

L'ASSURANCE ET LA TITRISATION FACE AUX TURBULENCES FINANCIÈRES

DIDIER FOLUS

Professeur, Céros¹, université Paris Ouest - Nanterre La Défense

DANIEL ZAJDENWEBER

Professeur, Céros, université Paris Ouest - Nanterre La Défense

L'assurance est une industrie traditionnellement soumise aux aléas de la conjoncture économique d'ensemble et au développement de risques accrus ou nouveaux générant une demande de protection. Le financement de cette industrie repose sur deux sources traditionnelles : les actionnaires ou les sociétaires, d'une part, les assurés – créanciers que la loi, les règles prudentielles et le régulateur protègent –, d'autre part. Depuis plus d'une dizaine d'années, la titrisation est utilisée en assurance comme une solution de financement alternative. La titrisation peut être définie comme le transfert d'un ensemble de droits sur des actifs ou des revenus industriels, du bilan de l'entreprise vers des investisseurs, en échange d'un financement (ex ante ou ex post). Les entreprises d'assurances sont utilisatrices de la titrisation à double titre : elles peuvent y recourir en tant qu'émetteur pour gérer leur exposition à certains risques et peuvent être acheteuses de titres financiers adossés à des actifs dans le cadre de leur politique d'investissement.

Dans ce contexte, il est opportun de s'interroger sur le degré d'exposition des entreprises d'assurances aux secousses financières apparues en août 2007 – crise dite des « *subprimes* » – et de tenter d'en évaluer l'impact sur l'activité et sur les résultats.

La crise financière a débuté en 2007 sur le marché américain des crédits hypothécaires dits « *subprimes* », c'est-à-dire le marché d'emprunteurs en immobilier résidentiel, économiquement trop fragiles pour accéder à des prêts *primes*. Le montant des prêts « *subprimes* » s'élevait à plus de 500 milliards de dollars aux États-Unis à la fin de l'année 2006, soit environ 20 % des nouveaux accédants à la propriété immobilière,

contre une moyenne d'environ 8 % dans les années antérieures. Leur volume a diminué en 2007, avec des émissions de l'ordre de 400 milliards de dollars. Les banques américaines – et quelques-autres – ont parallèlement développé un modèle « *originate and distribute* » consistant à accroître le volume des prêts et à en céder une partie à des fonds d'investissement, *via* le marché du transfert du risque de crédit – instruments financiers dérivés de crédit et véhicules de titrisation. Le volume notionnel des dérivés de crédit et les émissions de titres adossés à des prêts bancaires – *residential mortgage backed securities* ou RMBS et *collateralized debt obligations* ou CDO – a connu des progressions annuelles à deux chiffres (voir notamment BIS, 2008

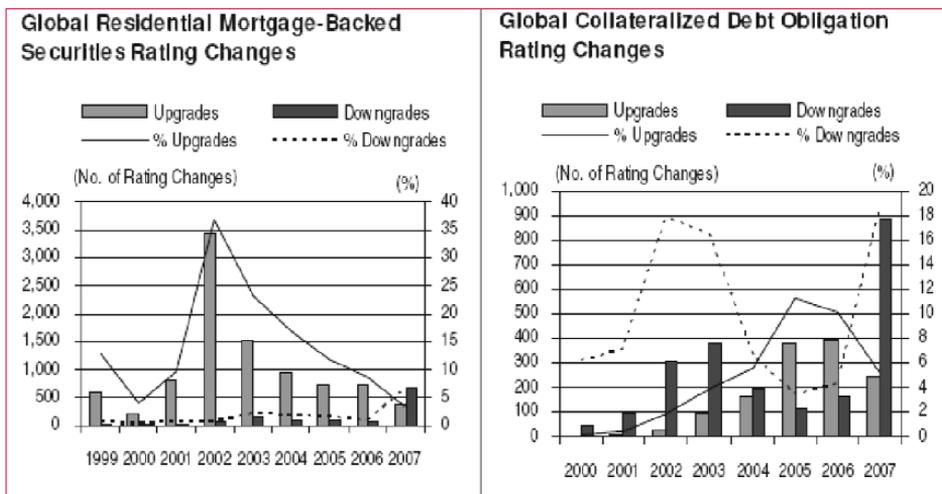
et ISDA, 2008). Ces mécanismes ont permis aux banques de céder une part importante du risque de crédit sur leurs prêts « *subprimes* » à des investisseurs recherchant une rentabilité meilleure que celle disponible dans un environnement de taux d'intérêt bas depuis plusieurs années. Mais le taux des défaillances de remboursement des emprunteurs « *subprimes* » a augmenté pour au moins trois raisons (Crouhy et Turnbull, 2008) :

- ces emprunteurs ont un ratio dette sur revenu disponible très élevé les mettant en difficulté de remboursement en cas de retournement conjoncturel ;
- ils ont souvent bénéficié d'une franchise de remboursement de deux ou trois ans mais, à partir de l'année 2007, nombre d'entre eux a dû faire face à une hausse du coût des intérêts ;
- beaucoup d'entre eux espéraient enfin pouvoir rembourser une partie de leur prêt grâce à la hausse

du prix de revente de leur bien mais le marché immobilier s'est retourné.

