjà défini. En effet, les pires scénarii envisagés anticipaient une baisse d'environ 30% maximum. Il y a donc eu un manque d'anticipation sur la réalisation de scénarios extrêmes et un manque de réactivité de la part de nombreux intervenants.

Il convient de souligner également que certains assureurs vie, malgré la présence d'une bonne diversification sur le long-terme, ont connu une réelle absence de diversification sur un horizon court lors du choc de marché (corrélation moyenne vs. corrélation dans la « queue de distribution »), ce qui constitue un axe de développement et d'amélioration.

Enfin, notons que des règles prudentielles accrues dans un environnement de « risk-based surplus » de type Solvabilité 2 ont pour vocation d'apporter une meilleure sécurité pour les bénéficiaires actuels mais peuvent potentiellement affecter l'équilibre économique en forçant les assureurs vie à adopter un horizon de pilotage court (un an) et des risques de comportements procycliques.

2.2.2. Enjeux économiques et financiers

Par définition, la politique technique et financière de la gestion actif-passif est une question fondamentale pour les assureurs vie dont le cœur de métier est une gestion prospective (cycle inversé de production) de leur solvabilité, et dont la durée de vie peut allègrement dépasser un siècle. Cela permet, a priori, d'anticiper les problèmes et de prendre les mesures adéquates ex-ante et cela, bien avant une traduction comptable et / ou règlementaire d'éventuelle situation de crise.

A court terme ou en l'absence de fortes variations de marché, cette gestion et coordination entre actif et passif est parfois mal appréhendée. Particulièrement en assurance vie, l'analyse séparée de l'actif et du passif n'est pas suffisante pour justifier de la solvabilité de l'organisme. Elle doit être complétée par une analyse prospective actif-passif permettant, par l'étude des conséquences de scénarios défavorables, d'apprécier la capacité de l'organisme à y faire face et l'efficacité des mesures préventives adoptées.

Cette analyse prospective regroupe les résultats des simulations actif-passif réalisées, la duration et la sensibilité du bilan, l'analyse des déséquilibres potentiels entre l'actif et le passif (taux de rendement / taux d'actualisation, liquidité des actifs / exigibilité des passifs), sans oublier l'étude des effets d'une hausse des taux, d'une baisse des taux et d'une baisse de la valeur des placements non obligataires de type actions ou immobilier, etc.)

En revanche, la gestion de crise est très coûteuse. L'importance de préparer ce type d'évènements n'est plus à prouver si l'on veut garder la maîtrise des domaines techniques et financiers, et par incidence maintenir ou renforcer la gestion et la compétitivité des produits.

Les nouvelles normes prudentielles de Solvency II, nous l'avons vu, vont avoir de nombreuses conséquences notamment sur les techniques de gestion et la demande de certains actifs comme les actions. En effet, à la différence des normes IFRS, cette réglementation a potentiellement un impact significatif sur les marchés, leur équilibre et la demande pour les diverses classes d'actifs.

Si les assureurs, investisseurs de long terme par excellence, ne peuvent pratiquement plus investir sur les actions, quel type d'institution va se substituer à eux ou qui au final va porter et supporter le «risque action»? Solvency II incite plutôt les assureurs à se porter sur les actifs liquides. Or c'est précisément parce qu'ils sont des investisseurs de long terme avec un horizon de placement éloigné qu'ils ont la possibilité et presque le devoir, selon les pouvoirs publics, de se porter sur des actifs peu liquides et de capter ainsi ces primes d'illiquidité en récompense de leur patience et implication sur le long terme.

Ces normes incitent les assureurs à être plutôt suiveurs de tendance et acheteurs de volatilité, alors que là aussi leur approche de long terme doit leur permet d'être « contrariants », en prenant des paris opposés à ceux des investisseurs traditionnels.

Il peut y avoir, à ce titre également, un très violent excès de demande d'obligations et une insuffisance de demande d'actions. Si cela se produit, comme au Royaume-Uni à partir de la fin des années 1990, on observerait une nette inversion de la courbe des taux d'intérêt et un freinage des cours boursiers.

Dans le cadre de la crise, ces normes pourraient alors même entraîner l'effet pervers de renforcer l'effet spéculatif des marchés... et d'accroître leur volatilité.

Ainsi, la difficulté majeure des assureurs vie en période de crise réside plus intrinsèquement dans le respect et l'acceptation de la responsabilité du rôle d'investisseur institutionnel et de régulateurs économiques qu'il leur incombe de fait.

2.3. Analyses des choix logiques en période de crise

Lacan disait « *la réalité, c'est quand on se cogne dedans* ». Il ne serait pas choquant, à voir les diverses réactions des assureurs vie et les intérêts qu'ils tentent de protéger, que ce choc financier ait éveillé et animé les esprits.

A mon sens, cette prise de conscience a permis d'identifier de manière précise les impacts de la crise à court et moyen terme ainsi que l'exposition de certains actifs, et de repenser les actions stratégiques et opérationnelles à envisager par les professionnels de l'assurance vie.

Les nouveaux choix de répartition des classes d'actifs, comme nous l'avons vu, en est une preuve flagrante, mettant en avant la volonté des assureurs vie de regagner en stabilité, sécurité et sérénité.

Cependant, on a pu constater également que des règles comptables pro-cycliques ainsi qu'une défiance généralisée des acteurs ont accru la crise financière et l'ont étendue à tous les secteurs de l'économie.

La soudaineté de cette crise et ses impacts en chaîne mettent à jour la nécessité pour le secteur de l'assurance vie de repenser la stratégie d'investissement et de gestion d'actifs, ainsi que l'horizon d'investissement et d'adéquation des besoins compte tenu d'un marché financier extrêmement volatile.

2.3.1. Rationalité comptable vs. Rationalité technique et financière

La plupart des contrats d'assurance vie sont des contrats de long terme dont la marge n'est pas dégagée de façon linéaire. Les assureurs vie sont tiraillés entre les rendements à terme qui requièrent une analyse stratégique à dix, quinze voire plus de vingt ans, et les rendements à dégager d'un point de vue comptable, à court terme, qui requièrent davantage une analyse tactique.

Nous avons pu mettre en exergue depuis le début de ce travail ce paradoxe d'allocation d'actifs et de gestion propre au métier de l'assureur vie, devant respecter à la fois ses engagements et ses objectifs annuels, mais aussi la réglementation.

Si les principes de la directive Solvency II paraissent clairs et font l'objet d'un large consensus, leur concrétisation dans des textes d'application s'avère ardue, vu le caractère général des principes, la technicité de la matière traitée et la complexité des calculs sous-jacents, sans même parler de la crise de confiance à l'égard des modèles mathématiques et de la « finance quantitative » en général, remise en cause depuis la crise financière.

Ainsi, le CEIOPS a émis la volonté de « durcir par prudence » les conditions d'exercice des assureurs, au travers, notamment et comme nous l'avons vu :

- de l'ajout de marges de prudence implicites aux provisions techniques, ce qui serait contraire à l'esprit de la directive ;
- d'un alourdissement de plusieurs facteurs de risque (opérationnel et de contrepartie notamment) et d'un rejet de certaines conséquences de politiques d'atténuation et / ou de transfert des risques (réassurance, titrisation), justifiant ainsi d'exigences accrues en matière de capitaux de solvabilité ;
- du rejet d'une partie des bénéfices de diversification entre risques, renforçant davantage lesdites exigences en capitaux de solvabilité ;
- du refus de considérer comme des capitaux propres diverses composantes des fonds propres disponibles, notamment les prêts subordonnés.

En normes IFRS maintenant, les assureurs vie doivent faire face à des contraintes de comptabilisation différentes selon les éléments du bilan et ainsi, les contrats sont inscrits au passif à leur valeur de remboursement et les actifs sont à leur valeur de marché. Le secteur doit donc résoudre des problématiques de déséquilibre permanent du bilan. Pour une très grande majorité des contrats français, la valeur du passif en normes françaises, se détermine à partir de la valeur de rachat du contrat, c'est-à-dire l'épargne acquise par le souscripteur du contrat à la date de l'inventaire.

Le maintien à cette valeur rend donc le passif des sociétés d'assurance vie insensible aux variations de taux d'intérêt. En clair, si les taux bougeaient demain, la dette instantanée de la compagnie vis-à-vis de ses assurés resterait la même. En revanche, les actifs, notamment obligataires, détenus pour couvrir ces engagements, étant évalués selon l'IAS 39 en valeur de marché, à la première hausse de taux d'intérêt, se retrouveraient en forte moins-value latente et provoqueraient, en norme IAS, la faillite virtuelle des assureurs vie français. L'origine de ce problème réside dans le fait que le lien actif-passif mis en place au sein des compagnies vie françaises est mal reconnu par les normes IAS.

Logiquement, l'assureur qui propose un contrat rachetable à tout moment ne pourrait investir cette épargne qu'en titres à court terme (gestion monétaire). Ces investissements seraient alors insensibles aux variations instantanées des taux d'intérêt. Or, l'assureur sait que les assurés n'arbitrent pas systématiquement en leur faveur à chaque mouvement des marchés, dû à un manque d'informations notamment.

Il peut donc déterminer une duration raisonnable de son passif, même liquide, et investir en conséquence dans des actifs à plus long terme.

D'un point de vue comptable encore, le Conseil National de la comptabilité (CNC) contraint les assureurs vie au « Liability adequacy test », c'est-à-dire à tester continuellement l'adéquation entre actifs et passifs de l'assureur, tests à appliquer selon les normes françaises. Ainsi, les points suivants sont mis en avant, renforçant encore les contraintes que doivent respecter les assureurs vie :

- Test du rendement suffisant des actifs : calcul de la provision pour aléas financiers (PAF) (Art. A. 331-2 du Code des Assurances) et de la provision pour risque de taux minimum garanti ;
- Test de la couverture des frais futurs de gestion des contrats : calcul de la provision globale de gestion (PGG) (Art. A. 331-1-1 du Code des assurances) ;
- Test de la recouvrabilité des frais d'acquisition reportés (FAR) (§ 30012 du règlement n° 2000-05 du CRC) et des valeurs de portefeuilles de contrats (VBI) (§ 21123 du règlement n° 2000-05 du CRC) : évaluation des pertes futures;
- Test de l'actualisation des provisions mathématiques : mise en œuvre de la méthode préférentielle dans les comptes consolidés (§ 3002 du règlement n° 2000-05 du CRC) ;
- Test de la couverture de la garantie plancher des contrats en unités de compte;
- Test de la suffisance des tables de mortalité...

