

LES ASSUREURS FACE À LA CRISE : QUELS ENSEIGNEMENTS ?

JEAN AZÉMA

Directeur général, Groupama S.A.

La crise économique et financière a – à quelques rares exceptions près – épargné les groupes d'assurances. Non qu'ils aient été plus chanceux, ou plus habiles, mais parce qu'ils n'exercent pas le même métier que les banques et que leur exposition aux classes d'actifs structurés les plus risquées est demeurée faible.

Pour autant, l'analyse et les enseignements de cette crise poussent à une extrême vigilance face aux réformes réglementaires qui se profilent pour les sociétés d'assurances.

Alors que les méthodes de valeur en risque se sont révélées côté bancaire totalement inadaptées pour prévoir réellement le coût de la crise dans les scénarios extrêmes, le même projet de directive Solvency II fonde toutes les mesures de risque sur cette méthode.

Le métier d'assureur est basé sur la confiance des assurés. Il apparaît donc urgent de se donner du temps pour éviter de mettre en place de nouvelles normes qui poseraient davantage de problèmes qu'elles n'entendent en résoudre.

La crise économique et financière : rappel des événements

Après des années d'augmentation des prix de l'immobilier et de baisse des taux aux États-Unis, la hausse par la Réserve fédérale de ses taux directeurs de 1 à 5,25 % entre 2004 et 2006, dans le but de contenir les tensions inflationnistes, a provoqué l'insolvabilité des emprunteurs les plus fragiles endettés à taux variable et a déclenché, à partir de 2006, l'effondrement du marché immobilier américain sous l'effet de l'afflux de biens saisis mis en vente.

La baisse de valeur des habitations à un niveau inférieur au montant des crédits qu'elles garantissaient a entraîné la faillite de plusieurs établissements spécialisés dans les prêts hypothécaires à risque. Face à cette débâcle, le système bancaire qui avait financé ces établissements spécialisés a demandé des remboursements anticipés, que ces derniers ne pouvaient satisfaire, accélérant les faillites.

Les crédits hypothécaires à risque (« *subprimes* ») ayant été largement financés par le recours à la titrisation, la crise affectant ces crédits a jeté la suspicion sur l'ensemble des véhicules de titrisation, spécifiques (RMBS, *residential mortgage backed securities*) ou diversifiés (CDO, *collateralized debt obligations*), entraînant la désaffection des investisseurs.

Les fonds d'investissement qui avaient investi dans les créances titrisées devenues illiquides se sont

trouvés en grande difficulté ; cela les a conduits à des ventes massives de leurs actifs liquides provoquant la chute des marchés à primes de risque (actions, dette hybride, marchés émergents, etc.).

Ces fonds ayant eu recours à l'effet de levier financé par les banques, le risque de défaut sur les crédits correspondants conduisait *de facto* à une réinter-nalisation, au moins partielle, dans les bilans des banques de risques supposés cédés aux marchés, augmentant le sentiment de défiance à l'égard de ces dernières.

L'incertitude sur l'exposition réelle directe et indirecte de chacun des établissements de crédit au risque des « *subprimes* » a suscité une véritable crise de confiance entre banques qui s'est traduite par une forte hausse des taux d'intérêt sur le marché inter-bancaire. Ces tensions sur le marché interbancaire, couplées au gel de toutes les opérations de titrisation, ont fait peser un risque de liquidité sur les établissements de crédit qui ont, à leur tour, soldé leurs actifs liquides accentuant les mouvements de baisse des marchés.

La menace d'une attitude plus restrictive de ces mêmes établissements en matière d'octroi de crédits (hausse des taux, sélectivité accrue, etc.) devrait peser sur la consommation des ménages et l'investissement des entreprises, créant un effet de contagion de la crise financière à l'économie réelle.

Le scénario de croissance nulle aux États-Unis et d'un très fort ralentissement en Europe, associé à un redémarrage de l'inflation – et donc à une remontée des taux longs – et à une flambée des prix de matières premières, est aujourd'hui le plus probable.

Les conséquences pour les sociétés d'assurances

Tandis que la crise économique et financière a manifestement concerné toute la deuxième moitié de l'année 2007, l'examen des comptes annuels 2007 publiés par les groupes d'assurances montre que, à quelques rares exceptions près, ils ont été assez largement épargnés

par la crise. Cet avantage n'est pas dû au fait qu'ils aient été plus chanceux ou plus adroits pour esquiver la crise mais, simplement, les groupes d'assurances exercent un métier différent de celui des établissements bancaires dont la vocation est de distribuer des crédits. En l'occurrence, leur exposition aux classes d'actifs structurés les plus risquées est demeurée mineure.

