

# (Ré)assurance et risque systémique

Par Denis KESSLER  
SCOR

La crise financière de 2008 a été le catalyseur d'un développement réglementaire bourgeonnant visant le secteur financier, avec une attention particulière accordée à la prévention du « risque systémique ». La (ré)assurance n'est pas source de risque systémique, elle est au contraire une force stabilisatrice pour le système économique et financier dans son ensemble, à la fois par sa capacité à absorber les chocs exogènes et par sa fonction fondamentale de mutualisation des risques à l'échelle globale. Le secteur de la (ré)assurance a amplement démontré sa grande résilience. Les rares assureurs à s'être retrouvés en difficulté lors de la crise l'ont été du seul fait de leurs activités de nature « quasi bancaire » et non du fait de leurs opérations de « (ré)assurance traditionnelle ». Il faut promouvoir le principe d'une réglementation optimale, qui établit un juste équilibre entre stabilité/solvabilité, d'une part, et efficience/croissance, d'autre part. De ce point de vue, il est fondamental que la réglementation n'exige pas des « surcharges » en capital injustifiées pour l'activité de (ré)assurance, alors même que cette dernière contribue intrinsèquement à la résilience des économies et des sociétés.

L'ampleur des conséquences économiques, sociales et politiques de la crise de 2008 a été le catalyseur d'un développement réglementaire bourgeonnant visant le secteur financier mondial *lato sensu*. Considérées comme défailtantes à l'aune des comportements et activités à l'origine de la crise, la réglementation et la supervision visant les institutions financières se sont ainsi fortement renforcées et alourdies au cours des dix dernières années, tant pour les opérateurs et intermédiaires de marché – les banques en particulier – que pour les assureurs et réassureurs.

L'alourdissement de la réglementation s'est notamment traduit par des exigences en capital et un *reporting* accru, un encadrement plus strict de certaines activités et un contrôle plus serré de la gouvernance, de la solvabilité, de la gestion des risques et de l'audit interne des institutions financières concernées. Ce renforcement réglementaire a été opéré au nom de la promotion de la stabilité du système économique et financier. Au demeurant, ce maître-mot de « stabilité » était omniprésent dans la quasi-totalité des communications des pouvoirs publics dans les années qui ont suivi la crise.

Le Conseil de stabilité financière ou CSF (en anglais *Financial Stability Board* ou FSB) est créé par le G20 en avril 2009, seulement sept mois après la faillite de la banque Lehman Brothers. Les objectifs de ce groupement d'autorités financières nationales sont de promouvoir la coopération en termes de supervision et de surveillance des institutions financières ainsi que d'évaluer les réglementations à mettre en œuvre pour prévenir les vulnérabilités du système financier mondial. C'est dans

ce cadre que le CSF s'est penché sur la prévention du « risque systémique » et sur l'identification des institutions financières qui pouvaient générer un tel risque. L'idée sous-jacente était de soumettre lesdites institutions à des exigences réglementaires plus strictes, notamment en matière de solvabilité et de liquidité. Les principales cibles de cette démarche étaient les grandes banques. Mais l'on s'est également interrogé sur les liens entre risque systémique et (ré)assurance, compte tenu des difficultés rencontrées par certains assureurs lors de la crise de 2008, notamment AIG – secouru par la Réserve fédérale des États-Unis – et certains rehausseurs de crédit appelés *monoliners*.

## Qu'entend-on par risque systémique ?

En matière économique et financière, le risque systémique correspond au risque de propagation des problèmes rencontrés par un agent ou un sous-groupe d'agents à tous les autres agents <sup>(1)</sup>. Il s'agit donc du risque de « collapsus » du système économique et financier dans son ensemble et pas seulement d'une sous-partie de celui-ci. Il qualifie un effondrement généralisé du système économique et financier par effet domino. Le risque systémique est, par définition, endogène au système considéré. Il témoigne de l'incapacité intrinsèque de celui-ci à absorber certains chocs locaux en évitant qu'ils

(1) ROCHET J.-C. (2008), "Why are there so many banking crisis?", Princeton University Press, New Jersey ; FREITAS X. & ROCHET J.-C. (1997), "The economics of banking", MIT Press ; et EECKHOUDT L., GOLLIER C. & SCHLESINGER H. (2005), "Economic and financial decisions under risk", Princeton University Press, New Jersey.

ne deviennent globaux. Un tel risque serait rendu plus vraisemblable par le développement et l'accélération des échanges de biens et services, qui créent des « effets réseaux » significatifs à l'échelle mondiale.

