

L'impact des taux bas sur l'assurance

Par José BARDAJI

Fédération française de l'assurance (FFA)

et Jean MALHOMME ⁽¹⁾

AXA France

L'environnement de taux bas a un impact sur l'assurance vie (en euros) et sur l'assurance non-vie. Si l'assurance vie est la plus touchée, elle dispose de marges pour faire face à ses engagements, mais doit accélérer sa mue, notamment au passif, en diversifiant les fonds à destination des épargnants français. La loi Pacte, adoptée cette année, apporte sa contribution en simplifiant les contrats eurocroissance et en accroissant l'attractivité de l'épargne retraite supplémentaire (les nouveaux plans épargne retraite). L'assurance non-vie est certes moins touchée, car l'ajustement périodique des cotisations permet de contrebalancer des évolutions défavorables sur les marchés financiers. Toutefois, la baisse continue des produits financiers implique d'avoir de meilleurs résultats sur le cœur du métier assurantiel. Cette évolution est d'autant plus significative que le risque traité l'est sur une longue période (construction et responsabilité civile).

Actuellement, les taux d'intérêt sont bas, et parfois même négatifs, pour l'ensemble des acteurs économiques, pour l'ensemble des maturités, et pour un grand nombre d'économies avancées. En cela, cet environnement est unique dans l'Histoire. On dit désormais que le temps n'a plus de prix, que le risque n'a plus de prix. Les explications sont doubles, à la fois structurelles et conjoncturelles. D'abord, il y a un ralentissement de la production potentielle et de faibles gains de productivité. Ensuite, il y a un surplus d'épargne face à un investissement atone, lié notamment au vieillissement de

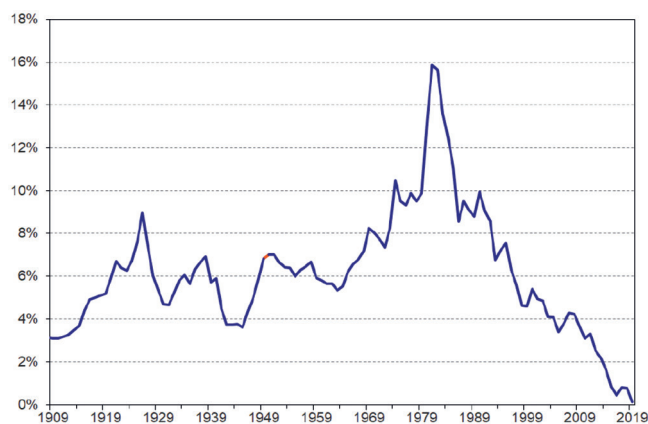


Figure 1 : Évolution des taux longs en France (sources : Friggitt, Eurostat, Banque de France).

la population. Enfin, il y a les politiques monétaires ultra-accommodantes menées depuis plusieurs années pour lutter contre le risque de déflation et éviter un scénario à la japonaise. L'action des banquiers centraux est multiple, par les taux et par la taille de leur bilan. En zone euro, le taux de dépôt est désormais à - 0,5 % et le principal taux de refinancement à 0 %. À ces taux bas/négatifs vient s'ajouter un programme d'achats d'actifs qui pèse davantage encore sur le niveau des taux dans la partie longue de la courbe des taux. Un niveau aussi faible des taux n'a jamais été observé (voir la Figure 1 ci-contre) et cette situation risque de s'installer dans la durée au regard des perspectives d'une inflation particulièrement basse (voir la Figure 2 ci-dessous).

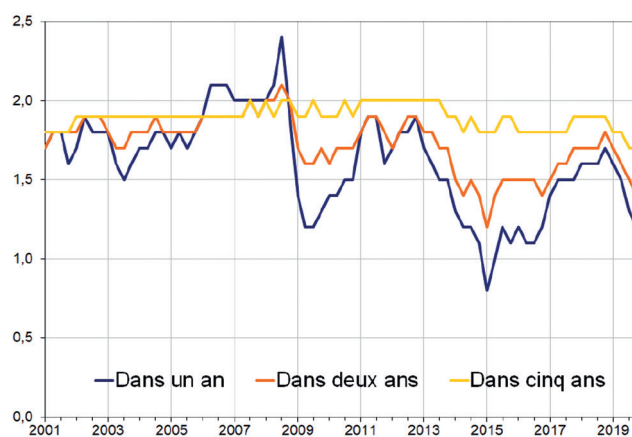


Figure 2 : Anticipations de l'inflation (source : ECB, Survey of Professional Forecasters).