En assurance de dommages aux biens et de responsabilité civile, le métier de l'assureur est de gérer l'aléa, c'est-à-dire de le circonscrire, le mesurer et le manager, en utilisant toutes les techniques de mutualisation, de diversification, de dilution, de compensation et de dispersion. En assurance de personnes, l'assureur effectue une prestation de gestion financière pour le compte des assurés qui ont placé leur épargne en assurance vie. En conséquence, la politique de placement des assureurs consiste en une allocation d'actifs très fortement contrainte par des considérations de gestion actif/passif privilégiant des investissements sélectifs et prudents sur des instruments financiers dont ils maîtrisent bien les performances et la valorisation et propres à assurer des rendements sur le moyen/long terme avec des risques contrôlés.

Si, certainement, la crise économique pèsera sur la croissance (notamment en épargne) des groupes d'assurances, sur leur sinistralité en dommages (les entreprises ayant tendance dans les périodes difficiles à resserrer leurs coûts et à réduire leurs dispositifs de prévention) et sur leur solvabilité (la baisse des marchés et la remontée des taux longs réduisant leurs plus-values latentes), ils resteront relativement préservés des conséquences de la crise financière.

Les enseignements de la crise

Il est toujours difficile et audacieux de tirer des enseignements définitifs au milieu du gué. L'analyse du phénomène de développement de la crise montre toutefois qu'elle a été largement alimentée et amplifiée par le développement des techniques de financement (les titrisations), le rôle

des agences de notation (manque de clairvoyance) et l'application des nouvelles normes comptables (l'utilisation de la *fair value*, pilier des normes IFRS, *International Financial Reporting Standards*) et prudentielles (Bâle II).

Les normes prudentielles – dites de Bâle – en contraignant les banques à un niveau minimal de fonds propres et en exigeant une couverture accrue des actifs à risques les a conduites à sortir ces actifs de leur bilan en recourant massivement à la titrisation, modifiant ainsi fondamentalement leur modèle de développement. Ainsi, mieux protégées contre un retournement de l'immobilier résidentiel, elles ont adopté une attitude moins prudente dans l'octroi des crédits hypothécaires et en ont diminué les prix, d'autant que les créances correspondantes, censées être sorties de leurs bilans, n'étaient plus soumises au contrôle prudentiel des autorités de supervision bancaire. Le développement trop rapide des produits structurés s'est, en outre, produit sans création d'un véritable marché secondaire, l'investisseur étant censé conserver ses titres jusqu'à maturité.

Cette absence de marché organisé a eu plusieurs conséquences aggravantes.

D'abord, la rareté des échanges sur ces produits ôte toute pertinence à leur « valeur de marché », référence préférentielle pour l'évaluation en juste valeur des instruments financiers selon les normes IFRS.

Ensuite, si, dans l'absolu, les transactions peuvent être aussi efficaces de gré à gré que sur un marché organisé, le prix de transaction ne résultant pas de l'équilibre entre offre et demande, mais de la bonne volonté des teneurs de marché à donner une cotation, dès lors qu'ils s'y refusent parce qu'ils s'estiment devenus incapables de valoriser correctement les risques attachés aux produits, le marché disparaît totalement.

Enfin, les modèles de valorisation, tant des établissements bancaires que des agences de notation, reposant sur l'hypothèse de marchés sous-jacents larges, liquides, et à références de cours incontestables, lorsque toute liquidité disparaît – et, avec elle, toute

valeur de marché – la valeur de modèle à laquelle se réfèrent ces organismes devient tout aussi peu pertinente.

Les agences de notation, qui notaient les véhicules de titrisation après avoir participé par des prestations de conseil à leur structuration, ont sous-évalué les risques réels, accordant fréquemment la notation maximale AAA. Elles ont en plus tardé à réagir, ne dégradant les notations que brutalement, une fois le marché effondré, participant ainsi à l'aggravation de la crise. Les mêmes normes prudentielles Bâle II prescrivent, en effet, aux établissements qui ne possèdent pas de modèles internes de calculer le niveau de fonds propres pondérés requis en s'appuyant sur les notations des agences.