Le secteur de l'assurance vie est donc contraint par plusieurs modèles comptables à respecter, la comptabilité faisant état à un instant t de la situation financière de l'entreprise. Le chargement en fonds propres dans Solvabilité II est en effet fondé sur la *value at risk* à un an des actifs détenus.

Or, la vocation même de l'assureur vie est d'avoir une vision à beaucoup plus long terme. De mon point de vue, il faudrait obtenir le droit pour ce secteur d'activité d'obtenir des aménagements fondés sur des calculs de *value at risk* à plus long terme, en faisant reconnaître la durée longue des placements et des contrats qui les couvrent. Cela permettrait de recueillir de l'épargne de très long terme et d'en faire bénéficier par exemple aux PME innovantes ou à investissement en actions cotées.

En effet, si les sociétés d'assurances ont tenu leur engagement d'investissement en actions non cotées (2 % de leurs actifs), il apparaît que ce processus n'est probablement pas suffisant. Il est certes souhaitable de pérenniser ces moyens.

Mais il faut aller plus loin, par exemple en créant des fonds dédiés, notamment en capital création et capital développement, dont les risques pourraient être mutualisés par un fonds de garantie. Un exemple qui ne semble pas si étranger à l'activité du secteur, mais qu'il conviendrait peut-être de bien cerner. Le rôle de l'assureur n'est pas forcément celui du financier...

L'investissement en actions cotées est tout aussi essentiel, en répondant au double besoin des épargnants, à travers le rendement que procure dans la durée le placement actions, et des entreprises, qui souhaitent un actionnariat stable et une gouvernance responsable.

Pour cela, il est nécessaire d'offrir un format d'acquisition, de détention et de liquidation des actions qui convienne à la nature de ce placement : diversification dans le temps et l'espace ainsi qu'une détention longue.

Cependant il conviendra encore de répondre à la question du nécessaire étalement de la construction d'un portefeuille actions et de l'étalement de sa liquidation pour éviter des effets de seuil et un transfert en masse à date fixe des fonds investis en actions vers un support obligataire ou monétaire par exemple.

La technicité de gestion et la vision financière de long terme oblige à adopter des stratégies d'allocation d'actifs parfois incompatibles avec le court terme, car les risques encourus peuvent être importants si ils ne sont pas bien identifiés et qu'il n'y a pas de dispositifs de maîtrise ou de couverture adaptés.

Certains aménagements apparaissent à la fois possibles et nécessaires pour permettre aux assureurs vie de devenir complètement le vecteur de l'épargne investie à long terme.

Le paradoxe garde ainsi tout son sens car il faut à la fois une veille active des autorités de contrôle et un respect des règles prudentielles dans un environnement et un suivi financier quasi-quotidien, mais aussi l'adoption d'une « vision » permettant à l'assureur vie de construire sa politique d'investissement et de gestion pour des rendements futurs.

Le mécanisme de l'assurance vie s'est avéré suffisamment robuste à ce jour pour supporter l'extraordinaire crise financière en cours depuis bientôt deux ans.

D'autres innovations suivront donc certainement, et l'on peut penser en particulier à la création de véhicules de détention d'épargne à très long terme en dehors du cadre réglementaire actuellement trop rigide proposé par Solvabilité II, mais attention à ne pas transgresser les règles...

Un danger subsiste. Cette course à la performance pourrait contraindre les assureurs vie à regrouper leurs actifs en des instruments spéculatifs comme dit précédemment, qu'ils sortiront de leurs fonds propres en les confiant à des gérants de fonds externes (private Equity, hedges funds, asset manager etc...), tout en leur demandant des rentabilités croissantes.

Les assureurs feront ainsi tout pour garder le moins possible d'actifs non transférables, comme des actions cotées et surtout non cotées.

Ce scénario pourrait devenir un désastre pour les entreprises industrielles, qui perdront leur principale source de fonds propres. Les assureurs vie européens en général, et les français en particulier, placent aujourd'hui entre 20% à 25% de leurs actifs en actions cotées et 5% en actions non cotées.

Cela serait aussi un désastre pour les épargnants, car, en cas de nouvelle crise, qui toucherait d'abord les produits dérivés, puis les banques, les assureurs perdraient ces profits imaginaires, déjà comptabilisés; leurs bilans seraient réduits à néant. Elles seraient détruites, et avec elles l'épargne de ceux qui leur auront fait confiance.

2.3.2. Analyses des risques de placement et tendances aggravantes

Vus jusqu'ici en filigrane, les risques de placements sont divers et variés et peuvent mettre en danger à la fois l'assureur vie mais aussi, et peut-être plus grave compte tenu de la responsabilité de ce dernier, les droits de leurs assurés.

- **Le risque d'adéquation actif-passif**

La couverture des provisions technico-mathématiques par un montant équivalent d'actifs appropriés doit être réalisée à tout moment quelles que soient les fluctuations de marché des capitaux influençant la valeur et le rendement des actifs, ces mêmes modifications pouvant influencer les modalités de calcul de ces provisions. Le risque qui en résulte alors est que les fluctuations de l'actif et du passif ne soient pas parallèles et donc cela peut générer des pertes pour l'assureur vie.

- **Le risque de dépréciation d'actifs :**

Le principe même de placement est concomitant avec des gains ou des pertes potentielles liés à la prise de risque. Ainsi tout placement peut se dévaloriser par suite de risques de marché (crise boursière ou immobilière) ou de taux de change des devises pour les actifs en devises, d'une hausse des intérêts sur les marchés financiers (ou d'une baisse corrélative des obligations cotées) ou enfin d'une défaillance d'un débiteur pour les obligations non cotées.

- **Le risque de liquidité :**

Lorsqu'une dette vient à échéance, l'assureur doit avoir suffisamment de capacité financière pour l'honorer. Certains actifs sont liquides quelle que soit la manière dont les dettes deviennent éligibles, d'autres moins. Les problèmes de liquidité peuvent survenir de tout événement brutal qui n'autorise plus ou rend très complexe la vente ou la cession. L'assureur vie est exposé notamment en cas de hausse des taux d'intérêt ou encore d'une vague massive de demandes de rachat (décollecte). Parallèlement, le cours des obligations affectées à la représentation des provisions mathématiques baisse et l'assureur va être obligé d'en réaliser à perte pour dégager de la trésorerie. Souvent les problèmes de liquidité précèdent les problèmes de solvabilité...

- **Le risque d'évaluation :**

Certains placements faits par les assureurs vie à prix trop élevé peuvent être amenés à être dépréciés. Ce risque concerne notamment les participations stratégiques.

- **Le risque de taux :**

Comme vu *supra*, une hausse des taux d'intérêt sur les marchés financiers entraîne une dépréciation de certains actifs au moment où les assurés vie souhaiteront récupérer leurs investissements. Une baisse rendrait possiblement plus difficile le service de taux garantis élevés.

- **Le risque découlant d'opérations sur instruments financiers dérivés :**

On peut se demander pourquoi les marchés de produits dérivés ont pris une telle place depuis la création du premier marché organisé en 1973 (Chicago Board Options Exchange) ? La réponse quelque peu tautologique est que cela doit répondre à un besoin.

Fondamentalement, les produits dérivés permettent en effet de se couvrir contre certains risques, de la même façon qu'un contrat d'assurance habitation couvre contre les dégâts consécutifs à un sinistre domestique. Un actif dérivé est un produit contingent qui génère un flux lorsqu'un événement se réalise (par exemple, une variation du prix d'une action, une baisse des taux d'intérêt etc.). Les marchés de produits dérivés sont une réponse naturelle à un besoin d'assurance contre les variations de la valeur des actifs.

Le swap par exemple, est une forme sophistiquée du produit dérivé qui consiste en des transactions basées uniquement sur les intérêts des prêts. Il est principalement utilisé pour transformer des taux variables en taux fixes. Les dérivés de crédit se sont inspirés du swap, et ressemblent à un contrat mais l'acheteur ou le vendeur peut également spéculer sur un événement possible entre les délais impartis.

Les produits dérivés évoluent constamment et deviennent de plus en plus abstraits. On peut par exemple citer les spread qui ne sont pas basées sur des obligations, mais sur des options. Ces dernières permettent d'acheter virtuellement une valeur, cela revient à réserver la marchandise sur une durée déterminée. Ainsi, on peut la vendre rapidement et faire des profits conséquents, car le capital de départ ne

représente qu'une infime partie de la somme totale. On peut voir que les produits dérivés constituent la racine des transactions financières et vont devenir encore plus complexes à l'avenir...

La théorie financière met en avant l'utilisation de ces produits dérivés et des obligations pour palier le risque de variation de taux d'intérêt ainsi que celui de l'appariement de l'actif et du passif.

Depuis la crise, la complexité de ces produits et leur gestion intrinsèque complexe sont mises en avant par les autorités de contrôle (ACAM) car il apparaît un écart important entre le poids qu'ils représentent dans l'état agrégé des placements remis par chaque entreprise d'assurance vie et celui ressortant de l'état détaillé correspondant. En permettant de couvrir certains risques, d'autres sont révélés car les corrélations entre les risques ne sont pas établies à cause du caractère nébuleux et vaporeux de ce type de produits (contrats à terme, options, ...).

2.3.3. Des choix de couverture variés

Règlementairement¹¹, les assureurs vie sont des *utilisateurs* d'instruments financiers à terme, et non des *négociateurs* comme les banquiers, et ont par conséquent la capacité de se servir de ces produits uniquement en lien avec des placements détenus ou en anticipation de placements.

Ceci garantit la neutralisation presque totale de l'effet de levier inhérent aux produits dérivés, qui constitue l'un des principaux facteurs de risque de ces instruments, considérés isolément.

