



LES MARCHÉS EUROPÉENS DE L'ASSURANCE-VIE

AURÉLIE BOUBEL *
BRUNO SÉJOURNÉ **

Il est aujourd'hui entendu que le vieillissement de la population fait peser de lourdes craintes sur l'avenir des différents systèmes de retraite en Europe. Dans le cadre des régimes fonctionnant en répartition, se pose notamment la question du niveau futur des pensions servies par le régime de base. En l'absence de visibilité dans ce domaine, il est légitime que ceux qui se sentent exposés à une diminution de leurs revenus futurs cherchent à se prémunir en souscrivant à des systèmes complémentaires ou sur-complémentaires gérés en capitalisation. Sous différentes formes, individuelles ou collectives, de tels régimes complémentaires par capitalisation ont d'ores et déjà été adoptés dans un certain nombre de pays, qu'ils apparaissent selon les modèles économiques comme étant un pilier majeur du système de retraite, ou que leur rôle soit pour l'instant maintenu dans une certaine marginalité. Les fonds de pension et l'épargne salariale se sont par exemple progressivement imposés comme des supports à cette épargne de prévoyance.

Dans la plupart des pays européens, l'assurance-vie bénéficie de cette même dynamique : ses caractéristiques en matière d'horizon de placement, de rendement, de diversification, d'avantages fiscaux et de réversion en font un actif accumulable dans une optique de retraite complémentaire et de transmission. C'est sur le développement de cet actif et sur quelques-unes de ses conséquences que porte notre étude, à partir d'un échantillon de huit pays européens : l'Allemagne, l'Autriche, l'Espagne, la Finlande, la France, l'Italie, les Pays-Bas et le Royaume-Uni¹. Leur part de marché cumulée s'élève à près de 85 % du total des encours recensés par le Comité Européen des Assurances (CEA) au sein

* CDC Ixis.

** Université d'Angers et CDC Ixis.

Les auteurs remercient A. Quéron pour sa contribution à l'élaboration de la base de données ainsi que les rapporteurs de la *Revue*.



de 29 pays européens. Dans ce sous-ensemble représentatif, les ménages avaient placé à la fin de 1999 environ 2860 Md€ en produits d'assurance-vie, soit 20 % de leur patrimoine financier (hors actions non cotées). Ceci positionne les assureurs devant les fonds de pension, qui ne captaient à la même date que 16,5 % du patrimoine financier des ménages des huit pays.

Après avoir évalué l'état du marché de l'assurance-vie dans ces différents pays, nous insisterons sur quelques-unes des raisons pouvant expliquer ce développement, au-delà de la problématique des retraites. Dans une perspective historique de moyen terme, deux facteurs seront plus spécifiquement évoqués : la montée en puissance de la « bancassurance » et le renouvellement de l'offre *via* les supports en unités de compte. Enfin, la masse financière correspondant aux placements des ménages en assurance-vie fait des assureurs un très important vecteur de transformation de l'épargne. Se pose alors la question de l'affectation par les compagnies d'assurance des sommes collectées. Nous aborderons ce thème par le biais d'une comparaison avec une autre grande catégorie d'investisseurs institutionnels : les fonds de pension.

*CHOIX DE PORTEFEUILLE DES MÉNAGES EUROPÉENS
ET SITUATION DE L'ASSURANCE-VIE
DANS SON CYCLE DE VIE*

Les marchés européens de l'assurance-vie

Afin d'évaluer l'état du marché de l'assurance-vie dans les différents pays européens, intéressons-nous tout d'abord à la part de leur patrimoine financier (hors actions non cotées) que les ménages européens consacrent à cet actif financier. Une telle comparaison intra-européenne fait émerger deux types d'informations (tableau n°1). Tout d'abord, sur un plan statique, de profondes disparités apparaissent. En 1999, ces proportions vont de 6,4 % en Italie à 32,3 % au Royaume-Uni, soit un rapport de un à cinq. C'est dans les pays du sud de l'Europe que le marché de l'assurance-vie est le plus étroit ; il est à l'opposé remarquablement développé en France et, comme nous l'avons dit, au Royaume-Uni. Pour ces deux derniers pays, l'encours global des réserves mathématiques d'assurance représente d'ailleurs 58 % du total européen (CEA, 2001). Les ménages allemands, autrichiens, finlandais et néerlandais sont dans une position intermédiaire et consacrent entre 10 et 20 % de leur patrimoine financier à cette catégorie d'actif.