Le risque systémique est – par définition – très difficilement « absorbable », et partant, très difficilement assurable, et ce pour deux raisons. D'une part, il est non diversifiable : il concerne la (quasi-)totalité des agents financiers et économiques. D'autre part, seuls des acteurs extérieurs au système – qui ne sont pas « immergés » dans celui-ci – peuvent s'engager comme contreparties et fournir une telle « assurance ». Le marché ne peut en effet pas s'assurer, de manière endogène, contre le risque de son propre effondrement ! Les seules contreparties potentielles sont les États et/ou les banques centrales ; toutefois, ceux-ci sont aussi des acteurs du système économique et financier mondial. De ce point de vue, le risque systémique peut également les affecter.

Peu d'économistes nieront le fait qu'il existe bel et bien un risque systémique intrinsèque dans le secteur bancaire. La faillite d'un grand établissement bancaire crée des problèmes très graves aux autres établissements de crédit en raison des opérations que les banques opèrent entre elles : il y a une forte interconnexion. L'existence même d'une banque centrale témoigne, au demeurant, de l'existence d'un tel risque systémique. Elle seule peut – en dernier ressort – alimenter les banques en liquidités en cas de crise financière. La hausse spectaculaire de la taille des bilans des banques centrales (FED, BCE, Bank of England) à l'issue de la faillite de Lehman Brothers résulte de l'injection massive de liquidités pour enrayer le risque systémique qui pouvait se matérialiser. La réglementation bancaire mondiale a été depuis considérablement renforcée au nom de la prévention du risque systémique.

L'assurance et la réassurance peuvent-elles, à l'instar de l'activité bancaire, être à l'origine d'un risque systémique ? Au lendemain de la crise, les pouvoirs publics semblaient considérer qu'il n'y avait guère de doutes à ce sujet. Après avoir entamé ses travaux sur les « institutions financières d'importance systémique » en 2011, le CSF a publié une première liste de neuf assureurs systémiques en 2013. Les assureurs identifiés comme « systémiques » par le CSF ont alors été soumis à des exigences réglementaires plus strictes.

## La (ré)assurance est une force stabilisatrice pour le système économique et financier dans son ensemble

Le débat autour du caractère potentiellement systémique de la (ré)assurance témoigne d'un amalgame regrettable fait entre ce secteur et celui de la banque. De fait, cette confusion des genres méconnaît les différences fondamentales entre les deux activités.

La (ré)assurance de dommages et de responsabilité est très peu exposée au risque de liquidité en comparaison de l'activité bancaire, et ce pour deux raisons. D'une part, l'activité de (ré)assurance de dommages et de

responsabilité est structurellement en situation de *cash-flow* positif, car elle bénéficie d'un cycle inversé de production : les primes sont encaissées avant paiement des sinistres éventuels. D'autre part, le passif correspondant qui figure au bilan du (ré)assureur se caractérise par une grande « viscosité » : il n'est affecté (et ne peut être « retiré », conduisant le (ré)assureur à vendre des actifs) que si ses clients (ré)assurés subissent un dommage leur donnant droit à une indemnisation. La gestion actif-passif (en anglais *Asset-Liability Management* ou ALM) d'un (ré)assureur de dommages et de responsabilité s'appuie sur une stricte congruence en termes de durée entre les actifs – investis sur les marchés, majoritairement en obligations – et les passifs représentant les engagements du (ré)assureur à l'égard de ses clients. La situation est donc fondamentalement différente de celle afférente à l'activité bancaire : l'activité de (ré)assurance de dommages et de responsabilité n'est pas associée à un risque de « course aux guichets » (en anglais *bank run*) – c'est-à-dire de retrait massif et soudain des passifs à la suite d'une crise de confiance –, pouvant générer une grave crise de liquidité se propageant à l'ensemble du système financier. Cela est d'autant plus vrai que dès qu'une banque est en difficulté, toutes les autres banques cessent immédiatement de lui prêter de l'argent, une situation conduisant la banque centrale à intervenir. Il faut noter à cet égard que les (ré)assureurs n'ont pas accès au « guichet banque centrale ».