Ces défaillances ont conduit les agences de notation à dégrader une partie des RMBS et des CDO même les plus sûrs, des rangs AAA ou AA à un rang spéculatif (BB et parfois moins). À titre d'exemple significatif, les données récentes publiées par l'agence Fitch Ratings (Fitch Ratings, 2008) montrent une nette augmentation du nombre des dégradations de note : 684 dégradations contre 390 rehaussements de note pour les RMBS et 884 dégradations (soit près de 18 % des CDO notés par l'agence) contre 243 rehaussements pour les CDO en 2007 (voir graphiques ci-après). Ces indications sont corroborées par les publications des autres agences importantes comme Moody's ou Standard & Poor's, et il semble que certains prêts Alt-A² connaissent également des défaillances au début de l'année 2008.

Révisions de note des RMBS et CDO



Source : Fitch Ratings, 2008.

La crise du crédit « *subprime* » de fin 2007 et début 2008 s'est d'abord transmise *via* les obligations adossées à des créances devenues douteuses, puis *via* une perte de confiance des investisseurs dans ces produits et une méfiance croissante des prêteurs. Tout cela a entraîné une importante volatilité des taux d'intérêt à court terme et donné un coup de frein temporaire aux activités de titrisation³.

Le présent article se propose d'analyser les conséquences de la crise du marché du crédit sur l'industrie d'assurance.

La première section porte sur l'assureur en tant qu'entité vendeuse de garanties : l'assurance est en effet une activité *liability driven*, c'est-à-dire dont le cœur de métier implique l'estimation de passifs issus des garanties vendues à la clientèle. L'impact de la

titrisation et de la crise financière doit être envisagé d'abord sur la valeur économique de ces passifs.

La deuxième section analyse l'exposition des assureurs *via* l'actif de leur bilan : le cycle de production inversé de l'assurance génère un portefeuille de placements – actions, obligations, immobilier – dont la sensibilité aux turbulences financières impacte la valeur de l'entreprise et ses métiers. La troisième section tente une conclusion sur l'impact de la crise financière sur les fonds propres et la solvabilité des entreprises d'assurances et propose, par delà, une perspective d'évolution des métiers de l'assurance.

L'impact sur les engagements techniques

L'essentiel du passif exigible d'une entreprise d'assurances est constitué de provisions techniques représentant le montant estimatif des prestations (indemnitaires ou forfaitaires) que l'assureur versera à ses assurés sinistrés (Zajdenweber, 2006).

Ces provisions correspondent à des engagements d'assurance de dommages (biens, responsabilité) ou d'assurance vie. Le tandem titrisation/crise financière affecte par le biais des engagements :

- les assureurs qui émettent, directement ou indirectement, des *insurance linked securities*, c'est-à-dire des titres financiers adossés à des actifs ou passifs assurantiels ;
- les assureurs, souvent appelés *monolines*, ayant vendu des garanties contre les défauts de remboursement d'un émetteur de titres adossés à des actifs devenus fragiles ;
- les assureurs qui ont vendu des garanties au titre de la responsabilité civile de professionnels de la finance.

■ Le cas des assureurs émettant des *insurance linked securities*

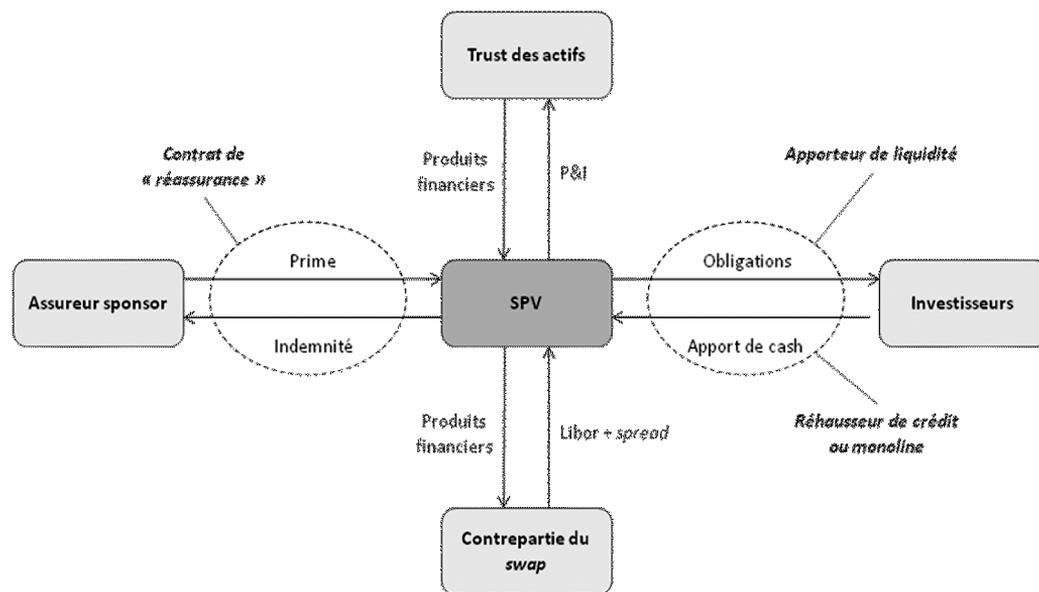
Un assureur ou un réassureur peut titriser une partie du portefeuille des risques qu'il assume, aussi

bien en dommages et responsabilité qu'en vie. Conformément aux indications du schéma simplifié ci-après, l'arrangeur de l'opération de titrisation (généralement une banque d'investissement ou un courtier spécialisé) crée une entité *ad hoc* (un *special purpose vehicle* ou SPV également appelé *special investment vehicle* ou SIV).