Tableau n°1
Indicateurs de développement de l'assurance-vie²

	Provisions mathématiques (PM) / Patrimoine financier					PM/Primes
	1995	1996	1997	1998	1999	1999
Allemagne	14,2	14,1	14,1	14,6	14,5	8,5
Autriche	nd	11,2	nd	12,2	12,6	6,6
Espagne	5,6	6,1	6,4	6,4	7,3	3,7
Finlande	nd	12*	14*	15*	13,6	4,7
France	21,2	23,1	25,1	26,6	29,0	8,2
Italie	3,5	4,3	4,9	5,6	6,4	3,9
Pays-Bas	17,9	16,9	nd	16,3	14,7	7,2
Royaume-Uni	19,7	23,1	26,0	26,7	32,3	9,4

* Estimation CDC Ixis

Sources : CEA et comptes financiers nationaux

Une vision plus dynamique, reposant sur un comparatif de l'évolution de ces proportions au cours de la seconde moitié des années 1990 nous renseigne sur la position du produit dans son cycle de vie³. La relative stagnation du poids de l'assurance-vie, voire le déclin, en Allemagne, en Autriche, en Finlande et aux Pays-Bas semble indiquer que ce produit a atteint dans ces pays pour le moins une phase de maturité. La France et le Royaume-Uni se rapprochent probablement aujourd'hui de ce cas de figure, même si l'on ne perçoit pas encore en 1999 de stagnation⁴. À l'inverse, l'état des marchés italiens et espagnols nous autorise l'anticipation d'un développement intéressant, d'autant qu'une réorientation des patrimoines financiers vers cet actif est d'ores et déjà observée. Il faut enfin noter que la phase de maturité que nous venons de mentionner n'a pas été atteinte à des niveaux identiques dans les différents pays cités, ce qui peut laisser entrevoir un éventuel redémarrage pour certains pays. Nous verrons qu'un tel redémarrage est soumis à conditions : extension du réseau de distribution, innovation, conditions de rémunérations avantageuses relativement aux autres actifs proposés.

À cette première approche du positionnement de l'assurance-vie dans son cycle de vie, on peut ajouter l'exploitation d'un indicateur de l'état du marché élaboré par le CEA. Celui-ci rapporte l'encours des provisions mathématiques aux cotisations collectées (PM/Primes). Un ratio élevé (>8) traduirait la maturité du marché tandis qu'un faible ratio (<4) laisserait présager un développement en cours et/ou un potentiel important. Le calcul de ce ratio pour l'année 1999 (tableau n°1) confirme pour l'essentiel notre analyse précédente puisque l'assurance-vie aurait atteint la maturité dans des pays comme le Royaume-Uni, l'Allemagne, la

France ou encore l'Autriche et les Pays-Bas, les autres pays ayant encore une forte marge de progression.

Une alternative aux fonds de pension ?

La relative faiblesse de l'assurance-vie dans quelques pays européens, ou même la stagnation mise en évidence dans plusieurs cas, pourraient s'expliquer par la concurrence exercée par d'autres actifs financiers. Produit d'épargne longue⁵, l'assurance-vie entre en concurrence avec la détention directe de titres, celle d'OPCVM, de formules d'épargne salariale... Par conséquent, l'évolution de sa part dans le patrimoine financier ne peut s'envisager sans référence au statut et à l'évolution des autres constituants de ce patrimoine⁶.

Leurs caractéristiques propres font que certains de ces actifs répondent mieux que d'autres à des préoccupations communes. On a souvent relié les souscriptions massives de contrats d'assurance-vie à l'épargne de prévoyance, plus précisément à l'épargne accumulée pour préparer sa retraite dans de bonnes conditions, voire pour une éventuelle transmission. C'est la raison pour laquelle, dans cette optique de concurrence entre actifs financiers accumulés pour des mêmes motifs, nous devons réserver une place à part aux fonds de pension. L'exemple français semble en effet témoigner que lorsqu'il n'existe pas de formule généralisée de fonds de pension (seuls peuvent être répertoriés les contrats Madelin, le système Préfon et les retraites mutualistes⁷), l'assurance-vie comble ce vide en autorisant notamment un choix entre sortie en rente et sortie en capital. Il apparaît pourtant (tableau n°2) que le cas français relève de l'exception (la Finlande s'en rapprochant quelque peu) et que les fonds de pension et l'assurance-vie bénéficient le plus souvent d'un positionnement proche dans la hiérarchie des placements des ménages de chacun des pays. En comparant les statistiques recensées dans les tableaux n°1 et 2, on relève ainsi que :

- dans les pays où l'assurance-vie a atteint une certaine maturité, les fonds de pension représentent également une part significative du patrimoine financier des ménages (Royaume-Uni, Pays-Bas et, dans une moindre mesure, Allemagne). Elle est très largement majoritaire aux Pays-Bas ;
- les pays marqués par un développement encore modeste de l'assurance-vie sont également ceux dans lesquels la part des fonds de pension est faible (l'Espagne et l'Italie).