L'utilisation de ces produits oblige l'implication des dirigeants dans la définition de la stratégie de placement et de gestion des engagements. Mais ceux-ci devront également savoir arbitrer entre la protection face aux aléas financiers et la nécessité de rester compétitif, toute stratégie étant plus ou moins coûteuse, imparfaitement appropriée en raison des aléas (corrélation entre instruments imparfaite ou mal connue par exemple) ou en raison encore de l'impossibilité d'obtenir une couverture financière en temps continu. Il est en effet primordial de ne pas surévaluer les protections de couverture financière. AIG aurait pu déposer son bilan également pour cette cause...

Ainsi, pour viser à la fois performance des actifs, l'optimisation des provisions techniques, et la compétitivité, l'assureur vie doit adopter à la fois des stratégies de couverture fines en fonction des

¹¹ Rapport d'activité 2000-2001 de la Commission de contrôle des assurances

risques encourus et de ses besoins réels, mais aussi recourir à une réassurance adaptée, même si en vie, ce dernier recours reste très marginal. Nous allons nous focaliser sur trois grands types de couverture les plus sensibles en cette période de crise.

➤ **Couverture contre le risque de dépréciation des actions¹² :**

Si la simple détention d'actions est un moyen de couverture du risque inflation porté au passif par exemple, la stratégie de placement des assureurs vie, outre une réelle volonté de diversification des titres, passe également par la couverture du risque action potentiellement encourus.

Les investisseurs institutionnels (les « zinzins ») que sont les assureurs vie restent depuis la crise, et cela est compréhensible, frileux sur le marché actions et les ETF (exchange-trade funds), autrement dit les fonds d'investissement indiciels cotés de type trackers, ont largement remporté le marché de la gestion tactique.

En revanche, ils ne prennent pas dans l'allocation stratégique. Ils sont une première couverture à une trop grande volatilité puisqu'ils sont indicés et délivre donc la performance du marché, ce qui permet de n'être que ponctuellement exposé à un secteur. Les instruments financiers à terme sur actions ou sur indices boursiers permettent également de limiter la diminution de valeur du portefeuille d'actions. Ce sont des stratégies jugées élémentaires au secteur de la gestion d'actifs mais qu'il convient de maîtriser parfaitement.

Il est ainsi possible d'acheter des contrats à terme (sur indice ou action) en cas de prévision d'une hausse ou une baisse des cours et à condition que l'anticipation se réalise, ou encore des options d'achat ou de vente sur des positions prises, en notant quand même que l'achat d'option reste malgré tout une stratégie moins risquée que la vente d'options.

Se protéger contre une baisse du marché actions peut donc relever de plusieurs stratégies grâce à ces outils, mais qui sont également plus ou moins coûteux.

¹² Voir également annexe n° 4 concernant « l'approche standard pour le calcul du coussin de solvabilité lié au risque de marché »

➤ Couverture contre le risque de taux :

Les instruments financiers à terme sur taux permettent aussi de limiter la diminution de la valeur du portefeuille d'obligations en cas de hausse des taux ou de limiter la diminution de revenus obligataires en cas de baisse.

Pour ce faire, il existe deux types de contrats : les contrats à terme (achat si on anticipe une baisse des taux, et vice versa) et les contrats de swap de taux d'intérêt (ou IRS en anglais), le swap étant un produit financier dérivé liquide qui échange une partie un flux de paiements d'intérêts pour écouter une autre partie des flux de trésorerie.

Les swaps de taux d'intérêt peuvent être utilisés pour gérer leurs actifs fixes ou flottants, ainsi que des passifs. Contrairement aux obligations de sociétés, les swaps de taux d'intérêt ne comportent pas de risque sur le capital du fait de leur liquidité, et peuvent également être utilisés par les spéculateurs comme les *zinzins* pour répliquer une exposition aux obligations non provisionnées et profiter de l'évolution des taux d'intérêt.

Mais les options offrent l'avantage également d'une protection contre le risque d'une variation défavorable de taux tout en permettant de profiter d'une évolution favorable de ceux-ci. Les caps et les floors (seuils, ou *threshold*) sont ainsi une suite d'options d'achat sur taux. En prévision d'une baisse de taux, il est convenu d'acheter des floors, et des caps pour une hausse. Il est ainsi possible de juguler, ou plutôt de canaliser la variation des taux d'intérêt.

Le côté prudent de l'assureur vie peut être mis à mal dès lors que l'aspect « pari » est trop présent dans la gestion de l'actif.

En conséquence, en gestion actif-passif, on peut en conclure deux choses :

- Quand un actif est « trop long » (actif > passif), il faut le couvrir contre une hausse des taux, par exemple grâce à un swap de taux fixe contre taux variable, la vente de contrats à terme sur produits de taux, l'achat de caps, et l'achat de puts sur produits de taux.

- Quand un actif est « trop court » (actif < passif) comme en période de crise, c'est l'inverse, on fait appel à un swap de taux variable contre taux fixe, à l'achat de contrats à terme sur produits de taux, l'achat de floors, et enfin l'achat de calls sur produits de taux.

Cette règle a été respectée pendant cette période de crise financière mais cela coûte excessivement cher. Ainsi certains acteurs ont anticipé plus ou moins tôt cet effondrement des marchés et ont donc payé plus ou moins cher ces protections.

Cependant, la réallocation d'actifs qui a été réalisée a permis de se protéger et de baisser le point mort de l'actif autant que possible. Cela encore une fois a eu un coût élevé d'où une réelle volonté d'avoir à cet instant suffisamment de liquidité et de trésorerie pour créer cette opportunité.

➤ **Couverture grâce à la réassurance :**

La réassurance est une technique qui permet de diversifier également son risque, en le transférant afin de réduire le risque de ruine de l'assureur, c'est-à-dire l'éventualité d'une perte supérieure à ses fonds propres, mais dans la pratique, surtout pour réduire la volatilité de son résultat.

Les risques financiers peuvent être maîtrisés grâce à des produits comme ceux vus précédemment (il en existe de beaucoup plus complexes dans la catégorie des produits dérivés, des combinaisons de ces mêmes produits, des produits de négociation (TCN par exemple)...etc.) mais il est possible également d'y mixer la réassurance, même si les risques financiers ne sont pas logiquement « techniques » et donc mutualisables.

Cependant il existe toute une classe de conventions hybrides auxquelles l'assureur vie peut souscrire, contrats notamment soumis à des seuils de déclenchement et à des éléments financiers ré-assurables (risque de rachat anticipé, garantie plancher en cas de décès ou en cas de vie...).

Tous ces choix de couvertures plus ou moins complexes et plus ou moins efficaces en fonction des prévisions de l'assureur vie, se sont montrés relativement efficaces même si elles sont apparues encore sous-estimées, notamment à cause de leur coût relativement élevé. Il est possible de se couvrir contre tout mais le résultat s'en retrouvera directement impacté.

Le rôle du gestionnaire sera effectivement de réaliser une couverture optimale entre les risques encourus et les résultats escomptés, sans négliger les effets chocs comme ceux connus lors de la crise.

Si le secteur de l'assurance vie semble se sortir progressivement de cette mauvaise période économique et financière, et ce, malgré des impacts non négligeables au niveau des résultats techniques et de gestion, on souhaite que cela soit évidemment de bonne perspective pour le secteur. Le fait même d'avoir réussi a priori à sortir de la pire crise depuis les années 1930 semble créer une dynamique très favorable pour les marchés.

Il faut cependant reconnaître que la réassurance reste un outil peu utilisé en vie, les assureurs préférant souvent des outils moins onéreux de type obligations à taux variables, de l'investissement immobilier, voire même du surinvestissement en monétaire par exemple.

3. Vers une sortie de crise définitive?

La crise actuelle fait sans conteste figure d'événement historique par son ampleur mais, à travers ses manifestations les plus importantes comme l'effondrement et l'endettement d'une partie du système bancaire et le blocage du crédit notamment, elle tend à submerger les épisodes d'instabilité précédentes, caractérisée par une perte de contact des agents économiques avec la réalité (spéculation) et par des comportements mimétiques. Cette crise n'est jamais que la troisième depuis 2000...

En effet, en dix ans, trois phénomènes se sont enchaînés (crise technologique, crise des matières premières et de l'énergie, et la crise financière actuelle), ce qui est pour le moins surprenant, mais surtout révélateur de l'accélération et de la corrélation des phénomènes.

Les crises sont parfois perçues comme des accélérateurs de changement, nécessaires au renouvellement des modèles à travers un jeu de « destruction créatrice ». Les crises, contrairement aux idées reçues, figent les modèles, les phases ascendantes du cycle étant mieux à même d'animer leur régénérescence.

En effet, tout changement d'organisation d'un modèle de production comporte d'importants coûts fixes pour les entreprises, coûts qu'elles abordent plus difficilement en période de rentabilité dégradée en période de récession.

Il est donc primordial pour les assureurs vie, et nous l'avons compris, d'avoir surtout un rôle stabilisateur pendant la crise, en tant qu'investisseurs institutionnels de long terme et régulateurs procycliques, pour impulser au mieux le retour à la croissance.

3.1. De la gestion de crise à la gestion courante

La façon avec laquelle la structure de gestion d'un assureur vie gère ou s'implique dans la gestion d'une situation d'urgence ou une crise témoigne de sa capacité d'intervenir. L'alerte et la mobilisation des bonnes ressources, en fonction de la nature et des conséquences de l'événement, favorisent une gestion adéquate et crédible. Une démarche efficace donc, mais surtout proactive.

Le leadership de la direction sont cruciaux dans l'instauration d'un processus intégré de continuité des opérations, mais aussi dans ses efforts de communication, tant à l'interne qu'à l'externe.

Cette démarche doit s'intégrer aux opérations courantes et à la structure de gestion de l'organisation, et optimise les interventions à chaque étape du cycle de gestion des risques financiers, tout en mettant en place un processus d'amélioration continue.

Pendant cette période critique, les grandes sociétés d'assurances vie se sont montrées particulièrement réactives pour protéger un maximum les actifs afin de pouvoir faire face à leurs engagements, en abandonnant même parfois de grandes lignes directrices et/ou stratégiques pluriannuelles, le temps d'affiner l'allocation d'actifs et de constater les capacités de rebond face à la situation économique et financière.

C'est le cas par exemple d'AXA qui a abandonné son projet Ambition 2012, dont les objectifs chiffrés étaient devenus irréalisables à fin 2008, alors qu'ils souhaitaient creuser la différence avec la concurrence, dans le contexte très incertain lié à l'entrée en vigueur de Solvabilité II, en 2012.