L'assureur sponsor (c'est-à-dire le client de l'arrangeur) est lié au SPV *via* un contrat qui le réassure en cas de survenue d'un dommage (par exemple une catastrophe naturelle). Le SPV finance cette garantie en émettant des titres obligataires en direction d'investisseurs du marché financier ; le produit de cette émission obligataire est investi dans des titres financiers de bonne qualité dont la gestion est confiée à un trust et dont les produits financiers sont échangés avec une contrepartie (généralement une banque) dans le cadre d'un contrat de *swap* : le SPV reçoit alors une rémunération indexée sur un taux de référence (tel que le Libor) et rémunère à son tour les investisseurs sur la base du taux de référence plus un *spread* lié à la qualité des obligations émises. Il est fréquent qu'un assureur *monoline* rehausse la qualité des obligations émises et qu'une banque apporte une certaine liquidité pour faciliter les échanges de gré à gré. L'investisseur encourt alors le risque que tout ou partie de ses droits (les coupons de l'obligation ou/et son nominal) ne lui soit pas payé en cas de survenue d'un sinistre d'une ampleur fixée à l'avance ; cette perte éventuelle viendrait alors financer l'indemnité que le SPV devrait à l'assureur sponsor.

Ce mécanisme est utilisé aussi bien en assurance de dommages qu'en assurance vie (Swiss Re, 2006). En matière dommages, la titrisation porte le plus souvent sur des risques de catastrophes naturelles (exemple des *catastrophe bonds*), l'objectif de l'assureur étant alors de financer sa couverture autrement que par mutualisation (Folus, 1997), plus récemment sur des risques de masse (Axa, 2005), l'objectif étant alors de couvrir le risque d'une déviation de la sinistralité du portefeuille titrisé. Dans ces contextes, la survenue d'un événement ou d'une somme d'événements, coûtant plus d'un montant prédéterminé,

Schéma simplifié d'une opération de titrisation en assurance



implique une perte partielle ou totale de l'apport initial des investisseurs. En matière d'assurance vie, la titrisation vise par exemple à monétiser les revenus futurs d'une branche d'activité, ou à couvrir le risque d'une fluctuation inattendue d'un taux de mortalité – exemple des *mortality bonds* – (Cummins, 2004). Dans les différents cas, l'opération de titrisation permet à l'assureur d'optimiser l'allocation de ses fonds propres entre branches d'activité ou zones géographiques d'affaires, compte tenu des contraintes prudentielles et réglementaires.

L'intérêt d'un investisseur d'acquérir des titres adossés à une opération d'assurance réside dans au moins trois raisons.

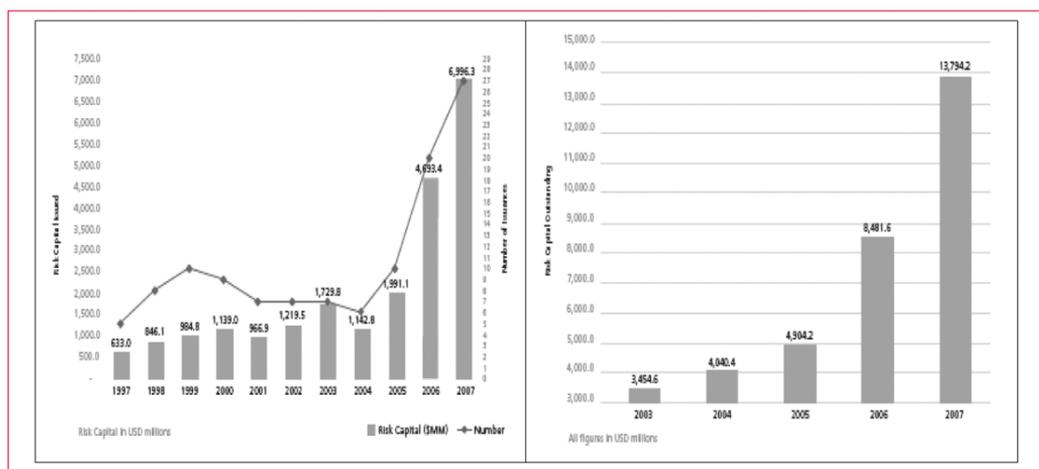
D'abord, la sensibilité d'un *insurance bond* aux fluctuations d'ensemble des marchés d'actifs financiers est faible. Sa rémunération est généralement indexée sur un taux flottant de référence, ce qui rend ce titre relativement peu sensible aux fluctuations du niveau

des taux d'intérêt. La prime de rémunération offerte par un *insurance bond* provient surtout du risque de défaut accepté par l'investisseur, ce risque étant lié à la survenance d'un événement par définition non corrélé avec les événements de crédits traditionnels. Ainsi, le couple risque/rentabilité du portefeuille de l'investisseur peut être amélioré par l'introduction d'une petite proportion d'*insurance linked securities*.

Ensuite, dans un environnement de taux d'intérêt faibles, certains investisseurs cherchent à améliorer leurs revenus *via* les produits structurés adossés à des actifs non financiers, quitte à accepter un certain niveau de risque.

Enfin, l'abondance de leurs liquidités disponibles pousse une partie des investisseurs à rechercher des produits de placement nouveaux, dans des classes d'actifs alternatives. Ces raisons ont conduit à un certain essor du marché, notamment en matière de *catastrophe bonds* (cf. graphiques ci-après).

Émissions et encours des *catastrophe bonds*



Source : Guy Carpenter Securities, 2008.

Cependant, la crise de confiance issue des déconvenues de nombre d'investisseurs en produits structurés adossés peut avoir deux conséquences pour les assureurs sponsors d'opérations de titrisation.

