

LES ASSUREURS EUROPÉENS FACE À LA CRISE ACTUELLE

OLIVIER MAREUSE

Directeur des investissements, CNP¹ Assurances

La crise financière qui se déroule depuis le mois d'août 2007 est marquée par une certaine résistance des sociétés d'assurances. Ce constat est tout particulièrement observé par comparaison avec l'autre grand secteur financier, les banques, qui sont, elles, beaucoup plus durement touchées. C'est en quelque sorte l'inverse de la crise financière précédente, celle de 2001-2003. À l'époque, les sociétés d'assurances, notamment les firmes européennes, avaient été fragilisées ; plusieurs d'entre elles, de premier plan, avaient dû recourir à des augmentations de capital dans l'urgence pour reconstituer leur solvabilité. Dans la crise actuelle, les recapitalisations ont concerné à ce jour de nombreuses banques, mais aucun assureur en Europe.

La présente crise, par son ampleur et sa durée, atteint à des titres divers l'ensemble des compartiments des marchés financiers. Mais elle se caractérise plus spécifiquement par des tensions exacerbées dans deux domaines :

- la très forte dépréciation des titrisations, notamment celles basées sur les créances hypothécaires américaines ;
- l'assèchement radical de la liquidité sur de vastes segments des marchés.

Or, ces deux manifestations principales de la crise concernent moins les assureurs que les banques.

La dépréciation des titrisations : l'exposition limitée des assureurs européens

Certes, la dépréciation des produits de titrisation affecte les assureurs européens, mais dans des proportions qui semblent supportables.

Selon une étude de Raymond James Euro

Equities (avril 2008) portant sur les grandes sociétés d'assurances européennes cotées, les titrisations liées aux créances hypothécaires « *subprimes* » aux États-Unis représentaient en moyenne 0,4 % des placements de ces entreprises. Les expositions varient selon les assureurs de 0 à 1,9 % des placements (hors unités de compte).

Selon la même étude, les CDO (*collateralized debt obligations*) et CLO (*collateralized loan obligations*), qui recouvrent d'ailleurs des créances sous-jacentes de nature et de qualité très diverses, représentaient en moyenne 0,6 % des placements de l'échantillon.

Ces expositions sont donc très limitées. Pour les entreprises d'assurance vie, cela devrait permettre d'absorber l'essentiel des dépréciations des actifs correspondants dans le cadre des mécanismes de participation des assurés aux résultats.

De plus, les assureurs sont des investisseurs de long terme qui ne sont pas dans l'obligation de céder rapidement leurs actifs de titrisation : les pertes « réelles » qu'ils enregistreront *in fine* sur ces actifs correspondront aux défauts de paiement effectifs et non à la dépréciation enregistrée *marked-to-market*. Or, les valorisations *marked-to-market* des divers produits de titrisation intègrent, dans le contexte de marché actuel, des décotes liées à la disparition de la liquidité sur ces véhicules.

Pas de *stress* de liquidités pour les assureurs...

L'assèchement de la liquidité sur les marchés financiers ne met pas en difficulté les entreprises d'assurances. Contrairement aux banques, les assureurs n'ont pas un besoin permanent d'accès à la liquidité du marché pour se refinancer. Comme on le sait, les flux financiers liés à l'activité d'assurance sont « inversés » par rapport à d'autres secteurs : les assureurs collectent d'abord des cotisations auprès de

leurs clients, puis les investissent. Ils disposent donc naturellement d'un *cash-flow* net positif qu'ils doivent investir.

Il n'existe pas à ce jour de définition d'un « ratio de liquidité », mesure commune de la liquidité pour les sociétés d'assurances. Un indicateur de ce type serait d'ailleurs intéressant et utile. Il pourrait consister à comparer les actifs « très liquides » (emprunts d'État, placements à échéance de moins d'un an, etc.) détenus par les firmes à une estimation de leur besoin de *cash* dans des hypothèses de *stress*.

Les mesures empiriques et les éléments communiqués par les entreprises d'assurances montrent clairement que la position des assureurs en matière de liquidité reste confortable. Ces constats sont donc plutôt rassurants sur la capacité des assureurs à « faire face » à la crise actuelle : exposition limitée aux titrisations les plus dépréciées, pas de *stress* de liquidité.

... En revanche, une sensibilité à la baisse des marchés d'actions

Néanmoins, les assureurs demeurent sensibles à la baisse des marchés d'actions.

La crise financière s'est, depuis l'été 2007, peu à peu diffusée à l'ensemble des segments des marchés financiers. Tandis que les banques centrales ont pris des mesures pour assurer la liquidité des banques, la crise de liquidité s'est transformée, début 2008, en une crise économique et boursière. Dans ce contexte, les assureurs subissent, en premier lieu, une dévalorisation importante de leur portefeuille obligataire hors emprunts d'État : cela concerne les titrisations et les produits structurés de crédit évoqués précédemment mais aussi, et plus largement, les obligations privées. De février 2007 à mars 2008, le *spread* moyen des obligations d'entreprises notées BBB est passé de 114 à 323 points de base. C'est un élargissement de plus de 200 points de base, ce qui correspond à peu près au scénario de *stress* envisagé

dans les études quantitatives d'impact (QiS3, QiS4) menées dans le cadre de Solvabilité II. Les entreprises d'assurances sont confrontées simultanément à une dévalorisation de leurs portefeuilles d'actions. Les marchés d'actions avaient pourtant relativement bien résisté à la crise jusqu'à la fin de 2007. Après une baisse marquée en août, ils s'étaient bien repris en octobre et l'année 2007 se terminait sur des performances positives. En revanche, ils ont connu, au premier trimestre 2008, un recul rapide et prononcé. L'indice Euro Stoxx 50 a perdu plus de 17 % en trois mois. Une poursuite de la baisse pourrait faire réapparaître, pour les assureurs, des problèmes similaires à ceux qu'ils ont connus en 2002-2003.