En (ré)assurance vie, la situation est certes un peu différente en matière de risque de liquidité. La (ré)assurance des risques dits « biométriques » – mortalité, longévité, dépendance, santé, etc. – est très peu exposée au risque de liquidité, à l'instar de la (ré)assurance de dommages et de responsabilité. En ce qui concerne l'assurance vie en tant que produit d'épargne, la situation est toutefois un peu plus complexe. Les contrats en unités de compte ne posent pas de problèmes, car le risque de marché y afférent est supporté par l'assuré et non par l'assureur. Toutefois, si le contrat d'assurance vie prévoit des garanties financières – en termes de rendement et/ou de capital –, l'assureur peut se retrouver en difficulté si les rendements de ses propres placements ne permettent pas de tenir ses engagements. Les assurés peuvent demander le rachat de leur contrat et, si une large proportion des clients le fait au même moment – par exemple, en cas de remontée brutale des taux –, cela peut effectivement créer un risque de liquidité important pour l'assureur. Ce risque est néanmoins plus modéré que le risque de liquidité auquel sont exposées les banques. D'une part, les contrats d'assurance vie sont, en général, intégralement investis de manière diversifiée dans des actifs liquides ou négociables, qui plus est relativement « sûrs » (essentiellement des obligations d'État). D'autre part, les sociétés d'assurance vie disposent de capital en sus des réserves pour garantir la bonne fin des contrats de capitaux. Enfin, il existe des fonds de réserve et, dans le pire des cas, l'autorité de contrôle peut suspendre le remboursement des contrats pendant un certain temps.

L'autre grande différence entre banque et assurance tient au fait que, contrairement aux établissements de

crédit, les (ré)assureurs présentent une exposition à des engagements – et donc des risques – « hors-bilan » très limités. Un assureur – et plus encore un réassureur – est un preneur et porteur de risques (en anglais, *risk carrier*), et non un intermédiaire de risques (en anglais, *risk trader*). Les risques que le (ré)assureur souscrit figurent sous forme de provisions techniques à son passif et y demeurent jusqu'au règlement intégral des sinistres couverts par les contrats correspondants, même quand ils sont transférés à des tiers dans le cadre d'opérations de réassurance ou de rétrocession. Dans ce dernier cas, il s'agit d'une couverture par un tiers des risques portés par le (ré)assureur, et non d'un transfert hors du bilan du (ré)assureur des engagements de celui-ci à l'égard de ses clients.

En outre, le secteur de la (ré)assurance n'est que faiblement endetté par comparaison au secteur bancaire. Alors que le *leverage* est au cœur du métier de la banque, l'activité de (ré)assurance ne requiert pas, structurellement parlant, d'endettement.

Enfin, plus fondamentalement, les « interconnexions » entre (ré)assureurs – *via* la réassurance – présentent trois différences majeures avec les « interconnexions » entre banques – principalement *via* le crédit interbancaire et les dérivés :