Premièrement, l'analyse et l'évaluation d'une obligation adossée à un actif réel sont compliquées et l'histoire récente dans le marché des « *subprimes* » a montré qu'un événement massif pouvait prendre en défaut l'analyse du *rating* du titre par les agences de notation et, peut-être même, la garantie apportée par les rehausseurs de crédit.

Deuxièmement, la faible liquidité des *insurance linked securities* rendrait leur vente très coûteuse en cas de dégagements massifs dans le marché de gré à gré. Il est donc probable que les investisseurs seront désormais plus exigeants sur la qualité des montages proposés et que le coût en intérêt s'accroisse légèrement pour les assureurs sponsors.

■ Le cas des assureurs *monolines*

Les rehausseurs de crédit, souvent qualifiés d'assureurs *monolines* ou *credit wrappers*, garantissent soit la qualité d'une notation financière (par exemple le AAA d'une dette obligataire émise par une municipalité), soit la valeur nominale de titres financiers (généralement des obligations) adossés à des actifs

(prêts immobiliers, prêts étudiants, etc.) devenus fragiles : c'est notamment le cas des *collateralized debt obligations* ou CDO émises par les banques en représentation de prêts immobiliers et des *credit default swaps* ou CDS. Les *monolines* les plus importants opèrent aux États-Unis et à partir du territoire américain, tels MBIA, Ambac, FGIC, CIFG, etc.

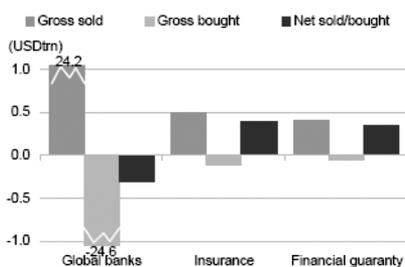
Compte tenu de leur position dans un montage de titrisation, les assureurs *monolines* sont en première ligne face aux défaillances des emprunteurs « *subprimes* » ; nombre d'entre eux sont en proie à de sérieuses difficultés financières se traduisant par une dégradation de leur propre notation par les agences de *rating*, et par de nécessaires et coûteuses augmentations de capital. Exemple significatif, le plus important *monoline* américain, MBIA, a annoncé une perte de 2,4 milliards de dollars au premier semestre 2008

Malgré cette délicate situation, les assureurs *monolines* ont développé une autre activité : la garantie des investisseurs dans le grand projet d'infrastructures, notamment dans le cadre des partenariats public/privé (les PPP). Les risques liés à cette activité en croissance ne sont pas corrélés avec ceux des garanties déjà accordées dans le cadre des titres financiers adossés aux crédits « *subprimes* ». Cette voie de diversification devrait permettre à la plupart des *monolines* de rebondir dans un avenir proche.

Cette activité de garantie financière a été également pratiquée par d'autres assureurs généralistes, puisque les données Fitch Ratings (2007) indiquent qu'assureurs et *monolines* sont des émetteurs nets de ces produits : il est à noter que l'américain AIG Financial Product représente une part considérable de la position totale des assureurs, le groupe AIG ayant annoncé une dépréciation de 11,47 milliards de dollars de ses actifs pour l'exercice 2007, notamment au titre de ses positions courtes en *credit default swaps*.

En Europe, Swiss Re annonce également une importante dépréciation de son portefeuille de *credit default swaps* au début de l'année 2008.

Montants notionnels des produits structurés de crédit par secteur



Source : Fitch Ratings, 2007.

■ Le cas des assureurs émettant des garanties RC professionnelle « *directors & officers* »

Les contrats d'assurance des mandataires sociaux (*directors & officers*) garantissent l'assuré, généralement un responsable d'entreprise, contre une demande d'indemnités provenant d'une partie prenante de l'entreprise à la suite d'un litige. Les mandataires sociaux sont les gérants, directeurs généraux, administrateurs, membres du conseil de surveillance, dirigeants de fait (directeurs financiers, etc.).

Leur mise en cause pour une erreur de gestion ou une fausse déclaration supposée entraîne leur responsabilité personnelle mais affecte également le fonctionnement et l'image de l'entreprise. Cette mise en cause peut être le fait d'un client, mais aussi d'un organe de contrôle, d'un actionnaire, etc. Le coût pour l'assureur consiste alors en des dommages et intérêts à verser, ainsi qu'en des frais de dossier (expertise, défense judiciaire, appel...).

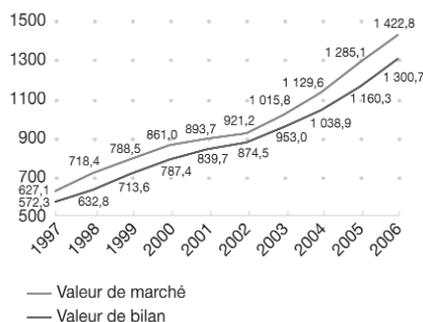
Dans le cas des banques, des sociétés de gestion de fonds et d'autres entreprises d'investissement, il est probable que de telles demandes se fondent sur la responsabilité des dirigeants quant aux choix d'investissement dans des actifs structurés désormais dépréciés. Les assureurs qui ont vendu de tels contrats, de façon importante, seront alors concernés par les conséquences judiciaires d'une crise de confiance entre les gérants et distributeurs de fonds structurés de crédit et certains de leurs clients. Les montants sont cependant difficiles à estimer et ne devraient de toute façon pas être d'une ampleur suffisante pour mettre tel ou tel assureur en difficulté.