Cette crise dévastatrice, malgré tout, a donc permis aux assureurs vie français de tester, dans des conditions réelles et difficiles, la résistance de leurs modèles ainsi que la performance de l'allocation d'actifs et des protections financières.

Les écarts ont été comblés et une optimisation des placements réalisée pour les sécuriser et abaisser le point mort en attendant un retour du marché...

3.1.1. Effet d'apprentissage

Les faiblesses de Solvabilité II ont pris leur pleine mesure avec la crise et restent entiers. Il est en effet démontré que le système est procyclique, du fait d'une articulation dangereuse entre la « fair value » des normes comptables IFRS et des exigences prudentielles calibrées sur la base d'une probabilité de ruine de 0,5 % à un an, ce qui correspond à la fameuse loi de faillite une fois tous les 200 ans.

Cet horizon semble peu cohérent avec la durée longue des passifs d'assurance, qui conduira les assureurs à limiter les investissements en actions, et donc à des allocations d'actifs sous-optimales. In fine, cela risque de les empêcher de jouer pleinement leur rôle « d'amortisseurs de crise », un des caractéristiques principales des « zinzins », investisseurs institutionnels.

Enfin, le principe de diversification des placements d'actifs en vertu duquel les exigences de capital sont inférieures à la somme des exigences au passif semble ne plus être respecté ou respectable : En période de crise, les risques se re-corrèlent et ce, malgré la constitution de portefeuilles de grande taille et une réelle volonté de diversification des placements.

« Il aurait fallu reprendre complètement le système à la base, même si les mêmes causes auraient vraisemblablement provoqué les mêmes effets », a annoncé Philippe Jurgensen, le président de l'ACAM. Reste à savoir si ces défauts pourront en partie être corrigés dans le cadre des mesures d'exécution de la directive, qui seront adoptées par la Commission européenne en 2010.

Quoiqu'il en soit, il est clair que les sociétés d'assurance vie françaises ont émis la volonté de renforcer leur politique de placement et d'allocation d'actifs depuis 2008-2009, avec une réelle volonté de maîtriser les risques liés aux différents portefeuilles.

L'exemple de MAAF Vie est flagrant, société où le Risk Management a pris une envergure sans commune mesure. Avec une réelle volonté de retrouver les bases fondamentales de gestion de l'assurance, les produits trop complexes sont évités car pas forcément maîtrisés. « Ce que l'on ne maîtrise pas complètement, on ne pratique pas. La MAAF est un acteur responsable et son rôle n'est pas de prendre des risques financiers inconsidérés » déclare Lionel CALVEZ, Directeur financier de la MAAF, et d'ajouter que « la gestion directe et transparente limite le risque, il convient d'être strict sur les fondamentaux ». La recherche de performances financières passe en effet par l'acceptation du métier d'assureur et non de banquier.

Mais certains assureurs ont parfois recours, par exemple, à la gestion alternative. Les OPCVM recherchant une performance décorrélée des indices de marchés sont apparus en France au début des années 1990 et se sont développés de façon marginale.

Un contexte de marché difficile et les demandes particulières de certains investisseurs ont entraîné l'accroissement de ce type de gestion en France, parallèlement à l'activité des *hedge funds* et des fonds de *hedge funds* au plan international.

Ces gestions, aujourd'hui communément désignées comme "alternatives", n'ont pas de définition internationalement reconnue : leur contenu recouvre des stratégies, des risques et des performances variés et permettent de répondre à des objectifs très diversifiés. Les investisseurs y accèdent directement (*hedge funds*) ou indirectement (fonds de *hedge funds*).

Mais la question du bénéfice /risque sur ce type de support reste dans tous les esprits surtout sur des engagements de long terme. La gestion alternative rapporte logiquement plus que OAT par exemple, mais est-ce justifié en considérant le risque et le prix ?

Le postulat de départ est évidemment pour un assureur de maîtriser la technique, et que le financier, normalement, ne doit pas combler les pertes techniques. Sur du long terme, ses engagements doivent être suffisamment bien gérés pour produire de la valeur.

En période de crise où le CAC 40 a chuté de plus de 50% et où la volatilité a explosé des records, les assureurs vie ont réagi très rapidement pour créer des sécurités en amont en se créant des stocks de plus-values latentes pour absorber les chocs (une sorte de matelas) et « a posteriori », en voulant créer de la participation aux excédents et en tentant de gagner en marge de manœuvre via une réduction de l'exposition au risque action en attendant un possible retour du marché.

3.1.2. Un rebond logique du marché actions ?

Un scénario économique plus favorable à court terme se met peu à peu en place comme en témoigne la révision à la hausse des perspectives de croissance pour 2009-2010. Les éléments macro et microéconomiques fournissent un environnement davantage propice au marché actions.

Xavier Lépine a réagi en véritable *gourou du marché actions* en Octobre 2009 lors d'une conférence sur la conjoncture économique mondiale. Un peu plus d'un an après la crise qu'il décrit comme la première véritable « *crise de la globalisation* », rapide, violente, incontrôlée et d'une ampleur insoupçonnée au niveau international, il croît en des signes de retour au calme.

A court terme d'abord, il semble y avoir une réelle sortie de récession économique, avec des stocks à reconstituer et des investissements qui reprennent.

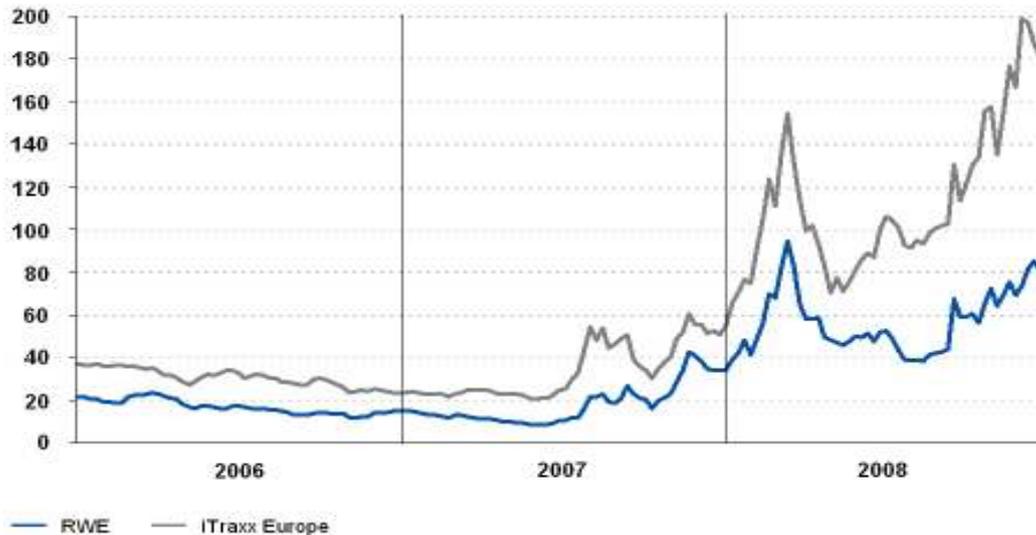
Les Bourses mondiales misent désormais sur une reprise de confiance dans le marché financier et sur les plans de relance des divers gouvernements.

Depuis mi 2009, on a constaté une très forte reprise d'activité sur les marchés actions qui ne devraient pas, a priori si l'on en croit les analystes financiers et les économistes, être contrée compte tenues des nouvelles économiques jugées bonnes, de la masse importante des liquidités disponibles, et des taux d'intérêt très bas.

La marché actions serait donc susceptible de remonter, progressivement, mais restera très certainement fébrile car en attente de réponses environnementales, sociétales, politiques, économiques, etc.

Une prise de conscience, comme a chaque crise certes, censée limiter l'aggravation des erreurs déjà commise et, d'empêcher un retour trop rapide à la spéculation. Cependant, en cas de nouvel évènement contrariant, quel qu'il soit (politique, budgétaire, risque pays, faillite...), un risque supplémentaire sera un retour à la spéculation baissière...

3.2. Une crise peut en cacher une autre : crise financière, crise inflationniste, crise des taux souverains ...?



Source : Markit – Itraxx Europe et RWE à 5 ans

Le véritable péril pour l'assurance vie réside dans un retour de l'inflation menant à une hausse brutale et durable des taux d'intérêt. Au sortir de la Seconde Guerre mondiale, l'assurance vie et les porteurs d'obligations ont fait les frais de l'inflation suscitée par la reconstruction du pays, mais contrairement à cette expansion, le développement de l'assurance vie ces trente dernières années s'est fondé sur des politiques économiques déflationnistes.

Aujourd'hui, certains économistes pensent qu'un retour de l'inflation est possible, notamment à cause de la création de monnaie pour éteindre la crise financière de 2008, et du prix des matières premières, ce qui pourrait par exemple se traduire par un krach obligataire massif allant à l'encontre des engagements long terme des assureurs vie, et évidemment par une modification du comportement des assurés, qui en cas de hausse des taux d'intérêt placeront leur épargne chez un institutionnel fournissant une rémunération correspondant aux nouvelles conditions de marché.

Dans le partage des risques entre assureurs et assurés, une remontée brutale des taux pèse intégralement sur l'assureur, étant donné les conditions dans lesquelles sont émis les contrats d'assurance, mais une remontée progressive des taux d'intérêt est favorable aux assureurs. Elle ne provoque pas en effet de changement de comportement des assurés, et permet aux compagnies d'augmenter leurs revenus de manière progressive, basés sur le rendement réel de l'épargne.

Les conséquences sur les performances financières consolidées affichées dépendent donc des options comptables retenues par les assureurs vie. Si le portefeuille obligataire détenu jusqu'à maturité est bien comptabilisé en coût historique, la baisse de valeur de marché des obligations ne s'imputera ni sur le résultat, ni sur les fonds propres. En revanche et généralement, c'est l'option de comptabilisation en « titres disponibles à la vente » qui est retenue, et les fonds propres seront alors impactés.

Quoiqu'il en soit, avec les nouvelles règles comptables IAS / IFRS, l'indicateur d'embedded value retransmettra la baisse de la valeur intrinsèque de la compagnie. Attention aussi encore aux moins-values latentes obligataires qui se reportent directement sur la marge de solvabilité et qui impactent directement les exigences de capital réglementaire.