- D'abord, en termes de volume : le marché de la réassurance ne représente que 5,3 % du marché de l'assurance en termes de primes, alors que le crédit interbancaire constitue une part très importante de l'activité bancaire ;
- Ensuite, en termes de « structure » : le marché de la (ré)assurances'organisedemanièreverticaleethiérarchique (assureurs – réassureurs – rétrocessionnaires), et non de manière horizontale comme le marché interbancaire, dans lequel chaque banque est, directement ou indirectement, la contrepartie de nombreuses autres banques et dont l'interconnexion avec le marché financier est par ailleurs importante en raison de la titrisation. Une telle structure verticale n'est pas de nature à générer un risque systémique par propagation, contrairement aux engagements croisés entre banques qui peuvent favoriser des phénomènes de « contagion » en cas de crise. Quant aux situations de « spirale de réassurance », qui ont notamment pu être observées sur le marché londonien, et par lesquelles un réassureur se réassurait *in fine* lui-même en raison d'engagements de type circulaire – schématiquement, A réassure B, qui réassure C, ce dernier réassurant A –, elles se sont révélées non seulement rares, mais également marginales. Si elles ont pu se traduire par des difficultés pour les réassureurs parties à de telles boucles, elles n'ont pas affecté directement les autres (ré)assureurs ;
- Enfin, et surtout, au regard de la nature même des engagements : en s'appuyant sur le principe de mutualisation, la réassurance permet d'opérer une « pulvérisation » des risques portés par les assureurs à une échelle globale. Elle améliore donc leur résilience et, plus fondamentalement, la résilience des économies et des sociétés.

Ce point est fondamental : le secteur de la (ré)assurance augmente la résilience des économies et des sociétés, à la fois par sa capacité à absorber les chocs exogènes et par sa fonction fondamentale de mutualisation des risques globaux, selon la devise des Lloyd's : « The contribution of the many to the misfortune of the few » (en français : « La contribution du plus grand nombre au malheur de quelques-uns »). La (ré)assurance n'est pas source de risque systémique, elle est au contraire une force stabilisatrice pour le système économique et financier dans son ensemble. Au demeurant, la grande résilience du secteur de la (ré)assurance a été amplement démontrée, notamment lors de la crise financière survenue il y a dix ans. À ce sujet, il convient de noter que les rares sociétés du secteur de l'assurance qui ont connu de sérieuses difficultés lors de la crise financière s'étaient spécialisées dans le rehaussement de crédit (qui n'est pas de l'assurance *stricto sensu*) ou avaient accumulé des portefeuilles importants de dérivés de crédit (credit default swaps ou CDS). Ces activités de nature « quasi bancaire » ont échappé au contrôle des autorités prudentielles.

Un (ré)assureur « traditionnel » peut bien évidemment être confronté à des difficultés, à l'instar de toute société, par exemple en cas de très forte sinistralité (série exceptionnelle de catastrophes naturelles ou catastrophe naturelle historique, forte inflation affectant certaines lignes à développement long, etc.). Mais contrairement à la faillite d'une banque, la « faillite » d'un (ré)assureur n'affecte pas d'autres agents économiques par contagion. Du reste, le concept de *insurancruptcy* n'existe pas, contrairement à celui de *bankruptcy*. Dans la plupart des cas, le portefeuille de contrats d'une société d'assurance en difficulté est racheté par une autre société, car il y a toujours une valeur du portefeuille ! Il y a alors transfert des provisions techniques ainsi que des actifs qui y sont adossés. Le processus de liquidation d'une société de (ré)assurance est bien plus « ordonné » que celui d'une banque. Il s'appuie soit sur le *run-off*, c'est-à-dire la liquidation progressive du portefeuille de risques de la société en difficulté, soit sur le solde immédiat des contrats *via* une opération dite de « commutation » avec les assurés. Dans le cas du *run-off*, les contrats de la société d'assurance ne sont pas interrompus et les provisions techniques correspondantes sont gérées jusqu'à leur épuisement complet, ce qui prend plusieurs années.

Pour l'ensemble de ces raisons, les opérations d'assurance et de réassurance « traditionnelles » ne peuvent pas être à l'origine d'un risque systémique et ne présentent pas de dimension systémique.

### L'appréciation et la gestion du risque systémique requièrent une approche « fonctionnelle », et non « institutionnelle »

Jusqu'à présent, le CSF s'est appuyé principalement sur trois critères pour évaluer le risque systémique afférent à une institution financière :

- la taille : le volume de services financiers produit par

- ladite institution ;
- l'interconnexion : les liens entre ladite institution et le reste du système financier ;
- la substituabilité : la capacité d'autres agents économiques à assurer la production des mêmes services que ladite institution en cas de défaillance de celle-ci.