L'impact sur les actifs de placement de l'assurance

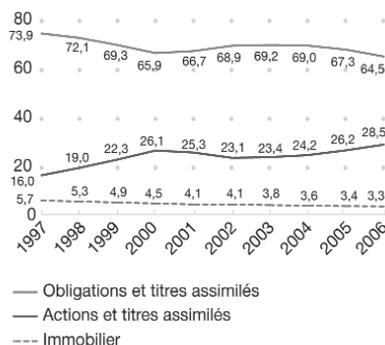
Les entreprises d'assurances et de réassurance ont un cycle de production qui les conduit à détenir un important portefeuille de placements, généralement composé d'actifs financiers (actions, obligations, titres de créances négociables) et d'une part de plus en plus faible d'actifs immobiliers. Les données fournies par la Fédération française des sociétés d'assurances (FFSA) indiquent que les assureurs français détiennent un portefeuille de placement évalué à 1 422,8 milliards d'euros à la fin de l'année 2006 (FFSA, 2007), et dont une première estimation indique un total de 1 513,6 à la fin de l'année 2007 (FFSA, 2008). La répartition de cet encours fait apparaître une part importante d'obligations et titres assimilés (*cf.* graphiques ci-après).

Les placements des sociétés d'assurances

Évolution, ensemble des sociétés
(en milliards d'euros)



Structure des placements de l'ensemble des sociétés
(valeur de bilan, répartition en %)



Source : FFSA, 2007.

À titre de comparaison, on peut citer le cas des assureurs anglais dont le portefeuille est composé d'une proportion d'actions nettement plus importante qu'en France ⁴ et celui des assureurs américains qui contient peu d'actions et beaucoup plus d'obligations et de titres du marché hypothécaire ⁵. Plus globalement, l'industrie européenne de l'assurance gère un portefeuille évalué à 6 910 milliards d'euros à fin 2006 d'après le CEA – le Comité européen des assurances qui est la Fédération européenne des assureurs et réassureurs –, celui de l'industrie américaine étant estimé à 6 365 milliards de dollars à fin 2007 selon la Fed (la Réserve fédérale américaine).

Une entreprise d'assurances peut être concernée par la crise financière à travers ses placements financiers pour au moins trois raisons :

- l'assureur peut détenir directement des titres financiers adossés à des actifs dont la qualité serait devenue douteuse ;
- l'assureur peut détenir des parts de fonds d'investissement qui ont eux-mêmes investi dans des titres adossés à des actifs désormais douteux ;
- les fluctuations des taux d'intérêt consécutives à la crise des « *subprimes* » peuvent entraîner des variations de la valeur du portefeuille d'actifs financiers de l'assureur et/ou de ses plus-values latentes.

■ Le cas d'une détention directe de produits structurés ou dérivés de crédit

En qualité qu'investisseurs, les entreprises d'assurances achètent des produits structurés de crédit – *credit linked notes*, *collateralized debt obligations* – en tant que classe d'actifs alternative. Ces produits ont, en effet, un couple risque/rentabilité et un degré de corrélation au marché financier différents des classes d'actifs plus traditionnelles. L'enquête Fitch Ratings (2007) citée *supra* montre que, hormis l'assureur américain AIG, la position nette des assureurs détenant directement ce genre de produit est assez faible. La Fed estime leur exposition aux actifs de type *mortgage* à 328 milliards de dollars à la fin de 2007, soit moins du dixième de celle des banques.

En outre, la réglementation des placements des entreprises d'assurances, bien que différente d'un pays à l'autre, prévoit généralement des contraintes telles qu'une congruence entre passifs techniques et actifs de couverture des engagements (montant, localisation géographique, devise de libellé, etc.) et limite ou interdit l'utilisation des instruments financiers

dérivés en dehors d'opérations de couverture ou d'anticipation d'un placement (c'est notamment le cas en France).

Pour ces deux raisons, il semble peu probable que les portefeuilles d'actifs de la plupart des assureurs contiennent des lignes importantes de titres adossés aux fragiles « *subprimes* ». Il est en revanche parfaitement possible qu'un assureur détienne des parts de fonds d'investissement ayant eux-mêmes acquis des produits structurés de crédit.

■ Le cas d'une détention indirecte de produits structurés ou dérivés de crédit

Les placements d'un assureur sont essentiellement constitués de titres financiers, actions, obligations et parts de fonds d'investissement (*mutual funds*, OPCVM – Organisme de placement collectif en valeurs mobilières –, etc.), plus de quelques actifs immobiliers. L'assureur gère lui-même son portefeuille ou peut déléguer la gestion d'une partie de ce portefeuille à une entreprise d'investissement spécialisée. Ainsi, *via* des titres d'OPCVM ou *via* la gestion déléguée, le portefeuille peut contenir des produits structurés de crédit, même dans l'hypothèse où aucune détention directe n'est choisie.

Le contenu précis des fonds dans lesquels l'assureur a investi – tout comme les choix détaillés d'un gérant de portefeuille – n'est pas toujours parfaitement connu de l'assureur. C'est particulièrement le cas des fonds investis en obligations et en titres de créances négociables (billets de trésorerie, certificats de dépôts, etc.). Les fonds obligataires et les fonds monétaires sont régis par des méthodes de gestion actives ou indicielles et le gérant du fonds dispose d'une certaine latitude pour effectuer ses choix ; il est donc difficile pour un assureur d'évaluer en temps réel et en permanence son exposition à la crise des « *subprimes* ». En outre, un assureur qui identifierait une position fragile en termes de risque de crédit chercherait probablement à la réduire, s'exposant

alors à un risque de liquidité au moment de céder les parts du fonds concerné, à l'image de ce qui s'est produit pour certains fonds d'investissement monétaires en août et septembre 2007 (Folus, 2008). Cette difficulté s'estompe cependant au fur et à mesure que le début de la crise des « *subprimes* » s'éloigne... et tant qu'aucun nouveau terrain de défaillances n'apparaît (segment des prêts Alt-A, titrisation des crédits de cartes bancaires...).