Ces informations vont, dans l'ensemble, dans le sens d'une complémentarité entre l'assurance-vie et les fonds de pension davantage que dans celui d'une substitution, même si l'on ne peut nier les phénomènes concurrentiels. Pour expliquer ce paradoxe, il convient de revenir sur la situation des deux blocs de pays mis en évidence. Au Royaume-Uni et

Tableau n°2
Parts de l'assurance-vie et des fonds de pension
dans le patrimoine financier des ménages européens (en 1999)

	Part des placements en assurance-vie et sur les fonds de pension	Part des PM	Part des fonds de pension
Allemagne	23	14,5	8
Autriche	17	12,6	4
Espagne	13	7,3	6
Finlande	17	13,6	3
France	29	29,0	0
Italie	12	6,4	6
Pays-Bas	58	14,7	43
Royaume-Uni	58	32,3	26

Sources : CEA, Eurostat et comptes financiers nationaux.

aux Pays-Bas, la part cumulée des fonds de pension et de l'assurance-vie dans le patrimoine financier des ménages excède 50 %. Dans les deux cas, cette importance relative (et absolue !) s'explique par la modicité de la couverture assurée par le régime de base d'assurance vieillesse. Ainsi par exemple, au Royaume-Uni, le régime de base n'excède pas 30 à 40 % du montant du salaire moyen. On trouve en Italie et en Espagne une démarche opposée. Ces pays sont d'une part longtemps restés réfractaires à une conception individuelle de la protection sociale, lui préférant une démarche davantage fondée sur la solidarité qui se reflète dans le niveau relativement élevé de la retraite de base (de 70 à 80 % des salaires de référence). Ceci explique qu'Italiens et Espagnols investissent jusqu'à présent assez peu dans les fonds de pension.

Ainsi donc, l'assurance-vie et les fonds de pension ont conjointement fait leur lit sur les lacunes des systèmes de retraite collective. Lorsque tel n'a pas encore été le cas, au fur et à mesure que les risques pesant sur l'avenir des systèmes de retraite entreront dans la conscience collective, on devrait observer une montée en puissance commune des deux actifs dans les portefeuilles.

QUELQUES FACTEURS EXPLICATIFS DU DÉVELOPPEMENT DE L'ASSURANCE-VIE

Les points communs ne manquent pas pour expliquer le développement de l'assurance-vie dans les différents pays étudiés. Ainsi, partout en Europe, ce produit a bénéficié de coups de pouce des pouvoirs publics sous la forme d'avantages fiscaux. Dans la plupart des cas, il s'agit de déductions d'impôts conditions (plafond de réduction et/ou durée



minimum du contrat) sur les primes versées. C'est le cas en Allemagne, en Autriche, en Espagne, en Italie et aux Pays-Bas. Ces dispositions ont disparu en France et au Royaume-Uni mais il subsiste dans ces deux pays un système d'exonération fiscale pour les produits de ces contrats. Comme nous l'avons déjà mentionné, il existe un autre dénominateur commun, aux conséquences probablement primordiales : les craintes que font peser les évolutions démographiques sur les régimes généraux des retraites ont incité les ménages européens à accumuler une épargne de précaution supplémentaire.

Dans un autre ordre d'idées, apparaissent d'autres facteurs explicatifs qui portent spécifiquement sur l'offre des produits. Nous insisterons ici sur le développement de la bancassurance, phénomène qui a permis une formidable extension des réseaux de distribution en même temps qu'un accroissement de la concurrence, se traduisant par des politiques d'offre plus agressives en termes de communication et d'innovations de produit. Ces innovations ont dans un passé récent, partout en Europe, pris la forme de formules en unités de compte qui permettent notamment, *via* des OPCVM, d'investir sur les marchés d'actions. Cette évolution fut rendue nécessaire par la baisse, depuis le milieu des années 1980, des taux de rémunération des traditionnels contrats libellés en monnaie nationale et investis sur les marchés obligataires (en termes nominaux, la baisse des taux longs fut tout particulièrement sensible dans les pays au passé inflationniste tels l'Espagne et l'Italie).

La bancassurance

Depuis plusieurs années, les assureurs traditionnels ne sont plus les seuls à vendre de l'assurance-vie. En créant leurs propres filiales ou en signant des accords de partenariat avec des compagnies traditionnelles, les banques ont donné naissance au phénomène de bancassurance, à savoir « la distribution de produits bancaires et d'assurance par un même réseau » (Banquestratégie, 2001). Pas encore très développée dans la distribution de l'assurance dommage, la bancassurance s'est imposée dans le secteur de l'assurance-vie. Les établissements financiers (banques, bureaux de poste, caisses d'épargne et perceptions) sont même devenus les premiers distributeurs de cet actif dans quatre des sept pays européens pour lesquels nous disposons de données : la France, l'Espagne et, récemment, l'Autriche et l'Italie (tableau n°3). En 1999, c'est en Espagne que ce phénomène a été le plus important avec 73,1 % du total des nouvelles souscriptions réalisées par les guichets des établissements financiers, le marché de la bancassurance espagnole étant dominé par de grands groupes bancaires. En France, les bancassureurs captent environ 60 % des nouvelles souscriptions du marché de l'assurance-vie, contre 17 % pour les réseaux salariés et 9 % pour les agents généraux comme pour les courtiers.