Une telle approche est relativement pertinente pour les banques. Parmi les plus grands établissements bancaires, certains d'entre eux ont un caractère systémique, au sens où leur faillite aurait des conséquences graves pour de nombreuses autres banques. Les règles prudentielles ont prévu un suivi particulier et une couche supplémentaire de fonds propres pour ces grandes banques dites systémiques. Cela étant dit, la désignation d'une banque comme étant systémique, motivée par l'argument *too big to fail*, crée un risque d'« aléa moral », pour la simple raison qu'elle constitue un « certificat implicite de sauvetage » de ladite institution par les pouvoirs publics en cas de crise. Toutes choses égales par ailleurs, celle-ci peut donc être incitée à prendre plus de risques. Par ailleurs, la désignation de banques comme étant systémiques peut créer des problèmes en termes de concurrence : les clients pourraient préférer déposer leurs liquidités auprès de ces établissements qui bénéficient implicitement du soutien « en dernier ressort » des pouvoirs publics.

Une telle approche « institutionnelle » n'est en revanche pas du tout pertinente pour l'assurance et la réassurance.

Prenons le critère de la taille : le fait de considérer qu'un (ré)assureur pourrait générer un risque systémique du fait de sa taille importante est paradoxal, car la capacité d'absorption des chocs d'un (ré)assureur augmente en termes relatifs avec son niveau de diversification en termes de zones géographiques et de lignes d'affaires, qui lui-même augmente – en général – avec sa taille. À cela s'ajoute le fait que les risques portés par les (ré)assureurs sont peu corrélés.

Concernant le critère d'interconnexion, le secteur de la (ré)assurance est bien moins exposé que le secteur bancaire à des phénomènes de propagation et de diffusion des problèmes « de proche en proche » entre ses différents acteurs. Le marché de la (ré)assurance présente une structure verticale et hiérarchique, et non horizontale comme le marché interbancaire. Alors que la faillite d'une banque constitue un risque très important pour le secteur bancaire dans son ensemble, la faillite d'un (ré)assureur n'a pas d'effets externes – éventuellement « réputationnels » –, mais à tout le moins pas directs sur les autres (ré)assureurs. Il convient de noter à cet égard que le marché de la réassurance et le marché de l'assurance des grands risques d'entreprise sont consortiaux : il y a en général près de vingt (ré)assureurs impliqués dans le « panel » constitué pour apporter la capacité sur un risque ou un portefeuille de risques donné. Toutefois, les assureurs et réassureurs d'un même panel ne sont pas « ducroires » entre eux, dans le sens où ils ne garantissent pas mutuellement et solidairement leurs engagements réciproques vis-à-vis du (ré)assuré ! En d'autres termes, la faillite d'un (ré)assureur n'affecte ni les expositions des

autres (ré)assureurs ni les paiements des sinistres dont ceux-ci sont redevables.

De même, en ce qui concerne le critère de substituabilité, il convient de noter, d'une part, qu'aucun (ré)assureur ne dispose d'une expertise de niche qui rendrait très difficile son remplacement à court terme par un autre acteur et, d'autre part, qu'aucun (ré)assureur ne déploie une capacité telle que celle-ci ne serait pas absorbable par le reste du marché. Ainsi, les « vides » laissés par les parts d'un (ré)assureur en faillite dans les programmes de (ré)assurance auxquels il participe seraient simplement réalloués aux autres (ré)assureurs lors du renouvellement des contrats. Au demeurant, aucun (ré)assureur n'occupe une position de monopole sur les marchés et lignes d'affaires les plus importants. En outre, la baisse des barrières à l'entrée et la concurrence croissante des marchés de capitaux en réassurance, via les capacités alternatives et notamment les « obligations catastrophes », rend cette substituabilité des capacités d'autant plus forte. Le capital est de plus en plus « fongible ».