■ L'impact des fluctuations des taux d'intérêt et d'indices boursiers sur le portefeuille d'actifs

Le portefeuille d'actifs financiers d'un assureur étant essentiellement composé d'obligations et d'actions, il est fortement sensible à la fluctuation du niveau des taux d'intérêt et à celle des indices boursiers.

Les anticipations inflationnistes et la crise du marché du crédit de fin 2007 et début 2008 se sont traduites par une tension sur les taux d'intérêt longs et une forte augmentation des taux courts. Dans ce contexte, les assureurs proportionnellement les plus investis en obligations voient la valeur de leurs portefeuilles diminuer : les Américains plus que les Européens⁶, la vie plus que les dommages⁷. La durée des placements d'un assureur est relativement courte en assurance de dommages, nettement plus longue en assurance vie.

Dans ce second cas, une hausse du niveau des taux d'intérêt à long terme (taux des emprunts souverains plus *credit spread*) diminue la valeur actuelle du portefeuille de l'assureur, conduisant l'assureur à des dépréciations comptables. Les annonces de résultats 2007 des grandes entreprises d'assurances font apparaître des montants importants mais très variables : l'Américain AIG a déprécié pour 11,47 milliards de dollars d'actifs, les Européens Allianz et Axa ayant respectivement déprécié leurs actifs de 1,3 et 0,6 milliard d'euros, tandis que le réassureur Swiss Re a déprécié les siens pour 1,4 milliards de francs suisses.

Une fluctuation des taux d'intérêt à court terme a un impact assez réduit sur le portefeuille d'actifs financiers de l'assureur, compte tenu de sa composition. L'évolution récente (2006, 2007) des courbes de taux d'intérêt sur les principales devises de libellé des placements (dollar, euro, livre sterling) des grandes sociétés d'assurances indique une tendance à l'aplatissement (parfois à l'inversion), par suite de la hausse du niveau des taux courts, les taux longs n'ayant connu qu'une hausse relativement faible. Le second semestre de 2007 et le premier trimestre de 2008 connaissent des variations brutales du niveau des taux courts à cause de la crise de confiance qui paralyse certains segments des marchés monétaires interbancaires et à la suite des actions des banques centrales pour fournir des liquidités aux banques commerciales. Cette forte volatilité rend difficile l'évaluation des actifs de durée courte.

L'évolution des indices boursiers, enfin, a été relativement neutre en 2007, la plupart des grands indices ayant connu de faibles progressions ; les plus-values sur les cessions d'actions et les plus-values latentes ont donc été à peu près préservées sur l'exercice 2007. Cependant, les anticipations d'inflation pour 2008 et l'augmentation du degré d'aversion pour le risque des investisseurs ont engendré une baisse des indices boursiers en début d'année et une volatilité importante. Autrement dit, le risque cède la place à l'incertitude tant les prévisions de conjoncture sont variables, rendant difficile toute anticipation quant à l'évolution future des indices, et donc des plus-values.

Les assureurs de dommages, d'une part, les assureurs anglais, d'autre part, sont proportionnellement les plus exposés à l'investissement en actions.

Dans tous les cas, la comptabilisation des actifs et plus-values en juste valeur accroît la transparence des comptes puisque l'entreprise doit ajuster les valeurs publiées en fonction de l'évolution des marchés.

L'impact sur la solvabilité et sur les métiers des assureurs

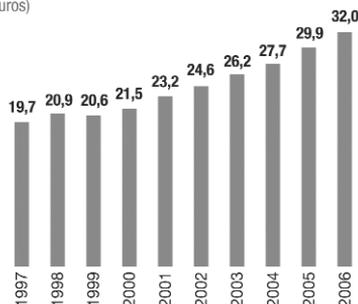
Les défaillances des crédits « *subprimes* » et la crise de confiance qui sévit sur les principaux marchés monétaires ne semblent pas avoir d'effet important sur les fonds propres des entreprises d'assurances, même si les résultats financiers pourraient pâtir de la situation. En revanche, les plus-values latentes – et donc le ratio de solvabilité – des entreprises d'assurances⁸ pourraient diminuer, notamment en cas de baisse des marchés d'actions, en plus des tensions sur les taux d'intérêt. Ces fluctuations macrofinancières, comme la croissance économique générale, influencent les lignes de métiers de l'industrie d'assurance.

■ La solvabilité et les métiers de l'assurance de dommages et responsabilité

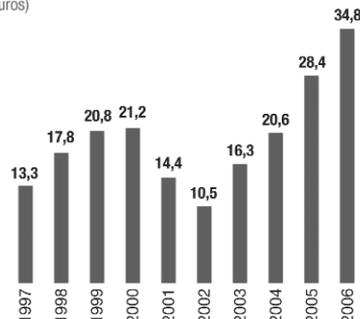
En simplifiant les choses, le ratio de solvabilité d'une entreprise d'assurance de dommages et de responsabilité doit être au moins égal à 16 % des primes ou cotisations de l'exercice ou 23 % des sinistres moyens des trois derniers exercices. Les données ci-dessous fournies par la FFSA montrent que l'assurance française des dommages couvre actuellement largement la marge réglementaire (le chiffre de 110 % en 2006 représente 6,875 fois la marge de 16 %) : la fonte d'une partie des plus-values, même importante, ne devrait pas remettre en cause la bonne solvabilité des assureurs de dommages. En outre, la baisse des marchés d'actions de la période 2000-2003 a conduit les assureurs à restaurer l'équilibre technique des contrats vendus : cet équilibre de l'exploitation rend les résultats des assureurs moins dépendants des marchés financiers.