Dans d'autres pays, comme la Finlande, l'Allemagne, le Royaume-Uni et les Pays-Bas, la montée en puissance de la bancassurance est pour l'instant moins visible dans les statistiques, les « réseaux d'assurance et autres modes » (agents, courtiers, salariés, bureaux de production et ventes directes) demeurant largement majoritaires. Il s'agit d'une information d'autant plus intéressante que nous avons vu précédemment que ces trois derniers marchés semblent avoir atteint une phase de maturité. L'assurance-vie a pu se développer dans ces pays sans l'apport massif des réseaux bancaires. Aux Pays-Bas, ce n'est qu'à partir de 1989 que les rapprochements stratégiques entre banques et compagnies d'assurance ont été autorisés, donnant alors naissance à de grands groupes (ING, Aegon...). Au Royaume-Uni, les fusions en cours et les quelques grands accords de distribution signés récemment (Barclays - RBS Natwest) semblent révéler que le marché de la bancassurance est encore en phase de construction. On trouve probablement le même cas de figure en Allemagne, comme en témoigne la mégafusion Allianz-Dresdner officialisée récemment. Ces exemples montrent qu'il est donc possible que la bancassurance continue de se renforcer sur des marchés déjà matures.

Tableau n°3
Répartition du chiffre d'affaires selon les modes de distribution
de l'assurance-vie
(en % du total des nouvelles souscriptions)

	1995		1998		1999	
	Guichets des établissements financiers	Réseaux d'assurance et autres modes	Guichets des établissements financiers	Réseaux d'assurance et autres modes	Guichets des établissements financiers	Réseaux d'assurance et autres modes
Allemagne	nd	nd	19	81	nd	nd
Autriche	47,6	52,4	48,6	51,4	52,1	47,9
Espagne	nd	nd	nd	nd	73,1	26,9
Finlande	nd	nd	nd	nd	0	100*
France	56	44	59	41	60	40
Italie	35,4	64,6	54,4	45,6	62,4	37,6
Pays-Bas**	nd	nd	nd	nd	19	81
Royaume-Uni	17,4	82,6	9,3	90,7	8,1	91,9

* 98 % pour les salariés et 2 % pour les courtiers, ** estimation CEA

Source : CEA

Le développement de la bancassurance s'inscrit dans une logique à facettes multiples, tant les avantages qu'on su y puiser les établissements bancaires sont nombreux. Ces avantages portent d'abord sur l'élargissement de la gamme des produits offerts, dans une optique de long terme,



à une époque où, nous l'avons dit, l'épargne de prévoyance se renforce. Les banques ont ainsi suivi les assureurs pour proposer une réponse mieux adaptée aux attentes des épargnants, la qualité des services offerts progressant avec la multiplication des formules de contrats. La dimension temporelle est ici importante puisque se trouve favorisée la fidélisation d'une clientèle qui sera d'autant plus captive que les avantages, notamment fiscaux, se concrétisent à long terme.

Ces premiers avantages sont renforcés par le fait que l'activité de bancassurance est menée avec une structure de coût de distribution généralement très modeste. En effet, les filiales d'assurance se préoccupent essentiellement de la conception et de la mise sur le marché des produits et laissent au réseau bancaire le soin de les distribuer et de gérer le service après-vente. Les banques réalisent ainsi des économies d'échelle en abaissant le coût unitaire de fonctionnement des agences. C'est enfin pour ces établissements l'occasion de diversifier leurs activités et leurs revenus (Lepreux, 2001 ; Boutillier, Pansard et Quéron, 2001).

La montée en puissance des contrats multisupports en unités de compte

Le développement des contrats en unités de compte (UC) a été relativement différent selon les pays européens même si le cycle d'innovation au sein de l'assurance-vie a été quasiment identique (tout d'abord diffusion des contrats monosupport puis des multisupports). Il semble que l'on puisse segmenter notre ensemble de pays étudiés en trois groupes (tableau n°4). Au Royaume-Uni, les compagnies d'assurance collectent depuis le début des années 1990 une large part de leurs fonds grâce aux supports en UC. Les années 1998 et 1999 ne sont pas marquées par une nouvelle poussée de la collecte sur ces formules. Les Pays-Bas se rapprochent de ce cas de figure puisque la part des supports en UC semble stagner, mais dans une proportion de flux deux fois moins importante qu'au Royaume-Uni.