En comparaison des autres institutions financières, les sociétés d'assurances ont été relativement préservées de cette crise qui touche les économies occidentales depuis le milieu de l'année 2007. Tôt ou tard, elles seront cependant confrontées à un choc de sinistralité, tel que celui qui vient d'affecter le secteur bancaire, et les réformes réglementaires qui se profilent les concernant sont, au regard de l'analyse que nous venons de conduire, extrêmement préoccupantes car elles contiennent tous les ingrédients qui ont conduit à accentuer la crise des « *subprimes* » pour les banques.

Tout d'abord, alors qu'il n'existe aucun marché – pas même de gré à gré – des passifs d'assurance, les réflexions conduites par l'IASB (*International Accounting Standards Board*) sur la norme IFRS 4 phase II pour la valorisation au bilan des provisions techniques des entreprises d'assurances tournent exclusivement autour de la notion de valeur de transfert, c'est-à-dire une valeur modélisée de ce que serait la valeur de marché si un tel marché des passifs d'assurance existait.

En outre, en prônant l'évaluation séparée et indépendante de chacun des postes du bilan, les normes IFRS nient la réalité de la gestion actif/passif qui s'est révélée si protectrice pour les assureurs dans la crise.

Ensuite, alors que par la réforme des règles prudentielles devenues obsolètes, la Commission européenne vise à compléter la création d'un marché unique de l'assurance et à renforcer la compétitivité

de l'industrie de l'assurance européenne, il est paradoxal de constater que les projets qui sont aujourd'hui en discussion recèlent, par plusieurs aspects parfois même accentués, les travers des réglementations qui ont tant pénalisé les établissements de crédit dans la tourmente.

Alors que la profession bancaire avait habilement négocié, lors du lancement du chantier Bâle II, afin que cette réforme ait lieu sans augmentation de l'exigence globale de fonds propres pour le secteur, les assureurs n'ont pas eu la même revendication ; ainsi, les études quantitatives d'impact laissent entrevoir des augmentations substantielles de leurs exigences de marge avec Solvency II qui les pousseront, à leur tour, à extérioriser les risques de leurs bilans.

Par ailleurs, les méthodes de valeur en risque s'étant révélées côté bancaire totalement inadaptées pour prévoir réellement le coût de la crise dans les scénarios extrêmes, le même projet de directive Solvency II fonde toutes les mesures de risques sur cette méthode, avec l'effet aggravant d'un horizon court (un an), pénalisant indûment les passifs et actifs longs, facteurs manifestes de stabilité économique et financière.

Solvency II prévoit enfin l'utilisation des notations des agences pour l'évaluation du risque de contrepartie avec un effet exponentiellement dépendant de la note. Lorsque ces agences dégraderont brutalement les notations des réassureurs, la conséquence immédiate sera une augmentation considérable des exigences de marge des assureurs au titre de la couverture du risque de contrepartie.

Autant le recours aux méthodes de valeur en risque ainsi que le mécanisme de notation sont par

nature procycliques, autant le rôle des investisseurs à long terme – au premier rang desquels les assureurs – est fondamentalement stabilisateur et contracyclique. C'est ce type d'acteurs qui fait cruellement défaut dans la crise actuelle.

L'argument des tenants des nouvelles normes est bien connu : « *Ce n'est pas le thermomètre qui provoque la fièvre...* » (Danjou et Gélard, 2008) ; pourtant, c'est bien lui qui permet d'identifier immédiatement les acteurs les plus malades. Cet argument est recevable à condition que le thermomètre ne fasse pas passer le patient pour plus malade qu'il n'est. Forcer à la dépréciation, sur la base de valeurs de marché ou de modèles irréalistes, des actifs dont le remboursement est certain et que leur détenteur a – du fait de la durée de ses passifs – la capacité de porter jusqu'à leur terme est une aberration.

L'enjeu crucial dans l'exercice du métier d'assureur, c'est la confiance des assurés. Au vu de ce qui s'est passé depuis plusieurs mois, il est impératif de prendre le temps de tirer tous les enseignements des contre-coups de la crise des « *subprimes* » sur le secteur bancaire et de vérifier, par des études d'impact, si les schémas que ces nouvelles normes visent à mettre en place ne vont pas produire *in fine* plus de problèmes que de solutions.

Bibliographie

DANJOU Philippe et GÉLARD Gilbert, « Crise du « *subprime* » : la juste valeur n'est pas coupable », *Les Échos*, 19 février, 2008.