Fonds propres, plus-values latentes et solvabilité des sociétés dommages

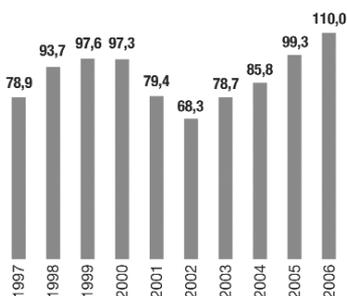
Fonds propres avant affectation des résultats
(en milliards d'euros)



Plus-values latentes
(en milliards d'euros)



Solvabilité : fonds propres et plus-values latentes/cotisations
(en %)



Source : FFSA, 2007.

En termes de métiers, les turbulences financières ne devraient pas avoir d'impact direct sur le volume d'activité, les lignes de produits ou la stratégie des entreprises : leurs déterminants sont plutôt le niveau de la croissance économique ou l'évolution des marchés de l'immobilier, de l'automobile, etc. À noter le cas particulier de l'assurance crédit, dont le ratio de sinistralité pourrait pâtir de la moins bonne conjoncture.

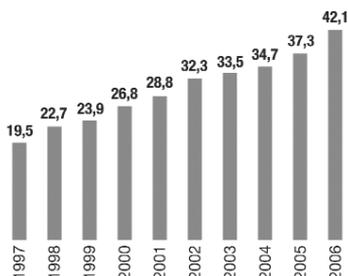
■ La solvabilité et les métiers de l'assurance vie et capitalisation

En assurance vie, le ratio prudentiel à respecter est un minimum de 4 % des engagements (en simplifiant beaucoup). Le ratio fonds propres et plus-values latentes sur provisions techniques constitue donc une

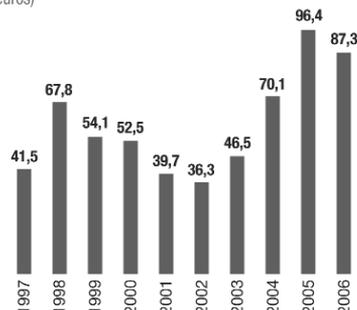
approximation de la marge de solvabilité, les données de la FFSA montrant une couverture de 2,9 fois la marge réglementaire en 2006. L'importance des plus-values latentes, égales à deux fois la valeur des fonds propres, rend l'assurance vie plus sensible à leur réduction probable : une baisse de 50 % du montant des plus-values latentes réduirait le ratio de couverture de la marge à 1,9 fois. En la matière, les assureurs vie américains sont clairement plus exposés : les deux plus importants, MetLife Inc. et Prudential Financial annoncent des moins-values latentes respectives de 2,86 et 4,45 milliards de dollars à fin 2007, sur leurs placements. 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. En outre, une éventuelle augmentation des taux longs induirait des rachats de contrats⁹ et, de fait, une diminution de la collecte d'épargne¹⁰ ; cela nécessiterait alors pour les assureurs vie les plus exposés d'augmenter leur capital... Mais il s'agit là d'un scénario extrême, dépendant plus de la conjoncture future que de la crise (presque) passée. D'une façon plus fondamentale, la valeur des engagements techniques en assurance vie dépend du niveau des taux d'intérêt et de la longévité des individus ; l'évolution des lignes d'activité de l'assurance de personnes dépend de la forme de la courbe des taux, des produits concurrents en épargne et de la répartition des rôles entre industrie d'assurance et sécurité sociale.

Fonds propres, plus-values latentes et solvabilité des sociétés vie

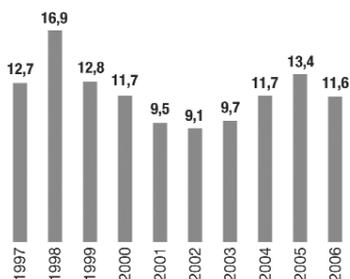
Fonds propres avant affectation des résultats
(en milliards d'euros)



Plus-values latentes
(en milliards d'euros)



Solvabilité : fonds propres et plus-values latentes/provisions techniques
(en %)



Source : FFSA, 2007.

moins directement concernés parce que leurs résultats sont d'abord liés à une diversification géographique ou à un degré d'exposition aux risques catastrophiques ; ils sont, en outre, moins présents dans les branches vie et peuvent offrir aux cédantes fragilisées par la crise des solutions pour restaurer leur solvabilité. Ceux qui auront été néanmoins touchés par la crise pourront, avec plus de facilité que les assureurs, moduler leur exposition aux crédits risqués (en racheter à bas prix par exemple), puisqu'ils ne sont pas directement engagés face aux assurés.