Dans d'autres pays comme la France, la Finlande, l'Espagne ou encore l'Italie, les supports en unités de compte ont enregistré un développement beaucoup plus récent et souvent massif. S'ils ont été soutenus par l'extension de la bancassurance (*via* notamment le savoir-faire en matière de gestion d'OPCVM) mais aussi, dans certains cas, par des avantages fiscaux ciblés (contrats DSK en France), la principale raison de cet essor réside dans des critères purement financiers d'espérance de gain. À une époque où la baisse progressive de la rémunération des contrats en monnaies nationales, liée au recul des taux longs, se généralisait en Europe, la très bonne santé des marchés d'actions a permis de présenter les formules en UC comme une alternative avantageuse, permettant de bénéficier au moins partiellement (selon la

nature des contrats) de la hausse des cours boursiers tout en restant dans le cadre fiscal attrayant de l'assurance-vie. Dans certains cas, notamment en France, ce développement récent a permis de redynamiser un marché déjà mature, susceptible d'être gagné par l'essoufflement. Ailleurs, la commercialisation massive des supports en UC a servi à la fois de moteur et d'accompagnement à la croissance. La comparaison des statistiques de 1998 et 1999 permet de montrer à quel point les habitudes évoluent vite dans ce domaine : la part de la collecte sur ces supports représente 30 % ou plus dans les quatre pays en 1999, ce qui correspond pour le moins à un doublement par rapport à 1998 en Espagne et en Italie.

Tableau n°4
Part des supports en unités de compte dans la collecte
de l'assurance-vie
 (en %)

	1998	1999
Allemagne	2,9	3,7
Autriche	4,5	7,3
Espagne	11,5	29,5
Finlande	19,6	31,3
France	22,9	31,2
Italie	21,5	43,7
Pays-Bas	21,9	22,5
Royaume-Uni	44,3	44,3

Source : CEA

Seuls les pays germanophones montrent une certaine réticence à la commercialisation et à l'adoption massive de ces contrats. On peut parler en Autriche et en Allemagne d'adoption tardive. Mais est ainsi révélé, avec l'évolution de la bancassurance mentionnée ci-avant, un potentiel de développement alors même que le marché allemand semble, selon les critères du CEA, avoir atteint une certaine maturité. Il reste que dans ces deux pays, comme dans les autres, le développement de la commercialisation des supports en UC est probablement soumis à une condition : la bonne tenue des marchés boursiers.

*LE RECYCLAGE DES CAPITAUX OPÉRÉ
 PAR LES ASSUREURS EUROPÉENS*

Étant donné la place des compagnies d'assurance dans la sphère financière, il est important de connaître la manière dont elles allouent les capitaux investis par les ménages au titre de l'assurance-vie. L'intérêt est ici double. D'une part, la structure de l'actif des assureurs est révélateur



du choix des épargnants, notamment en termes de prise de risque (*via* la part des actions ou des OPCVM actions). D'autre part, on voit poindre un enjeu macroéconomique majeur : toute modification structurelle dans l'allocation de ces capitaux peut en effet avoir d'importantes conséquences sur le financement de l'économie européenne. Nous abordons ce second aspect en comparant les placements des compagnies d'assurance avec ceux des fonds de pension.

Les placements des compagnies d'assurance-vie

En 1999, la majorité des placements des compagnies d'assurance vie européennes s'orientent vers des titres à revenu fixe (tableau n°5)⁸. La part des titres de dette et des prêts dans les portefeuilles est particulièrement élevée en Italie (82 %), en France (78,4 %) et en Espagne (74,5 %). Au-delà des choix des ménages, ces proportions reflètent pour l'essentiel les habitudes de financement des déficits publics prises par les assureurs. Cette pratique a longtemps traduit la remarquable adéquation entre les besoins de financement massifs des pouvoirs publics et les modes de gestion prudents des assureurs, soucieux de garantir un capital dans un contexte favorable de rendement élevé des produits obligataires. Si cette pratique est pour une part révolue (déficits publics en recul, baisse des taux d'intérêt impliquant le report sur d'autres actifs), la structure du bilan des assureurs des pays du sud de l'Europe en conserve une trace profonde. Cette tendance est légèrement moins marquée en Finlande, aux Pays-Bas et en Allemagne. Une telle orientation de la structure de l'actif des assureurs traduit également les contraintes réglementaires qui pèsent sur la gestion de leur bilan. Ainsi, à la fin des années 1990, la part des actions ne peut excéder 20 % en Italie, 30 % en Allemagne et 65 % en France (Davis et Steil, 2001). Ajoutons à cela une autre contrainte valable dans les trois pays cités mais également au Royaume-Uni : celle d'une limitation à 20 % de la part des actifs étrangers. On comprend mieux pourquoi une grande partie des placements des assureurs s'effectue dans des titres nationaux à revenu fixe (Charpentier, 1997). En dehors de l'aspect international, le Royaume-Uni révèle des pratiques radicalement différentes puisque la part des titres de dette et des prêts y est inférieure à 40 %, ce que l'absence de restrictions sur les placements en actions autorise.