Dans un contexte davantage financier que macro-économique, il ne faut pas se reposer sur une segmentation trop rapide entre les actifs risqués que seraient les actions et les actifs sans risque que seraient les obligations et il faut relever si le marché obligataire est certes moins médiatisé, il est aussi plus complexe. C'est potentiellement donc un marché à risque qu'il ne faut négliger.

Notons que des hausses ponctuelles des spreads obligataires marquent les différentes crises financières (crise asiatique pour la dette émergente, crise de 2001-2003, krach de 1987, etc.) et les choix actuels de renforcer la structure obligataire du placement des actifs des assureurs vie, vu le graphique précédent présentant l'indice Itraxx à 5 ans en pleine expansion, peut devenir un désastre financier si les tendances d'augmentation de taux d'intérêts se confirment.

La valeur du stock d'obligations détenues par les sociétés d'assurances vie a fortement baissé, ce qui a logiquement débouché déjà sur de très fortes dépréciations enregistrées dans les comptes 2008.

Enfin, lorsque les investisseurs craignent ou s'éloignent trop du marché actions, ils se tournent vers le marché obligataire comme vu précédemment, et vers les émissions de dettes d'Etats, dites souveraines.

Celles-ci sont émises par des débiteurs publics, des pays emprunteurs de plus en plus détournés des prêts bancaires et émettant davantage de titres obligataires, jugés « sûrs » par les agences de notation. Or, un certain nombre de crises de dette souveraine ont déjà été observées.

L'histoire économique est jalonnée d'épisodes où l'Etat souverain n'a pu honorer le remboursement de sa dette ou la charge de celle-ci. Ainsi la Russie en 1998, l'Equateur et le Pakistan en 1999, l'Ukraine en 2000,

l'Argentine en 2001 et le Nigeria en 2002 se sont en effet déclarés dans l'incapacité d'honorer leurs engagements financiers vis-à-vis de leurs créanciers extérieurs. D'autres pays comme le Brésil (1998, 2001, 2002), le Mexique ou l'Argentine (1995), pour ne citer que ceux là, ont été eux aussi confrontés à des risques sérieux de défaut de paiements.

L'accélération des phénomènes de crises évoquée précédemment peut donc confirmer cette hypothèse de défaut du marché obligataire et des dettes souveraines émises par des pays appartenant aussi à la zone euro, comme les fameux « piigs » (Portugal, Irlande, Italie, Grèce et Espagne), pays dont l'indiscipline budgétaire peut inquiéter fortement les marchés.

Les taux OAT 10 ans sont donc à surveiller de près, mais également déterminer et réguler les corrélations qu'il peut y avoir entre eux pour éviter tout risque de contagion des portefeuilles d'actifs.

Notons aussi que l'outil CDS (credit default swaps », le prix d'une assurance contre le risque de défaut) que l'on a pu comprendre dans notre travail, est une solution de protection qui doit venir en-deçà de la diversification des investissements réalisés par les assureurs vie, base même du métier.

Bien évidemment, les spreads de CDS en cas de crise risquent d'atteindre des niveaux particulièrement élevés, les marchés étant déjà émoussés par la crise actuelle.

Sur les marchés actions, taux et devises, on a assisté à un retour spectaculaire de l'aversion au risque, et une recherche de crédibilité, de maîtrise et de stabilité. Ces aspects paraissent déterminants pour les jours de Bourse à venir...

3.3. Recommandations au secteur de l'assurance vie

“Profit is the reward for taking risk”. Frank Wright, économiste 1921, ce qui signifie en français que le bénéfice est la récompense pour avoir pris des risques. Faut-il encore considérer cet adage comme une règle à suivre ?

La crise financière a frappé l'industrie de l'assurance vie française d'une part en fonction de la stratégie d'investissement poursuivie par les acteurs et d'autre part, le niveau de diversification de ces derniers en matière de risques. Notons au passage que les groupes d'assurance qui présentent des activités

vie/non-vie équilibrées résistent généralement mieux qu'un assureur vie exclusif, la notion de diversification du risque étant au cœur de l'activité.

La gestion des risques en assurance s'est considérablement développée depuis près de dix ans maintenant, pour surveiller le périmètre et l'environnement des risques (opérationnels, financiers...) et pour améliorer les techniques de maîtrise. La technicité requise s'est en effet renforcée, ne serait-ce que pour répondre aux exigences réglementaires toujours plus exigeantes, mais aussi à cause de la pression des marchés pour toujours plus de sophistication et d'innovation produit visant des rendements élevés.

En gestion des risques, des outils statistiques d'aide à la décision (score, systèmes experts) ou des indicateurs de risques synthétiques, accroissent encore la sophistication, et donc logiquement les risques affiliés.

Un risque apparaît encore lorsque l'existence d'un outil de risque sophistiqué induit une confiance excessive et conduit les risks managers et les financiers à omettre d'avoir un esprit critique ou de faire parler les enseignements reçus de leurs expériences passées. La réalité économique ou financière est souvent mal utilisée avec des outils qui ne captent pas l'ensemble du périmètre et les complexités du modèle.

Enfin la sophistication de la réglementation, paradoxalement, génère aussi des risques pour la stabilité des systèmes financiers et des modèles économiques des assureurs vie. En effet, toute réglementation suscitant des comportements de contournement de la part des acteurs soumis, notamment quand cette réglementation est prescriptive ou trop contraignante comme nous avons pu le voir tout au long de ce travail, car pas réellement adaptée au secteur de l'assurance vie.

En prenant donc le recul nécessaire, en gardant le bon sens économique par rapport à la crise que nous vivons, et pour ne pas se laisser submerger par la complexité technique inhérente au métier de l'assureur vie, je vais tenter de répondre aux différentes questions que nous avons pu observer :

- **Pour définir les principaux points d'amélioration :**

On distingue généralement les impacts de cette crise en deux échéances distinctes : les impacts à court terme résultant directement et principalement de la dépréciation des actifs détenus par les entreprises d'assurance vie (augmentation du taux de rachat, baisse de la liquidité des actifs, augmentation du coût

du hedging¹³...), et les impacts à moyen/long terme résultant d'un ralentissement global de l'économie qui se traduit par une diminution de l'encaissement et/ou une augmentation de la sinistralité (baisse du taux d'épargne, du crédit immobilier ou à la consommation, réduction des garanties, augmentation des litiges,...).

La crise actuelle a notamment révélé des lacunes en matière de gouvernance, de contrôle interne et de gestion des risques et des événements récents suggèrent que, pour différentes raisons, certains conseils d'administration n'étaient pas bien informés, ou ne comprenaient pas ou n'avaient pas la connaissance appropriée des risques financiers qu'ils prenaient. En effet, les règles de gouvernance et le système de gestion des risques ont généralement été développés dans un environnement financier stable, ce qui s'avère inadapté en période de crise financière majeure.

Les modèles de capital économique ont ainsi démontré leurs limites. En revanche, malgré les critiques formulées à son égard, le système de solvabilité européen actuel semble avoir démontré son efficacité.

Le cadre réglementaire de Solvabilité II et certaines normes comptables (de type IAS/ IFRS) devront très certainement être revues à la suite de cette crise financière historique.

En effet, le système actuel de solvabilité est construit à partir d'un modèle qui évalue les passifs en mark-to-model (valorisation d'une position sur la base d'un modèle financier et donc d'hypothèses formulées par l'évaluateur, donc soumis au risque que le modèle utilisé ou les hypothèses retenues soient erronés. Il est utilisé le plus souvent pour des positions complexes et pour lesquels il n'y a pas de marché liquide) et les actifs en mark-to-market (évaluation régulière, voire continue, d'une position sur la base de sa valeur observée sur le marché au moment de l'évaluation, ce qui permet en particulier de déterminer si le détenteur de positions sur des produits dérivés satisfait aux exigences de dépôts de garanties ou s'il s'expose à des appels de marge).

Ce modèle qui n'évalue pas les actifs et les passifs avec la même méthode est obligatoirement procyclique, et aurait vraisemblablement, selon beaucoup, aggravé les impacts de la crise financière.

¹³ Le hedging, au sens étroit, est une opération de change à terme pour couvrir un risque monétaire. Mais par extension, il s'agit d'une opération ou suite d'opérations de couverture à terme ayant pour but de couvrir, ou de compenser, totalement ou partiellement, un risque de variation défavorable d'un élément d'actif ou de passif.

Cette crise aura donc non seulement des impacts sur le cadre réglementaire et comptable mais également sur les assureurs vie et leurs pratiques :

- une volonté réelle de retourner aux fondamentaux du métier d'assureur vie
- une augmentation de l'aversion au risque et donc un renforcement des besoins en matière de couverture et de transfert des risques
- une concentration du marché autour des acteurs de place
- peut-être même dans certains cas des mises en run-off de portefeuilles devenus déficitaires ou trop peu rentables

La crise financière, violente et sans réel précédent dans l'histoire avant la crise de 1929, obligera aussi les assureurs vie à tenir de plus en plus compte du comportement des particuliers, qui auront une aversion au risque accrue signifiant une crainte pour l'avenir, une certaine défiance sur les produits et sur les acteurs (assureurs vie vs. banques), etc.

Comme nous l'avons vu dans la première partie de notre travail, on assiste depuis plusieurs mois à un glissement de l'épargne des supports d'investissement pour lesquels le risque financier est supporté par le preneur (unités de compte, actions...) vers des supports d'investissement pour lesquels le risque financier est supporté par l'entreprise d'assurance (notamment obligataires).

Si globalement le contrat d'assurance vie basé sur une gestion financière dynamique ou un transfert de patrimoine ne semble pas vraiment remis en cause par la crise, les entreprises d'assurance vie seront amenées à développer des supports d'investissement pour lesquels elles supportent davantage un risque financier et par conséquent une exigence en capital plus importante (ce qui n'était pas le cas avant, le risque étant généralement porté par l'assuré).

Les innovations financières, comptables et techniques associées à une plus grande volatilité des marchés financiers nécessitent par conséquent une revue régulière des règles de gouvernance, et la vérification de l'adéquation du système de gestion des risques aux risques réels ou potentiels auxquels l'assureur vie est exposé.