(1) Les auteurs s'expriment ici à titre personnel.

Le métier de l'assurance recouvre deux modèles économiques distincts, selon que l'on évoque l'assurance vie ou l'assurance non-vie. Pour bien comprendre l'impact de l'environnement de taux bas, il est indispensable de présenter d'abord ces deux modèles, permettant ensuite de comprendre comment cet environnement impacte nos métiers et, enfin, d'entrevoir les solutions et transformations envisagées.

L'assurance vie

L'assurance vie est affectée par l'environnement de taux bas

L'assurance vie, « placement préféré des Français », est un produit d'épargne qui se compose principalement de deux types de supports. Un fonds dit en euros, qui offre une garantie du capital à tout moment. Et des supports en unités de compte (UC), qui permettent à l'assuré d'accroître son espérance de rendement en investissant dans différents actifs financiers, mais qui présentent plus de risque (il n'y a pas de garantie).

L'environnement de taux bas a mécaniquement une influence sur l'assurance vie, différenciée selon les fonds. Dans le cas du fonds euros, la garantie en capital suppose de privilégier des placements en titres obligataires. Ces derniers représentent près de 80 % des actifs (voir le Tableau 1 ci-après). Or, depuis le début des années 1980, ces titres connaissent une baisse quasi continue de leur rendement, ce qui, en raison d'une certaine inertie des portefeuilles, a permis aux assureurs d'offrir des taux de rendement (presque) toujours supérieurs aux conditions du marché. En outre, par son habilité à constituer des réserves, via la provision pour participation aux bénéfices (PPB), l'assurance vie permet une forme de redistribution intergénérationnelle (Hombert et Lyonnet, 2019). Dans le cas des fonds en UC, l'impact des taux d'intérêt bas est moindre. Il appartient alors aux assurés de procéder à l'arbitrage usuel entre rendement et risque et de modifier leur choix d'UC. Dans cet environnement de taux bas/négatifs, les UC à dominante obligataire seront délaissées au profit de titres à revenus variables qui offrent une espérance de rendements plus élevée, soit parce qu'ils contiennent un risque (action), soit parce qu'ils offrent une prime d'illiquidité (immobilier).

Classe d'actifs	Fonds euros		Fonds UC	
	Montant en Md€	Part en %	Montant en Md€	Part en %
Actions	177	9,7	184	52,8
Immobiliers	96	5,2	33	9,5
Obligations d'entreprises	750	41,1	70	20,1
Obligations souveraines	662	36,3	25	7,1
Autres (prêts, titres structurés, trésorerie...)	141	7,7	37	10,5
Total	1 825	100,0	348	100,0

Tableau 1 : Placements des entreprises d'assurance vie à fin 2018 – Champ de l'étude : entreprises régies par le Code des assurances (source : FFA).

NB : Les montants correspondent à l'actif des entreprises d'assurance vie. Exprimés en valeur de marché, ils incluent les plus-values latentes, ainsi que les fonds propres des entreprises. De ce fait, l'ensemble s'écarte des 1 692 Md€ d'encours de l'assurance vie à fin 2018.

Pour les assureurs vie, l'environnement de taux bas est pénalisant. Il tire vers le bas le taux de rendement de l'actif et le taux servi aux assurés (voir la Figure 3 ci-après). Il accroît la pression sur les marges (prélever des frais de 0,5 % est plus aisé quand le rendement servi est de 4 %, que lorsqu'il est de 2 %). Et il augmente le coût des garanties (économiquement, accorder une garantie à 0 % quand les taux sans risque sont à 4 % coûte moins cher que d'accorder la même garantie à 0 % quand les taux sans risque sont à 1 %).

L'assureur vie fait ainsi face à trois risques. Le premier risque provient de la baisse plus rapide du rendement des nouveaux actifs que du taux moyen des garanties octroyées aux assurés. Le deuxième risque émane du réinvestissement des primes et des titres échus à des rendements plus bas (voire négatifs) pour plusieurs années, générant une vulnérabilité lors d'une remontée brutale des taux qui provoquerait des moins-values latentes et des risques de rachat. Le troisième risque porte sur la solvabilité de l'assureur.