■ Le point de vue des investisseurs

L'évolution des cours boursiers des entreprises d'assurances et de réassurance cotées montre, que, à l'évidence, les investisseurs ont en partie dédouané ces entreprises d'une implication forte dans la crise financière. Cependant, on note une différence entre les assureurs d'Europe et ceux opérant aux États-Unis : selon les indices sectoriels et géographiques Dow Jones A.M. Best, le marché européen a sanctionné les actions des assureurs dans le sillage de celles des banques, alors qu'un certain décalage est apparu dans le cas du marché américain. L'ampleur de la baisse des cours est à peu près identique dans les deux marchés mais la remontée des cours en Europe anticipe visiblement une évolution des résultats un peu plus favorable ou un peu plus rapide. Les réassureurs sont

Finale­ment, la vie économique est faite d'une alternance de périodes calmes et de crises (Zajdenweber, 2001) et l'industrie de l'assurance surmontera d'autant mieux les turbulences financières de l'année 2008 qu'elle aura su améliorer son ratio combiné dans ses branches traditionnelles, revenir aux fondamentaux économiques pour créer des revenus durables. Les entreprises européennes, notamment celles n'étant que peu exposées aux produits structurés, devraient voir leurs métiers évoluer en fonction des anticipations économiques d'ensemble, et non pas en fonction du dénouement des difficultés actuelles dans certains marchés de crédit.

D'une façon plus générale, les soubresauts de la conjoncture, même lorsqu'ils atteignent des proportions importantes, ne sont pas de nature à remettre en cause les métiers mais plutôt à infléchir les lignes d'activité, à accroître le degré d'expertise des gestionnaires et le recentrage sur les métiers de base.

Indices boursiers Dow Jones A.M. Best Insurance

Notes



(Source : A.M. Best, 2008)

1. Centre d'études et de recherches sur les organisations et la stratégie

2. Les prêts Alt-A sont une catégorie intermédiaire entre les « subprimes » (la moins bonne qualité) et les « primes » (la meilleure qualité).

3. Le régime juridique français de la titrisation a été modernisé en 2003, 2004 et 2007, notamment les possibilités et prérogatives des fonds communs de créances en tant que special purpose vehicles.

4. Une raison importante est que le marché obligataire corporate anglais est assez peu développé.

5. Les différents compartiments du marché obligataire américain sont très développés (obligations corporate, municipales, hypothécaires, etc.) et le ratio prudentiel Risk Based Capital applicable aux États-Unis est très exigeant en fonds propres pour un assureur qui investit en actions.

6. Les portefeuilles américains contiennent une plus grande proportion d'obligations et des titres hypothécaires.

7. Les assureurs vie possèdent une proportion d'obligations supérieure à celle des assureurs de dommages.

8. En Europe, la solvabilité est mesurée par le degré de couverture du ratio prudentiel réglementaire, ou marge de solvabilité, qui s'exprime comme l'addition des fonds propres et les plus-values latentes rapportée à un pourcentage des primes ou des engagements.

9. Une hausse des taux longs incite les assurés à racheter leurs contrats pour investir leur épargne à un taux plus élevé. Une baisse des taux à long terme accroît au contraire la valeur actuelle des placements et des engagements techniques et incite les assurés à abonder leurs contrats anciens à taux de capitalisation minimal garanti si ce dernier est supérieur au taux du marché (ce contexte est de plus en plus rare, la réglementation ayant évolué dans les années 1990).

10. La FFSA annonce une baisse de 10 % de la collecte d'épargne au premier semestre 2008, notamment à travers les contrats en unités de compte. A titre d'exemple significatif, la CNP, premier assureur vie en France, annonce une diminution de 22,1 % de son chiffre d'affaires au premier trimestre 2008.

Bibliographie

- AXA, « Titrisation d'un portefeuille français d'assurance automobile de particuliers », décembre, 2005, site internet www.axa.com
- BANK OF INTERNATIONAL SETTLEMENTS, « Credit Risk Transfert : Developments from 2005 to 2007 », April, 2008, pp. 1-79.
- BEST, A.M., « A.M. Best Insurance Indexes », 2008, disponible sur le site www.ambest.com
- CROUHY, M. ; TURNBULL, S.M., « The Subprime Credit Crisis of 07 », Special paper, Economic research, Natixis, March, 2008, pp. 1-26.
- CUMMINS, J. D., « Securitization of Life Insurance Assets and Liabilities », The Wharton Financial Institutions Center, The Wharton School, 2004, pp. 1-49.
- FFSA, *L'assurance française en 2006*, Fédération française des sociétés d'assurances, Paris, 2007.
- FFSA, *Assurer*, n° 107, janvier, Fédération française des sociétés d'assurances, Paris, 2008.
- FITCH RATINGS, « CDx Survey », July, 2007, pp. 1-16.
- FITCH RATINGS, « Fitch Ratings 1991-2007 Global Structured Finance Transition and Default Study », 2008, pp. 1-36.
- FOLUS, D., « La titrisation des risques assurantiels », thèse, université Paris-Dauphine, 1997, pp. 1-460.
- FOLUS, D., « Actifs monétaires de placement », in *Lamy Patrimoine*, Lamy, mai, 2008.
- GUY CARPENTER SECURITIES, « The Catastrophe Bond Market at Year-End 2007 : The Market Goes Mainstream », 2008, pp. 1-48.
- ISDA, « 2007 Mid-Year Market Survey », 2008, disponible sur le site www.isda.com
- SWISS RE, « Securitization – new opportunities for insurers and investors », Sigma, n° 7 of 2006, Zurich, 2006, pp. 1-40.
- ZAJDENWEBER, D., *Économie et gestion de l'assurance*, Economica, Paris, 2006.
- ZAJDENWEBER, D., *Économie des extrêmes*, Flammarion, Paris, 2001.