Un défi majeur sera donc de mener ce chantier en assurant un développement commercial durable dans un environnement très concurrentiel et pour l'instant, à ce jour, pas encore rétabli.

- **Pour répondre à « la critique de la gestion actif-passif » :**

Afin de concilier la comptabilité, la gestion de solvabilité, la gestion actif-passif et la communication financière, dans le but de déterminer la volatilité du bilan, il convient humblement de revenir aux fondamentaux de la gestion ALM (Asset Liability Management).

Dans une analyse de sensibilité de l'actif (et donc par « ricochet » du passif), l'assureur vie doit avoir une vision stable et essentiellement économique, sensible non aux chocs économiques mais davantage à l'allocation faite de l'actif. On parle alors d'une approche « risk commensurate embedded value ».

Sur ce principe, il convient notamment de calculer la corrélation qui peut exister entre actifs, corrélation qui, même non stable dans le temps, pourrait au final être lissée en prenant des cycles de calcul à 5-10 ans (ou davantage) pour donner une base statistique. La valeur intrinsèque du titre est donc utilisée comme amortisseur de chocs de marché. Les données de marché donne alors la valorisation de l'actif (et du passif) et la prise en compte des volatilités et des corrélations permettent d'avoir une vision prudente des allocations qui sont faites.

Il est important pour un assureur vie de continuer à avoir une vision long terme et cette méthode pourrait l'autoriser même si toute à fait critiquable.

Le Ceiops propose ainsi de porter à 45% la charge en capital pour les actions cotées et 55% pour les actions non cotées¹⁴, et alors qu'il préconisait d'instaurer un coefficient de corrélation de 0,5 entre le risque action et le risque de taux d'intérêt, avec la crise, ce taux est modulé entre 0 et 0,5 selon l'exposition aux taux d'intérêt est à la hausse ou à la baisse. Le QIS 5 en 2010 scellera sans doute les décisions du Ceiops, en espérant que les assureurs parviennent à couvrir leur SCR... ce qui devrait leur coûter excessivement cher.

- **Pour répondre au désengagement du marché actions voulu par Solvency II :**

Pour comprendre ce que signifie cette volonté de désengagement, il faut en étudier les impacts. Or, décourager les assureurs vie d'investir en actions va avoir au moins quatre effets négatifs.

- Le premier impact est évident. Nous avons bien compris que les assureurs vie sont des investisseurs institutionnels, des « zinzins » ayant le rôle primordial d'endosser la

14 Avis du Ceiops du 29 janvier 2010

responsabilité des investissements qui sont réalisés à long terme et qui sont déterminants pour le futur économique. Moins d'actions, cela veut dire des augmentations tarifaires sans aucun doute, et un rendement moindre des contrats d'assurance-vie et donc par incidence... des retraites. Est-il nécessaire de rappeler qu'en France actuellement, les retraites sont un problème épineux alors même que le financement des retraites se fait aujourd'hui par répartition. Le pire peut donc être à craindre en ce sens, et le recours à la retraite par capitalisation devrait alors venir en complément pour parvenir à combler les manques.

- Le second impact relève également des réflexions économiques, car en limitant l'accès au marché actions, le recours au financement tend à être de plus en plus difficile pour les entreprises, alors même que les banques ne prêtent plus. En effet, l'endettement pour les entreprises n'est plus trop possible et la solution d'accéder au marché financier boursier restait une opportunité. Maintenant, que vont-elles faire pour se capitaliser ? Quid du rôle d'investisseur institutionnel que revêt l'assureur, celui là même qui est censé prendre un certain nombre de risques pour développer l'économie à long terme ?
- Troisième impact néfaste, la concurrence internationale. En effet, l'application des règles prudentielles internationales et l'absence de fonds de pension en France, est un danger de toute première catégorie. Rappelons que les fonds de pension ou hedge funds ne sont pas soumis à Solvency II alors qu'ils ont le même rôle de financeur que les assureurs. Ceux-ci sont des acteurs très actifs, très spéculatifs et surtout très puissants. A fragiliser notre système, ils pourront probablement acheter à souhait nos plus grandes entreprises, jusqu'à maintenant soutenues par les marchés internes et par les zinzins.
- Dernier impact, et non des moindres, on sait que les banques vont être poussées à se séparer de leurs compagnies d'assurance à cause également de leur environnement réglementaire, ce qui va remettre en cause le modèle de banque-assurance, qui a pourtant relativement bien résisté à la crise.

Les modifications des réglementations financières ont donc des impacts importants, et cela est peut être le cas pour Solvency II selon moi, voire parfois dramatiques. Moins de retraites, moins de financements des entreprises, dégradation des conditions économiques,...

Solvency II, réforme concoctée en chambre par la Commission Européenne et le CEIOPS, est probablement une des réformes financières dont le pouvoir de destruction économique est le plus élevé depuis la fin de la Seconde Guerre mondiale, et cela n'est pas peu dire !

Les assureurs vie, à mon sens, doivent vraiment s'unir contre l'application de cette réforme règlementaire en l'état, car il ne s'agit pas d'un problème technique mais vraiment économique. Ils ont la responsabilité de l'économie de long terme, et le rôle de défendre les intérêts des engagements qu'ils ont pris vis-à-vis de leurs assurés.

Si l'exercice de QIS 5 (exercice quantitatif de valorisation) n'est pas encore réalisé (courant 2010), et nous en avons aperçu les effets dans ce travail, pourquoi ne pas tenter une action au plus haut niveau européen pour dénoncer de manière plus percutante les effets de cette réglementation et ajourner cette règle tant que les modifications adéquates au secteur de l'assurance vie ne sont pas apportées ?

L'exemple bancaire avec Bale 3 illustre les méfaits des « avancées » loupées dans le domaine bancaire, autant anticiper pour le secteur de l'assurance, dont l'action est bien de protéger et non d'uniquement « financer les pots cassés ».

Certains, en France, étaient favorables à un report de Solvabilité II, au motif que la crise aurait agi comme révélateur des faiblesses d'un dispositif calqué sur celui des banques (Bâle II). En novembre, Jean Azéma, le directeur général de Groupama, prenait publiquement position en faveur d'un sursis (« Les Echos » du 23 novembre) : « Solvabilité II revient à retirer la sécurité logée dans les provisions techniques des assureurs pour la mettre dans les fonds propres, sur lesquels plusieurs parties prenantes - actionnaires, Etat, voire dirigeants - se sentent des droits : cela fragilisera les compagnies d'assurance ».

Les pro-Solvabilité II ont jugé alors, a contrario, que la crise a accru la nécessité d'une évaluation des besoins en capital en fonction des risques et de leur gestion, et d'une supervision effective des groupes au niveau européen. Pour eux, Solvabilité II serait un cas d'école de syndrome de l'escalade d'engagement.

Abandonner Solvency II pour revenir aux exigences de capital de Solvabilité I déterminées par un pourcentage des provisions techniques pour l'assurance-vie ne serait pas une option, mais un ajournement pour arriver à optimiser le modèle et prendre en compte certaines spécificités comme celles de l'assurance vie par exemple, eût été ô combien plus favorable, que de « l'imposer par la force » pendant une période en plus difficile.

- **« Nouveaux produits » socialement responsables (ISR) :**

C'est en assurance vie que les marges de progression en matière de développement durable sont les plus importantes. Il y a semble-t-il depuis quelque temps un consensus large sur le fait qu'il ne s'agit pas d'un simple concept de gestion financière mais que l'adoption de l'ISR, investissement socialement responsable, résulte véritablement d'un choix « politique » de l'assureur vie.

Cependant, les assureurs vie ont pour l'instant encore mal abordé ce type d'investissement, qui dépasse la gestion d'un nouveau produit placé en sus de tous les autres : l'ISR doit faire évoluer les processus métier, car toute la politique de gestion financière est concernée.

Tout d'abord, il convient de comprendre la définition de ce produit. Si les premiers pas de l'investissement éthique remontent au XVIIe siècle, lorsque les Quakers refusaient d'investir dans le secteur de l'armement et le commerce des esclaves, l'ISR n'est toujours pas défini avec précision aujourd'hui.

Le Royaume-Uni est l'un des rares pays à avoir adopté une définition légale qui « prend en compte des considérations sociales, environnementales ou éthiques dans la sélection, la conservation et la liquidation du placement, et l'exercice des droits attachés à la détention des titres, comme le droit de vote ».

Or, la profession a besoin d'une définition unique pour permettre une évaluation pertinente des fonds. Le label ISR respecte donc quatre critères : une analyse ESG (environnement, social, gouvernance), la transparence du processus ISR, un reporting extra-financier de qualité et une publication de la composition intégrale du portefeuille.

Une question qui demeure fondamentale encore aujourd'hui est la détermination de ce qui fait la vraie valeur de cet actif (et non la juste valeur en termes de fair value). Il faut en effet prendre en compte des valeurs désormais éthiques et non plus financières uniquement.

Il s'agit donc d'un nouveau type de valorisation. On oppose ainsi deux notions : le corporate social responsibility et le corporate social accountability, le second étant plus fort et plus complet, plus proche du sens que l'on veut attribuer à ce produit.

Enfin, rajoutons que l'investissement socialement responsable doit être un investissement de long terme pour rentrer dans la philosophie du produit et lui accorder l'importance qu'il mérite. Il ne faudrait pas que la crise serve d'excuse pour éventuellement se désengager de ce type de produit, mais bien qu'elle impulse aux assureurs cette volonté d'agir et d'investir avec responsabilité, avec confiance, et enfin avec opportunité, car marier éthique et performance n'est pas incompatible.