La photographie que nous venons de présenter doit bien entendu être nuancée par les évolutions en cours. Sous cet angle, la progression des titres à revenu variable dans les portefeuilles semble indiquer que, depuis quelques années, les assureurs s'orientent de plus en plus vers les marchés risqués. C'est le cas des compagnies d'assurance autrichiennes qui est le plus spectaculaire avec une progression de plus de 30 points entre 1997

Tableau n°5
Structure des placements des compagnies d'assurance-vie en 1999
 (en %)

	Terrains et constructions	Placements dans des entreprises liées et participations	Actions, autres titres à revenu variable et parts d'OPCVM	Titres de dette et prêts*	Autres**	Total
Allemagne	3,1	4,2	23,7	68,1	0,9	100
Autriche	1,8	0,3	44,2	53,0	0,6	100
Espagne	1,5	4,7	4,0	74,5	15,3	100
Finlande	9,6	1,4	27,3	58,7	2,9	100
France	4,4	3,1	13,3	78,4	0,8	100
Italie	1,0	4,9	9,8	81,9	2,3	100
Pays-Bas	6,6	4,2	24,6	59,2	5,4	100
Royaume-Uni***	7,4	1,8	47,8	39,4	3,6	100

* Titres de dette et prêts : obligations et autres titres à revenu fixe, prêts hypothécaires et autres prêts.

** Autres : parts dans des pools d'investissement et autres. *** Chiffres de l'année 1998.

Source : Eurostat.

et 1999. Les structures des placements des assureurs français, italiens et espagnols ont récemment entamé un processus de rapprochement avec celle observée depuis quelques années déjà au Royaume-Uni et depuis peu en Autriche, même si les écarts vis-à-vis de ces pays « références » demeurent extrêmement importants et ne seront pas totalement comblés en l'absence de modification des contraintes réglementaires. La part des titres à revenu variable était en 1997 de 11,3 % en France et d'environ 2 % en Espagne alors qu'elle représente en 1999 respectivement 13,3 % et 4 %⁹. Elle a également progressé en Finlande, en Allemagne et aux Pays-Bas, de respectivement 8, 6 et 4 points sur cette même période. Deux facteurs peuvent être avancés pour expliquer cette mutation de la structure des placements des compagnies d'assurance. Le premier, conjoncturel, est lié à la forte valorisation des actions durant les années 1998 et 1999 ; le second, sans doute plus structurel, est dû au développement récent des ventes de contrats en unités de compte. Quelle qu'en soit la raison principale, cette évolution traduit *in fine* un risque de plus en plus important pris par les souscripteurs de contrats d'assurance-vie.

Même si les investissements des assureurs européens continentaux sur les marchés des titres à revenu variable progressent, ces intermédiaires ne jouent, contrairement aux compagnies d'assurance anglaises, qu'un « petit » rôle dans la propriété des entreprises nationales¹⁰. En effet, au Royaume-Uni, les montants investis sur les marchés d'actions par les compagnies d'assurance sont très largement supérieurs à ceux investis



dans les autres pays européens : en 1998, 264 Md€ contre seulement 168 Md pour l'ensemble des autres pays européens étudiés¹¹. Ces statistiques traduisent bien l'importance prise par les assureurs britanniques dans le capital des entreprises¹². On voit ainsi s'opposer deux modèles : celui des pays du sud dans lesquels les assureurs financent avant tout les dettes, en premier lieu celles des administrations publiques, et celui du Royaume-Uni avec d'importantes prises de capital dans les entreprises privées.

Une convergence vers les placements des fonds de pension ?

En préambule, il convient de préciser que sur l'ensemble des pays européens étudiés, les fonds de pension britanniques représentent en 1999 près de 69 % de l'encours global des fonds de pension, loin devant les fonds néerlandais (27,5 %). L'ensemble des autres pays européens représentant donc seulement 3,5 % de l'encours, les informations relatives à la structure des placements de ces deux principaux acteurs revêtent une importance considérable. Cette remarque faite, la composition du portefeuille des fonds de pension européens se distingue de celle des compagnies d'assurance à deux niveaux.

Le premier est lié au choix entre les titres à revenu fixe et ceux à revenu variable réalisés par ces deux types d'investisseurs institutionnels. Alors que ce partage se fait très majoritairement en faveur des titres à revenu fixe pour les compagnies d'assurance, il n'est pas aussi systématique dans le cas des fonds de pension. Ainsi, en Autriche et au Royaume-Uni, la part des titres à revenu variable dans le total des placements est en 1999 de loin la plus élevée d'Europe avec près de 96 % dans le premier pays et plus de 76 % dans le second (tableau n°6). Soulignons toutefois que dans le cas autrichien, ces 96 % sont constitués essentiellement de titres d'OPCVM, la destination finale des capitaux (marchés obligataires, monétaires ou actions) étant inconnue, alors que les 76 % investis dans des titres à revenu variable par les fonds de pension anglais comprennent principalement des actions (près de 90 % du total) et plus précisément des actions cotées en Bourse. Les fonds de pension néerlandais pratiquent un partage équitable entre titres à revenu variable (47 %) et titres à revenu fixe (42 %). En Finlande, en Espagne et en Italie, le portefeuille des fonds de pension est prioritairement investi en titres de dettes, ce qui le rapproche de celui des assureurs, mais il est plus diversifié à la fois que celui des assureurs et que celui des autres fonds de pension européens.