Les assureurs sont des investisseurs à long terme en actions, en principe à même de supporter la volatilité des cours. Mais le niveau des engagements que portent les assureurs au passif définit des « seuils » en deçà desquels la baisse des marchés d'actions réduit leur solvabilité. C'est ce qui s'est produit fin 2002, début 2003. Certains assureurs ont alors été conduits, au moment même où les marchés touchaient au plus bas, à réduire leurs positions en actions, parfois massivement. Cela n'est pas le cas jusqu'à présent, d'autant que les assureurs ont tiré les leçons de la crise précédente. Les parts investies en actions sont plus limitées, plus compatibles avec la capacité à résister à des chocs de marché. En moyenne, la part des actions dans les portefeuilles des grands assureurs européens cotés était de 11 % fin 2007 (source : Natixis Securities), soit un niveau sensiblement plus faible qu'en 2002.

La nécessité de limiter des effets procycliques

La régulation prudentielle et comptable de l'assurance doit contribuer à limiter les effets procycliques. Des travaux de refonte majeurs sont en cours qui vont renouveler la régulation de l'activité d'assurance en Europe à la

fois au plan prudentiel (Solvabilité II) et au plan comptable (IFRS ² 2). De ce point de vue, l'enchaînement de la crise actuelle vient nous rappeler combien il est important d'éviter de favoriser les comportements procycliques.

Ne pas susciter des mécanismes d'accélération procycliques susceptibles d'accentuer les difficultés des assureurs quand les marchés sont en crise – et donc d'intensifier lesdites crises de marché – devrait, plus que jamais, constituer l'un des objectifs majeurs de ces réformes.

Le projet de directive Solvabilité II avait intégré cette préoccupation en distinguant deux niveaux de capital : le capital cible (SCR) et le capital minimum (MCR). Il est ainsi prévu que les sociétés d'assurances puissent s'éloigner provisoirement du SCR, par exemple, en cas de grave crise de marché, dès lors que le MCR reste, lui, disponible. Il est important que Solvabilité II conserve cette logique et que le MCR ne soit pas trop proche du SCR, notamment en cas de dégradation de l'environnement de marché.

Les normes IFRS, dans leur application au secteur de l'assurance, doivent de leur côté reconnaître les assureurs comme des investisseurs de long terme.

La crise actuelle montre à quel point il est important que certains acteurs de marché gardent la faculté de juger le couple rendement/risque des actifs, non pas seulement dans la perspective de l'évolution de leurs cours, mais dans l'optique d'une détention longue. Il s'agit alors d'apprécier, non plus le risque immédiat d'une nouvelle dépréciation, mais les *cash flows* futurs que génèreront le titre en question et la probabilité de remboursement au terme.

La position *held to maturity* (HTM) répond certes en théorie à cette préoccupation. Mais elle est assortie d'une grande rigidité. Par exemple, toute vente de titres classée HTM avant leur arrivée à échéance entraîne des sanctions comme la déqualification de tout le portefeuille HTM.

Une réappréciation des risques et de leur rémunération

La crise actuelle comporte certains aspects qui peuvent être positifs pour les assureurs. En particulier, on assiste à une reconstitution des primes de risque sur les marchés pour les différentes classes d'actifs : des *spreads* substantiels se sont reconstitués sur les obligations des banques, des entreprises, et même de certains émetteurs souverains en fonction de leur niveau d'endettement. Ce mouvement est douloureux pour les porteurs de titres (y compris, les assureurs !) ; il est complètement chaotique (sur des marchés disloqués et peu liquides) et comporte des exagérations évidentes. Mais cette reconstitution des primes de risque vient aussi corriger une situation aberrante de faible rendement généralisé et d'écrasement des *spreads*.

Pour les assureurs, en particulier ceux qui disposent d'un *cash-flow* régulier à investir et qui doivent le

placer à long terme, la situation qui prévalait sur les marchés en 2005-2006 n'était pas si confortable : elle conjugait des taux d'intérêt à long terme bas et des niveaux de rémunération à peine différenciés selon les risques pris.

Conclusion

Ainsi, les assureurs européens semblent pouvoir plutôt bien résister à la crise financière actuelle, sous réserve naturellement que celle-ci ne prenne pas des proportions beaucoup plus importantes et n'entraîne alors une crise profonde et durable de l'économie « réelle ». À cet égard, le comportement des marchés d'actions demeure un élément déterminant pour les assureurs.

Notes

1. *Caisse nationale de prévoyance*
2. *International Financial Reporting Standards*