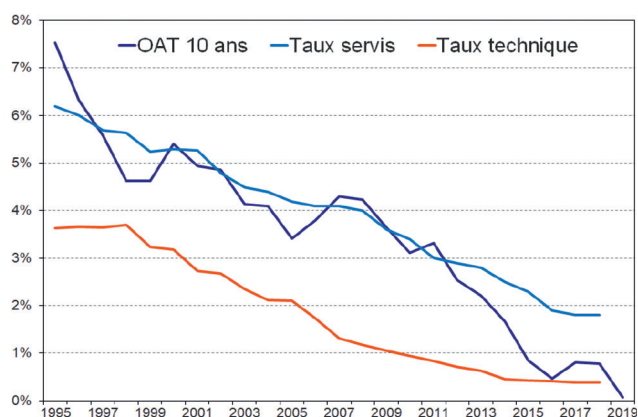


Figure 3 : Taux en assurance vie et OAT (sources : ACPR, FFA).

L'assurance vie française peut faire face à ses engagements...

Dans le cas de l'assurance vie française, les risques évoqués ci-dessus sont contenus. D'abord, les taux garantis sont faibles, de 0,4 % en moyenne. Ensuite, une remontée brutale des taux est hypothétique, tant elle compromettrait la soutenabilité des finances publiques d'un grand nombre d'économies de la zone euro. Enfin, l'assurance vie en France est solide grâce à l'ampleur des marges constituées qui atteignent, fin 2018, 16,1 % des provisions mathématiques (PM) (voir la Figure 4 de la page suivante) :

- la PPB représente 4 % des PM, un niveau deux fois supérieur à sa moyenne historique. Cette marge permettrait de verser 4 % de rendement additionnel au titre d'une année ou 0,5 % de rendement additionnel pendant huit ans ;
- la réserve de capitalisation, constituée par la réalisation de plus-values latentes sur des titres obligataires, représente l'équivalent de 1,4 % des PM ;

- les actifs en portefeuille des assureurs sont en plus-values latentes, représentant 3,3 % des PM pour les titres actions et immobiliers et 7,5 % pour les titres obligataires.

Ces dernières marges sont toutefois plus volatiles, étant liées aux éventuels soubresauts des marchés. Aussi, la chute des marchés actions au quatrième trimestre 2018 a inscrit les principaux indices boursiers en territoire négatif et a réduit les PVL des titres actions. De même, une hausse des taux d'intérêt viendrait diminuer les PVL obligataires.

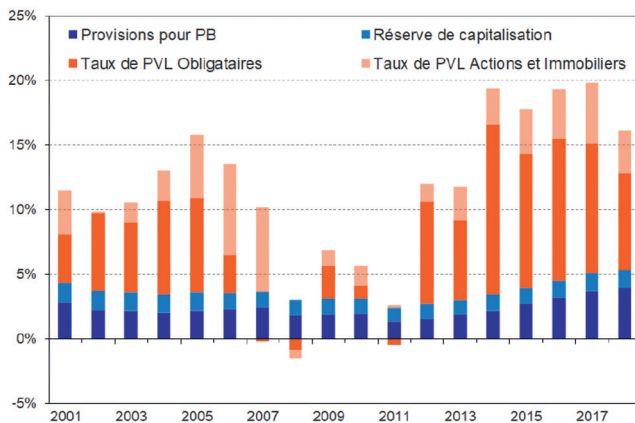


Figure 4 : Solidité de l'assurance vie (en % des provisions d'assurance vie) (sources : ACPR, FFA).

...mais elle doit accélérer sa transformation

Face à cet environnement financier adverse, l'assureur vie doit accélérer une transformation déjà engagée depuis plusieurs années. D'abord, il est amené à modifier sa politique d'investissement pour rechercher du rendement. Plusieurs solutions sont possibles comme l'allongement de la durée de l'actif, la recherche de rendements plus élevés à durée donnée, et tirer les bénéfices de primes d'illiquidité (immobilier et infrastructure). Toutefois, ces solutions sont limitées, soit par des contraintes réglementaires liées à des charges en capital particulièrement élevées, soit par la politique monétaire actuelle qui aplatis les courbes de taux.