C'est cette diversification du portefeuille qui constitue le second niveau de différence entre les placements réalisés par les fonds de pension et ceux réalisés par les compagnies d'assurance. Dans les trois derniers pays cités, les capitaux dont disposent les fonds de pension ne sont pas uniquement investis dans des actions, des obligations et des

OPCVM. En 1999, la part des actifs immobiliers dans le portefeuille des fonds de pension finlandais et italiens est significative puisque légèrement supérieure à 15 %, et les fonds de pension italiens diversifient également leur actif dans des pools d'investissement à hauteur de 33 %. Ceci les place dans ce secteur bien devant les autres fonds européens, au premier rang desquels on trouve les fonds de pension espagnols (13 % du total de leurs placements).

Tableau n°6
Structure des placements des fonds de pension autonomes¹³ en 1999
(en %)

	Terrains et constructions	Placements dans des entreprises liées et participations	Actions, autres titres à revenu variable et parts d'OPCVM	Titres de dette et prêts*	Autres**	Total
Allemagne	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Autriche	0,5	0,0	95,9	2,1	1,6	100
Espagne	0,4	0,0	27,3	58,7	13,6	100
Finlande	15,2	0,0	23,3	55,8	5,8	100
Italie	15,7	0,0	13,6	37,7	33,0	100
Pays-Bas	4,8	0,6	47,1	42,1	5,4	100
Royaume-Uni	3,3	0,0	76,6	14,2	5,9	100

* Titres de dette et prêts : obligation et autres titres à revenu fixe, prêts hypothécaires et autres prêts.

** Autres : parts dans des pools d'investissement et autres. nd. cf. note 14.

Source : Eurostat.

Cette diversité des placements des fonds de pension ne peut pas être entièrement expliquée par les historiques de rentabilité des actifs suivant les pays, ni par le décalage des pyramides des âges des populations concernées. Il faut probablement se tourner à nouveau vers les contraintes réglementaires (ou encore vers les techniques financières de gestion) pour compléter l'analyse des différences. Dans le domaine des contraintes pesant sur les investissements des fonds de pension européens, on retrouve le découpage habituel entre deux modes de régulation. D'un côté, les pays de tradition anglo-saxonne disposent d'une liberté financière totale. Il n'y a en effet aucune contrainte financière pesant sur les fonds de pension au Royaume-Uni et (pratiquement) aux Pays-Bas (Boulier et Dupré, 1999). À l'opposé, en Allemagne, les fonds de pension ne peuvent placer qu'avec une extrême prudence¹⁴ (un maximum de 30 % d'actions, Davis et Steil, 2001), ce qui impose une orientation majoritaire vers les valeurs à revenu fixe.

Au-delà de cette diversité des structures de placements, remarquons enfin que l'orientation de plus en plus massive des capitaux vers les marchés d'actifs risqués évoquée dans le cas des compagnies d'assurance



se retrouve dans celui des fonds de pension. Globalement, entre 1997 et 1999, les fonds de pension des pays européens étudiés ont vu le poids des titres à revenu variable progresser dans leur portefeuille, au moins partiellement sous l'effet des phénomènes de valorisation. Cette hausse a été particulièrement prononcée en Italie, en Espagne et en Hollande avec plus de 10 points ; viennent ensuite la Finlande et l'Autriche avec un peu plus de 7 points. Comparativement, les fonds anglais n'ont enregistré qu'une progression de 2 points sur cette même période, comme si un certain équilibre avait été trouvé dans ce domaine.

PERSPECTIVES

Au-delà d'une montée en puissance de l'assurance-vie dans les portefeuilles financiers encore en cours dans de nombreux pays européens (les exceptions étant la Finlande et les Pays-Bas), des cas de figure différents se profilent. En Allemagne (et plus marginalement en Autriche), on peut avancer comme explication à la stagnation actuelle de l'assurance-vie le fait que les contrats en unités de compte n'ont pas encore pris massivement le relais des contrats en marks (ou en schillings). Les sorties sur ces contrats traditionnels se traduisent peu par des réinvestissements sur des multisupports. Par comparaison, alors que les « parts de marché » de l'assurance-vie en France et au Royaume-Uni sont déjà les plus élevées d'Europe, on observe encore une progression grâce au développement de ces formules qui permettent notamment des placements indirects sur les marchés d'actions dans un cadre fiscal avantageux.

Au regard de ce que l'on observe dans les autres pays européens, le potentiel de développement de l'assurance-vie semble encore important dans les pays du sud. En raison de ce développement tardif, et parce que celui-ci passe déjà par les supports en unités de compte, il faut s'attendre à ce que la structure des encours des assureurs italiens et espagnols laisse rapidement une large part à ces contrats au passif des bilans (alors que dans la plupart des autres pays, en dépit du développement actuel des multisupports, l'antériorité des contrats en monnaie nationale implique une structure favorable à ces contrats anciens). On retrouverait alors à l'actif des placements relativement plus massifs sur des OPCVM ou directement sur les marchés d'actions.