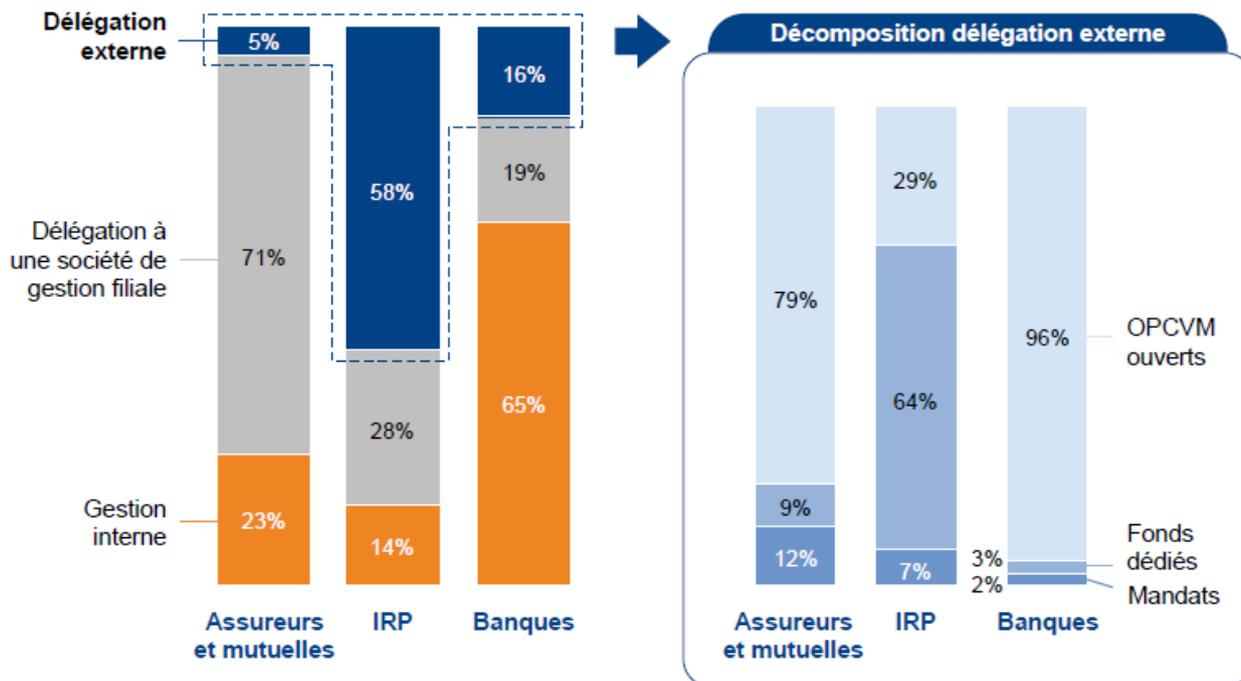
C'est un choix philosophique qui vise donc deux objectifs : redonner de l'éthique et du sens à la finance en agissant sur l'économie tout en accordant des rendements satisfaisants, en pensant que l'éthique peut favoriser la performance. La crise peut être une opportunité pour commencer à faire de l'investissement responsable.

- **Concernant la délégation de gestion d'actifs:**

Certains acteurs font appel à la délégation de gestion d'actifs pour maintes raisons. Le retour d'une volonté profonde de renouer à la fois avec le rendement et avec les fondamentaux du métier d'assureur vie, provoquera sans doute un appel à la sous-traitance pour pouvoir continuer à être efficace et à rechercher la meilleure performance au profit des souscripteurs.

Ce recours à la délégation de gestion d'actifs peut également intervenir soit lorsque les problèmes de gestion financière soit seront trop complexes, soit parce qu'ils nécessiteront des équipes trop importantes pour en assurer une bonne gestion.

Aujourd'hui, la délégation externe de gestion d'actifs concerne surtout les institutions de prévoyance (IRP) pour une très large part d'entre elles, les assureurs préférant souvent garder leurs actifs dans des sociétés filiales dédiées ou les gérer en interne. La complexité oblige évidemment à avoir des profils dédiés et très spécialisés. Notons quand même une augmentation de la délégation externe chez les grands assureurs, ce qui est relativement nouveau et très corrélé à la crise.



Source : Image & finance – Données 2008 - Etude réalisée sur 125 entretiens. Conférence OFI. (% en fonction de la part des actifs)

On dénote depuis la crise des évolutions défavorables de certains types d'allocations. Pour rappel il y a un retour sur les produits de taux qui n'est plus à démontrer (placements d'attente, internalisation), une désintermédiation sur le monétaire et la gestion benchmarkée core (ETF) et enfin un désengagement des actions et de l'alternatif.

Certains acteurs assureurs en font une spécialité aussi pour reprendre la gestion des actifs des zinzins, mais aujourd'hui, ce ne sont pas encore les acteurs français mais plutôt anglophones (c'est le cas d'Aviva Investors par exemple).

Après une certaine déconvenue, la gestion alternative reprend progressivement également auprès des investisseurs. C'est un des secteurs du renouveau, grâce à l'innovation permanente et à une transparence accrue.

- **Besoin d'un retour aux fondamentaux:**

Cependant, dans le cadre de notre étude et au travers de plusieurs interviews, les assureurs se sont en général montrés inquiets malgré la pertinence et la performance de leur modèle. Pour eux, il est primordial de ne pas mélanger les objectifs à court terme et ceux à moyen ou long terme. Les assureurs

vie ont bien conscience qu'ils ne sont pas des financiers et encore moins des banquiers, cependant ils ont un rôle économique fondamental : celui de construire l'avenir.

Les assureurs vie gagneraient en crédibilité en clarifiant certaines de leurs positions. C'est une des vertus des temps de crise de ramener chacun vers son métier de base. Certains assureurs prédisent déjà une concurrence moins forte des banquiers sur les métiers de l'assurance, et désirent mettre en avant leur métier véritable d'assureur, ceci en ayant bien conscience de la proximité et de la complétude des différents métiers de la finance.

La différence est donc bien que les assureurs revendiquent leur vision à long terme et protectrice, constructive, prospective. Ceci doit viser surtout à gagner en crédibilité et à éclaircir l'horizon de la finance institutionnelle. Chacun a un rôle spécifique qu'il convient de respecter.

Enfin, rappelons un fondamental : la matière première de l'assureur c'est le risque, contrairement au banquier qui travaille avec l'argent. En assurance vie, il convient donc de combiner la notion d'épargne et la notion de risque, où le capital alloué pour protéger le risque sert également à la rentabilité de ce même capital. Le risque devra alors être porté à la fois par l'assuré et par l'assureur.

- **Répondre au besoin de remise en cause des simulations de crise:**

Les simulations de crise via les stress-tests de Solvency II font partie normalement des conditions générales d'acceptation des modèles internes. Ces simulations sont supposément rigoureuses et complètes, avec une approche à la fois quantitative et qualitative, couvrent toute la gamme des facteurs pouvant donner lieu à des profits ou à des pertes exceptionnelles ou rendre difficile la gestion des risques et enfin réalisées périodiquement.

Or, on sait maintenant que les scénarii de baisse des marchés actions ont été insuffisants et les impacts sous-estimés. Les tests doivent être extrêmes, les règles sont claires. C'est pourquoi il convient de pousser les tests à 50% de baisse sur le marché actions (ce qui s'est bel et bien réalisé !) et faire de même sur les autres marchés, notamment obligataire, car nous avons vu que une crise pouvait en cacher une autre et que la prochaine pourrait bien être celle-ci.

Tous les scénarii doivent être revus sans a priori et sans dire « c'est impossible ». Aujourd'hui, on sait qu'une crise peut avoir des conséquences beaucoup plus importantes que prévu, car, par définition, il s'agit d'un dérapage incontrôlé.

Il est possible de se protéger grâce à diverses règles, divers produits financiers, à la diversification des placements, à la réassurance, et certainement d'autres outils, nous l'avons vu, mais le plus important est d'être à la fois pragmatique, sans forcément devoir se montrer trop réaliste, trop près d'une « réalité » préconçue, et ne pas hésiter à prendre des cas ou des hypothèses vraiment élevées.

- **Répondre au besoin de révision des modèles:**

Une crise est un changement radical de situation économique et financière à un instant donné, mais c'est aussi une opportunité qu'il faut savoir parfois saisir pour s'améliorer, se développer, faire évoluer les modèles, produits et comportements pour que l'assurance vie reste le meilleur instrument de protection des successions et de financement de l'économie (et notamment des retraites).

L'ensemble des assureurs vie français vont devoir faire évoluer leurs modèles tout en conservant également un bon équilibre entre les intérêts des clients et le besoin de l'économie. L'assurance vie ne doit en effet pas être la réponse à la crise du financement public, et c'est parfois un amalgame ou ce trop rapide raccourci qui est fait par l'Etat.

Conclusion

Après un recul financier de près de trois ans et la très forte imbrication et interdépendance des marchés, les modèles des assureurs vie semblent avoir résisté malgré des résultats relativement impactés par une forte baisse des indices boursiers entre 2007 et mi 2009. Ils ont généralement tous globalement montré leur capacité à encaisser les chocs, malgré des philosophies d'allocation d'actifs différentes.

Si chaque assureur vie possède sa propre stratégie financière et convictions sur le long terme définissant l'allocation financière optimale selon les classes d'actifs d'investissement et ses produits, selon les contraintes comptables et les objectifs d'évolution commerciale, tous les programmes d'investissement et d'allocation ont en commun la sélection de titres et la notion de « best timing » correspondant à l'achat et à la vente au meilleur moment de titres pour espérer un rendement optimal pour honorer les engagements pris au passif.

Ainsi, nombreux sont les assureurs qui ont pris la bonne initiative d'effectuer, déjà fin 2006 – début 2007- un *cleaning* de leurs portefeuilles, excluant pour beaucoup la gestion alternative via les hedge funds par exemple, selon les risques encourus potentiellement par les sous-jacents, un solde des subprimes et du monétaire dynamique. Les assureurs vie français ont eu la volonté en effet, pour une grande majorité, d'aller vers la simplicité et surtout la transparence de gestion. « Quand on ne comprend pas, la règle est de ne pas faire » lance à ce titre Jean-Louis Charles, Directeur des financements et des investissements de Groupama S.A.

Les perspectives de gestion des assureurs vie se réalisent sur du long terme, ce qui leur permet donc de prendre des engagements longs corrélés à des risques acceptables et calculés, avec une règle inéluctable d'optimisation de la diversification des placements, tant en termes d'horizon de placements que de supports (titres, sous-jacents, etc.), et un renforcement des aspects de liquidité des instruments financiers utilisés.