Aussi, les assureurs vie doivent également modifier leurs passifs. Sur le stock, l'amendement « Fourgous » permet depuis 2005 de transformer des contrats en euros en contrats multisupports. Depuis lors, près de 3 millions de contrats ont été transformés, représentant un peu plus de 100 Md€, dont 30 Md€ ont été réinvestis en UC (voir FFA, 2018). Désormais, 74 % des PM portent sur des contrats multisupports, contre 59 % en 2009. Sur les flux, les assureurs promeuvent les fonds UC, mais la commercialisation de ces fonds reste encore largement dictée par l'évolution des marchés financiers. En effet, les cotisations en UC et l'indice CAC 40 évoluent historiquement de concert (voir la Figure 5 ci-contre).

Depuis peu, la profession peut également s'appuyer sur deux nouveaux produits pour diversifier son offre : d'abord, les contrats eurocroissance se situent à mi-chemin entre les fonds euros et les fonds en UC. Lancés en 2014, ces contrats n'ont pas rencontré le succès

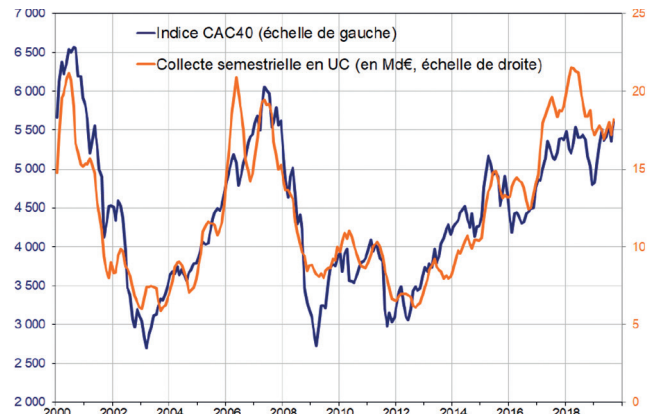


Figure 5 : Lien entre la collecte brute en UC et les marchés boursiers (source : FFA).

escompté en raison d'un environnement dégradé couplé à un contrat compliqué à expliquer aux épargnants. Les dispositions inscrites dans la loi Pacte apportent des simplifications à ce contrat qui, en offrant une garantie du capital à terme (et non à tout moment), permet d'offrir une espérance de rendement plus élevée que les fonds euros en diversifiant davantage les placements. Le plan épargne retraite est également une nouveauté introduite par la loi Pacte qui permet d'accroître l'attractivité et de simplifier l'épargne retraite supplémentaire en France. De la même manière, une épargne de long terme plus abondante serait bénéfique pour l'assuré en termes de rendement, ainsi que pour l'économie en termes de financement, car une épargne plus longue autorise des placements plus risqués (Lyonnet, 2018).

L'assurance non-vie

L'assurance non-vie est également exposée à l'environnement de taux bas

Le modèle économique de l'assurance non-vie est différent. Par une mutualisation d'un sous-ensemble de la population, il collecte d'abord des primes généralement de faible montant auprès d'un grand nombre d'assurés pour ensuite verser des prestations, parfois très élevées, auprès d'un faible nombre de sinistrés. En creux, ce mécanisme repose ainsi sur un des principes premiers de l'assurance qui correspond au *cycle inversé de production*. Dit autrement, les assureurs perçoivent d'abord les cotisations et versent ensuite les prestations. La durée qui sépare ces deux opérations est variable selon la branche d'assurance. Très courte, parfois inférieure à un an, pour les risques de dommages aux biens des particuliers. Très longue, de plusieurs années voire des décennies, pour les risques de responsabilité civile qui couvrent notamment des sinistres corporels. D'autres branches (responsabilité civile générale, construction) sont également des branches d'activité qualifiées de longues, soit parce que le règlement du sinistre s'étale sur plusieurs années (versement de rentes à la suite d'un sinistre corporel), soit parce que le sinistre intervient bien après la souscription du contrat (garantie décennale de l'assurance construction). Or, les primes versées permettent aux assureurs de constituer des provisions afin de faire face à leurs engagements. Les assureurs placent ces provisions sur les marchés financiers

qui génèrent des produits. L'examen des placements des assureurs non-vie met là encore en évidence l'importance des titres obligataires : plus de la moitié des actifs portent sur des titres obligataires d'entreprises ou souverains (voir le Tableau 2 ci-dessous).