Une approche purement « institutionnelle » ignore les spécificités des activités et opérations menées par le (ré)assureur, et partant, ne se fonde pas sur une appréciation fine des risques qui y sont liés. Or, ce sont ces activités qui déterminent si le (ré)assureur est de nature à créer un risque systémique ou à y contribuer. La (ré)assurance « traditionnelle » est intrinsèquement une activité non systémique, et un (ré)assureur qui se livre exclusivement à cette activité – même s'il est de grande taille – contribuera à la résilience du système économique et financier. Il peut y avoir en revanche des activités périphériques d'une société de (ré)assurance qui génèrent ou alimentent une crise financière, telle que la constitution d'un portefeuille de CDS à des fins de spéculation. Le cas échéant, ce n'est pas ledit (ré)assureur *per se* en tant qu'institution qui est source de risque systémique, mais bien son activité de spéculation sur les marchés financiers. Il suffit donc, dans ce dernier cas, de limiter ou d'interdire la constitution de tels portefeuilles.

Le CSF semble avoir pris conscience du caractère erroné de l'affirmation selon laquelle la (ré)assurance est intrinsèquement systémique, puisqu'il a annoncé, en novembre 2017, en concertation avec l'Association internationale des superviseurs de l'assurance (International Association of Insurance Supervisors (IAIS)), qu'il ne publierait pas, au titre de l'année considérée, de liste annuelle d'assureurs systémiques. Il a ensuite précisé en novembre 2019 que la démarche de désignation d'assureurs systémiques était suspendue jusqu'en 2022. La question de l'appréciation du risque systémique dans le secteur de la (ré)assurance est aujourd'hui « revisitée ». Le CSF et l'IAIS semblent vouloir désormais privilégier une approche « fonctionnelle », c'est-à-dire fondée sur les activités (en anglais, activity-based approach (ABA)), pour remplacer l'approche « institutionnelle » (en anglais, entity-based activity (EBA)), qui avait été introduite en 2013. Ce changement d'approche est bienvenu, car il constitue implicitement une reconnaissance légitime du caractère fondamentalement non systémique de la

(ré)assurance traditionnelle. L'approche « fonctionnelle » se focalise sur les activités de nature systémique, à l'instar de la spéculation sur le marché des CDS pour des montants supérieurs à ceux requis pour la simple couverture du risque de crédit du portefeuille d'actifs. Les autorités de supervision concentreraient ainsi tout particulièrement leurs efforts sur ces opérations, *via* une surveillance accrue et un contrôle plus strict.

## **Il faut défendre le principe d'une réglementation optimale**

On pourrait être tenté d'objecter qu'un « excès » de prudence est toujours préférable, et donc que la désignation des plus importants (ré)assureurs comme étant systémiques n'est pas nécessairement une mauvaise chose. Après tout, imposer à ces plus importants acteurs des exigences plus strictes ne pourrait qu'améliorer la stabilité du système économique et financier. En réalité, les conséquences d'une telle démarche sont négatives, car une calibration excessive des exigences

en capital pour le secteur de la (ré)assurance a un coût économique et social pour la société dans son ensemble. Cela entraîne en effet une allocation de ressources sous-optimale au niveau macroéconomique, et partant, entrave la croissance. Il faut promouvoir le principe d'une réglementation optimale, c'est-à-dire une réglementation qui établit un juste équilibre entre stabilité/solvabilité, d'une part, et efficacité/croissance, d'autre part. Le secteur de la (ré)assurance (traditionnelle) a amplement démontré sa résilience et sa capacité d'absorption des chocs liés aux risques globaux, à l'instar de catastrophes naturelles majeures, de turbulences financières ou d'accidents industriels de grande ampleur. De ce point de vue, il n'est pas opportun d'augmenter les exigences en capital pour ce secteur. Il est fondamental que la réglementation s'appuie sur une approche fondée sur les risques, et partant, n'exige pas des « surcharges » en capital injustifiées pour l'activité de (ré)assurance, qui contribue intrinsèquement à la résilience des économies et des sociétés.