Avec les perspectives de retour à une situation davantage bénéfique, les assureurs se concentrent également sur l'amélioration de la gouvernance et de la gestion des risques, mais aussi sur l'amélioration continue des processus, de leur performance opérationnelle, et de la qualité, le but étant bien évidemment de contribuer à délivrer de la valeur tout en répondant au triptyque rentabilité – gestion des risques – gouvernance. Cela doit donc contribuer à l'élaboration de nouveaux business models plus optimisés, plus sûrs, plus rentables et répondant surtout aux exigences réglementaires et comptables.

Nous avons vu que ces dernières ne convenaient pas à l'activité de l'assurance vie, car davantage court terme, et que les évaluations entre les actifs et les passifs emploient des méthodes d'évaluation différentes d'où certaines difficultés de la part des acteurs à adhérer à ce type de règlementaire, d'autant que cela risque de les obliger à renforcer en plus leurs capitaux propres de manière très conséquente alors même que cela ne correspond ni à la réalité économique ni aux engagements futurs.

Selon les capacités de chacun à disposer de cash, il est fondamental d'organiser des introductions ou des renforcements en Bourse en vue d'une recapitalisation très fortement possible à venir comme vu, mais aussi pour dégager des possibilités de réaliser d'éventuelles acquisitions et des opérations de développement plus faciles par des levées de fonds, afin de suivre les tendances de concentrations des marchés et profiter du retour de la croissance.

Les véritables gagnants seront ceux qui enfin se concentreront sur la qualité de leurs produits et de leur gestion. Les principaux bénéficiaires du durcissement des normes prudentielles seront sans aucun doute les grands groupes diversifiés aussi bien géographiquement qu'en termes d'activité.

Ainsi Axa pour l'exemple français ou encore Allianz, grand acteur allemand, tous deux capables de générer leurs propres modèles internes, feront certainement la différence au niveau concurrentiel, les autres devant adopter un modèle standard, car moins coûteux à un instant t mais qui le sera très certainement plus par la suite. En effet, cela ne leur permettra pas toujours de connaître leurs risques ou d'économiser sur leurs fonds propres.

On peut donc encore s'attendre à des mouvements de concentration dans le secteur de l'assurance...

Annexes

Annexe 1 – Ce que la vache folle peut apprendre à la finance en folie (Echos Nov. 2008)

Annexe 2 – Evolution récente des placements des assureurs (ACAM - Sept.2009)

Annexe 3 – Modèle de risque et solvabilité en assurance vie (Thèse d'actuariat 2004)

Annexe 4 – Approche standard pour le calcul du coussin de solvabilité lié au risque de Marché (Octobre 2008
Comité mixte BSIF, AMF et Assuris)

Bibliographie

- Ouvrages :

« Gestion Actif-Passif en Assurance Vie » - F.Le Vallois, P. Palsky, B. Paris, A. Tosetti – Ed. Economica

« Understanding the financial crisis : Investment, risk and governance » - Simcorp StrategyLab – Ed. STCROR

« La généalogie de la morale » - Frédéric Nietzsche (Traduction d'Henri Albert) – Ed. Mercure de France

« Pourquoi les crises reviennent toujours ? » - P. Krugman – Ed. Seuil

« Annuaire thématique de la réglementation d'assurance » - D. POUILLOUX

« La gestion Actif-Passif d'une compagnie d'assurance ou d'un investisseur institutionnel » - M. PIERMAY, P. MATHOULIN, A.COHEN, Ed. ECONOMICA

« Mesure et Gestion des Risques d'Assurance »- F. PLANCHET, P.THEROND, Ed.ECONOMICA

«Asset-Liability Matching in the Life Insurance Industry» – A.ALTMAN & I.T.VANDERHOOF, Irwin Press

«La gestion des risques financiers» – Thierry RONCALLI, Ed. Economica

« Le manuel de l'assurance vie » - J.A CHABANNES, N.EYMARD-GAUCLIN, Ed. L'Argus de l'Assurance

« Analyse financière » - H. De La BRUSLERIE – Ed. DUNOD, 3^{ème} édition

« Gestion financière » - G.LANGLOIS, M.MOLLET, Ed. FOUCHER, Epreuve 4 DESCF/MSTCF

« Les normes comptables internationales IAS/IFRS » - C.MAILLET, A.LE MANH, Ed FOUCHER, 2^{ème} édition

« Les grands principes de l'assurance » - F.COUILBAULT, C.ELIASHBERG, Ed. L'Argus de l'Assurance, 8^{ème} édition

« Finance d'entreprise » - P.VERNIMMEN, Ed. DALLOZ, 2009

- Revue :

Halte au diktat des marchés - Joseph E. STIGLITZ – Courrier International N°961 – Avril 2009

- Banques de données :

Les assurances de personnes : Donnée clés 2007 - Fédération Française des sociétés d'Assurances (FFSA)

Les assurances de personnes : Donnée clés 2008 - Fédération Française des sociétés d'Assurances (FFSA)

- **Journaux spécialisés:**

- Les Echos

- La crise financière plombe le marché de l'assurance vie – 23 Avril 2008

- Les gros financeurs des entreprises – 30 Mars 2009

- Assurance-vie : un rendement qui devrait baisser moins que prévu – 16 Juin 2009

- L'assurance-vie fait aussi partie des victimes de Madoff – 10 Juillet 2009

- La CNP confrontée à la compression de ses marges – 3 Août 2009

- Assurance-vie : les taux garantis bientôt encadrés – 30 Novembre 2009

- La fiscalisation des mutuelles et IP reportée – 30 Novembre 2009

- La rentabilité de l'assurance française « sous pressions », selon Moody's – 8 Décembre 2009

- La gestion actif-passif s'invite au menu des gérants privés – 14 Décembre 2009

- Les fonds français marquent une pause en Novembre – 15 Décembre 2009

- Assurance-vie : L'Etat veut encadrer les taux garantis – 23 Décembre 2009

- Banques hebdo

- N°253 – L'ACAM veut imposer un bilan prudentiel selon les normes Solvabilité II dès 2010 – 27 Novembre 2009

- N° 254 – Sujet ISR – 4 Décembre 2009

- Le journal des finances

- Ce qui va changer pour les assureurs avec les nouvelles normes européennes – 26 janvier 2007

- La crise érode la rentabilité d'Axa mais ne remet pas en cause son modèle – 9 Août 2008

- Privilégiez le cash et les obligations, et restez prudents sur les actions – 15 Novembre 2008

- L'AGEFI

- Perspectives prometteuses pour le secteur de l'assurance – 4 Avril 2007

- Les assureurs français appelés à se recapitaliser de plus de 20 milliards d'euros – 16 Février 2010

- La Tribune de l'Assurance

- Les professionnels sont prudents pour l'année 2009

- Le Figaro

- En pleine crise, les assureurs adoptent de nouvelles normes – 23 Avril 2009

- La crise est une opportunité pour l'investissement responsable – 10 Novembre 2009

- Assurance-vie : les premiers rendements 2009 dévoilés – 16 décembre 2009

- Interface

- Solvabilité II : les préoccupations des assureurs – Bulletin mensuel n°50 – Octobre 2009

- Le bulletin économique d'Heuler Hermès été 2009

- **Communiqués de presse :**

Les mutuelles du GEMA face à la crise « Résultats 2008 » – 5 Mars 2009
Résultats semestriels 2009 Groupama – 27 Août 2009
Dossier de presse Aviva France, Assurance et épargne long terme – Septembre 2009
Perspectives de marché MMA Finance – 6 octobre 2009

- **Sites Web :**

- www.ffsa.fr

L'assurance vie, un outil de promotion de l'épargne longue
Un succès français au service du financement de l'économie
L'assurance-vie : une sécurité face à la crise ?
Assurance-vie, partage des risques et protection sociale
De nouveaux produits d'assurance vie doivent être développés
Evaluer et modéliser les risques en assurance vie
A quoi l'assurance-vie peut-elle servir dans la crise financière ?
Les métiers d'assureur et de banquier
L'avenir de l'assurance-vie
L'assurance-vie, risques et opportunités
Vers un retour aux fondements de l'assurance-vie : la gestion de l'aléa viager
Suivis mensuels du marché de l'assurance vie

- www.lemonde.fr

La crise n'a pas remis en cause les modèles mathématiques utilisés dans les banques – 17
Octobre 2009

- www.acam-france.fr

Rapports annuels 2008 et 2009

- www.cfo-news.com

Stratégie et perspectives de marché – 21 Juillet 2009

- www.fr.news.yahoo.com

Un renouvellement de l'offre en soutien du marché – 1^{er} Mai 2009
Groupama intègre une obligation dans ses contrats d'assurance – 18 Juin 2009
SICAV actions : des performances à 2 chiffres – 23 Décembre 2009
Axa constate une amélioration de l'environnement économique – 29 Octobre 2009
L'activité d'Axa en baisse sur neuf mois, solvabilité accrue – 29 Octobre 2009
AXA IM évoque un faux plat des marchés avec des opportunités – 30 Novembre 2009

- www.strategie.gouv.fr

Après la crise, quelles pistes de changements dans la régulation du capitalisme ?

Thèse professionnelle
soutenue en mars 2010

pour l'obtention du **MBA**
Manager d'entreprise
d'assurance

Sous la direction de :
Gilles MAGNAN

Président du Jury :
François EWALD

Une école est un lieu de production et de diffusion de connaissances.

L'Ecole nationale d'assurances s'organise pour répondre le mieux possible à cette mission en direction de ses élèves d'abord, mais aussi de la profession de l'assurance et de ses partenaires :

- **les « séminaires innovation »** animés par les auditeurs du Centre des Hautes Etudes d'Assurance (CHEA), permettent aux professionnels de suivre les grandes innovations en assurance telles qu'on peut les observer à l'étranger ;
- **les « dialogues de l'Enass »** éclairent l'actualité par le débat avec une personnalité remarquable ;
- **« les travaux de l'Enass »**, que nous lançons aujourd'hui, sont destinés à faire bénéficier la profession des travaux menés au sein de l'Enass par ses professeurs et ses élèves, à tous les niveaux, dans la mesure où les jurys qui les ont évalués ont noté leur qualité et leur originalité. Ces travaux vous seront adressés par Internet, certains d'entre eux pouvant faire l'objet d'un tirage sur papier ou même, être édités.

Nous souhaitons que toutes ces initiatives vous soient profitables.

François Ewald
Directeur de l'Ecole nationale d'assurances