Classe d'actifs	Montant en Md€	Part en %
Actions	69,2	28,9
Immobiliers	18,2	7,6
Obligations d'entreprises	72,3	30,2
Obligations souveraines	54,2	22,6
Autres (prêts, titres structurés, trésorerie...)	25,3	10,6
Total	239,1	100,0

Tableau 2 : Placements des entreprises d'assurance non-vie à fin 2018 – Champ de l'étude : entreprises régies par le Code des assurances (source : FFA).

La contribution des produits financiers au résultat est inégale selon les branches d'activité

Ainsi, le résultat d'une activité d'assurance non-vie peut schématiquement se décomposer en un résultat assurantiel et un résultat financier. Mécaniquement, l'environnement de taux bas a un impact sur l'équilibre entre ces deux résultats, un impact d'autant plus élevé que le résultat financier occupe une part importante, ce qui est le cas lorsque le risque est long. En effet, plus la durée qui sépare la collecte des primes du règlement des sinistres est longue, plus l'assureur peut produire des revenus financiers.

Les produits financiers des branches construction, RC (responsabilité civile) générale et RC automobile représentent respectivement 29, 16 et 14 % des primes, contre 6 % pour l'ensemble des dommages aux biens et responsabilité (voir le Tableau 3 ci-après). Plus largement, les produits financiers contribuent à rendre positifs les résultats. En 2018, ils sont supérieurs au résultat dans l'automobile, égaux dans la construction et seulement un peu inférieurs en RC générale.

	Automobile		Assurance construction	RC générale	Dommage aux biens des particuliers	Ensemble dommages aux biens et responsabilité
	Ensemble	dont RC				
Primes (en Md€)	21,7	7,8	2,1	2,8	10,6	52,0
Résultat (en Md€)	1,2	0,5	0,6	0,5	0,4	3,7
Produits financiers (en Md€)	1,3	1,1	0,6	0,4	0,3	3,1
Exprimés en % des primes	6%	14%	29%	16%	3%	6%

Tableau 3 : Primes, résultat et produits financiers en 2018 (source : État réglementaire ACPR et calculs FFA).

La baisse des taux nécessite un ajustement du modèle économique des assureurs non-vie

L'inversion du cycle de production expose les assureurs à la baisse des taux, notamment si celle-ci n'était pas anticipée. Dans ce cas de figure, pour satisfaire ses engagements et régler le coût des sinistres futurs, l'assureur a la nécessité opérationnelle et réglementaire d'accroître ses provisions, ce qui est possible par une hausse de la tarification.

Or, la baisse des taux d'intérêt n'est pas un phénomène nouveau. Depuis près de quarante ans, elle a tiré vers le

bas les produits financiers des placements et a contribué à élever le poids des provisions rapportées aux primes. À titre d'illustration, en l'espace de vingt ans, le taux de rendement des placements financiers récurrents⁽²⁾ a diminué de 300 points de base, tandis que les provisions de l'ensemble des assurances de biens et de responsabilité ont augmenté de l'équivalent de 0,7 année de primes⁽³⁾ (voir la Figure 6 ci-dessous).

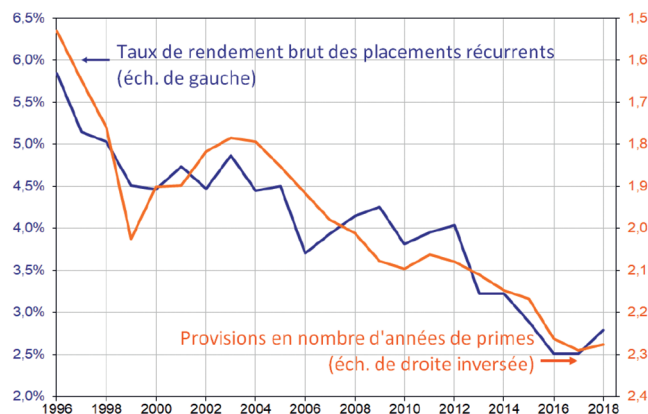


Figure 6 : Relation inverse entre rendement des placements et provisions (source : FFA).

Le même phénomène est observable pour chaque branche prise séparément, avec une illustration d'autant plus marquante que le risque est long (voir la Figure 7 ci-dessous). Les assureurs non-vie réagissent à une baisse des taux par une hausse des primes afin de reconstituer leurs provisions et de modifier l'équilibre entre résultat assurantiel et résultat financier.

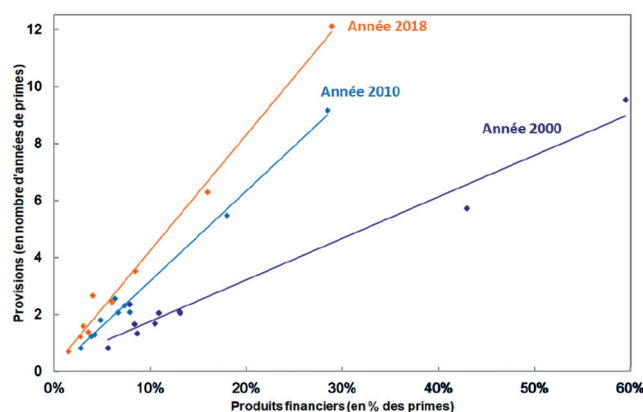


Figure 7 : Déplacement du modèle économique des assureurs non-vie (source : FFA).

Note de lecture : Chaque branche d'assurance est représentée par des points de couleur spécifiques. Les années 2000, 2010 et 2018 sont représentées respectivement par des courbes bleu marine, bleu ciel et orange.

(2) Ne sont pas prises en compte les opérations exceptionnelles de cessions de valeurs.

(3) Cette hausse n'est pas attribuable à une sinistralité particulière, car le ratio combiné correspondant au rapport entre les charges de prestations et les frais prélevés sur les primes, a même été plus favorable en 2018 qu'en 1996 (98 % contre 100 %).

L'exemple de l'assurance automobile

L'assurance automobile est constituée de garanties « dommages » et d'une garantie (obligatoire) en « responsabilité civile ». Les garanties « dommages » sont généralement de courte durée. En revanche, la garantie RC couvre les sinistres corporels qui, pour certains d'entre eux, font l'objet d'un règlement sous la forme d'une rente, ce qui induit une relation de long terme entre l'assureur et le sinistré. L'assureur doit ainsi calculer la provision correspondant à cette rente, qui est fonction d'un taux d'actualisation, lequel s'apparente à un taux d'intérêt. Si les taux venaient à diminuer, alors l'assureur serait amené à provisionner davantage. L'impact de la baisse des taux est ainsi parfaitement illustré par ces deux ensembles de garanties. Depuis vingt ans, si le provisionnement en « dommages » est relativement stable (hormis une hausse sur les trois dernières années), de l'ordre d'une demi-année de primes, le provisionnement en RC a crû continûment, représentant désormais près de six années de primes contre moins de trois en 1997 (voir la Figure 8 ci-contre). Cette hausse est principalement liée à la baisse des taux. Elle découle aussi en partie de la dynamique du coût moyen des indemnisations corporelles.

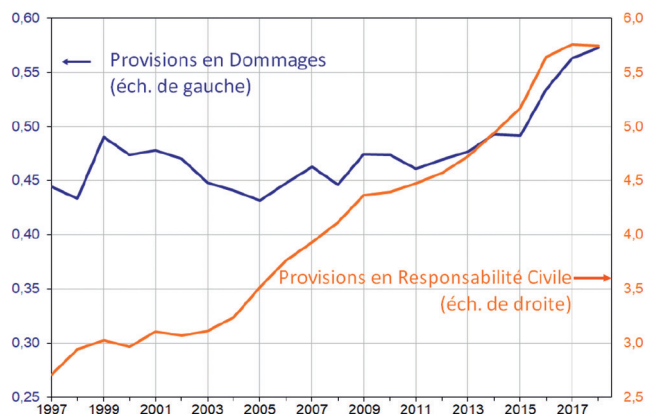


Figure 8 : Évolution des provisions de la branche automobile (en nombre d'années de primes) (source : FFA).

Bibliographie

- FFA (2018), « L'assurance française – Données clés ».
- HOMBERT J. & LYONNET V. (2019), "Can Risk Be Shared Across Investor Cohorts? Evidence from a Popular Savings Product".
- LYONNET V. (2018), "Asset-liability management in life insurance: Evidence from France".