Les deux pays dans lesquels la part de l'assurance-vie dans le patrimoine financier des ménages est en recul sont, nous l'avons vu, la Finlande et les Pays-Bas. On pourrait rechercher une explication à ce phénomène du côté des générations de contrats, mais l'information est, dans ce domaine, encore lacunaire. Il faut surtout remarquer que dans le cas néerlandais, la concurrence exercée par les fonds de pension tourne nettement à l'avantage de ceux-ci. En matière d'épargne de prévoyance, les fonds de pension néerlandais se sont imposés comme étant le second



pilier du système de retraite. L'explication est différente en Finlande où l'on observe une structure du patrimoine particulièrement favorable aux titres détenus en direct, et plus précisément aux actions¹⁵.

Les situations spécifiques que nous venons de recenser ne sont cependant pas figées. Les effets d'offre pourraient encore jouer dans ce domaine un effet d'entraînement dans de nombreux pays et des marchés *a priori* matures pourraient connaître un nouvel essor. Nous pensons notamment à la progression de la bancassurance dans quelques-uns des pays étudiés, avec ses conséquences en matière d'innovation, d'accroissement de la taille des réseaux de distribution, de politiques commerciales... Au cours des prochaines années, continueront d'émerger quelques très grands groupes de bancassurance en Europe, qu'ils naissent de l'acquisition par des banques de compagnies d'assurances, de l'opération inverse (qualifiée parfois d'*assurfinance*), ou encore de fusions. Les activités mises en œuvre notamment par AXA en France, BSCH en Espagne, Allianz en Allemagne, ING aux Pays-Bas, le Crédit Suisse, et HSBC au Royaume-Uni révèlent que le mouvement est en cours. Les rapprochements transfrontaliers entre grands acteurs joueront dans ce domaine sans doute un rôle moteur. Et dans les pays où la bancassurance est déjà bien présente, elle pourrait renforcer sa position par l'exploitation d'Internet afin de développer de nouvelles gammes de services.

À l'inverse, il ne faudrait pas négliger les conséquences du développement de nouvelles formules d'épargne retraite complémentaire qui pourraient venir concurrencer partiellement l'assurance-vie (notamment l'épargne salariale souscrite par les salariés en fin de carrière).

En terme d'allocation des capitaux collectés, le développement des supports en UC devrait favoriser à moyen terme un report plus important vers les marchés d'actions. Ce phénomène ne sera massif et généralisé qu'à la condition que s'effacent progressivement les réticences pour cette prise de risque supplémentaire, apparentes dans certains pays (en Allemagne notamment). Si tel est le cas, les structures de l'actif des assureurs pourraient se rapprocher de ce que l'on observe au sein des fonds de pension, comme c'est déjà le cas en Finlande, du moins tant que les contraintes de gestion d'actifs ne sont pas saturées. Dans ce domaine, une harmonisation européenne renforcée, afin de réduire les distorsions concurrentielles créées par des règles nationales d'investissement, contribuerait au rapprochement des structures. Mais aussi, et surtout, elle permettrait des convergences entre les choix de portefeuille des assureurs européens, les conditions de rémunération des catégories d'actifs sur les différents marchés nationaux ayant également tendance à se rejoindre (en premier lieu sur les marchés obligataires). Si l'on peut donc anticiper quelques évolutions communes, le temps n'est pas encore

venu où les assureurs et les fonds de pension britanniques n'apparaîtront plus comme une exception européenne, en terme de poids comme en terme de mode de gestion.

NOTES

1. La taille de l'échantillon, ainsi que la période retenue (1995-1999), sont contraintes par la disponibilité des données (Comptabilités nationales, CEA et Eurostat).
2. Pour le calcul de la richesse financière des ménages, les actions non cotées des sociétés non financières ont été retirées afin d'éviter les biais dus aux fortes disparités dans les méthodes d'évaluation (Babeau, 2000).
3. Conformément aux travaux originaux de Dean (1950), nous pouvons segmenter la vie d'un actif financier en plusieurs phases : lancement, éventuellement croissance, maturité et déclin (de Coussergues, 1980, Séjourné, 1996).
4. Cf. Boutillier, Pansard et Séjourné (2001) pour une étude détaillée et prospective du cas français.
5. La vision de long terme associée à la détention d'un contrat d'assurance-vie est en partie influencée par les contraintes fiscales. En 1994, le CNC estimait comprise entre 7 et 8 ans la durée moyenne de détention en France.
6. Cf. pour une étude de la répartition globale du patrimoine financier l'article de Oheix et Séjourné dans ce même numéro.
7. Plusieurs millions de français peuvent souscrire à ces formules assimilables à des fonds de pension. Ces systèmes, après une phase d'épargne individuelle avantagée fiscalement, distribuent une rente viagère aux intéressés. Peu de français y adhèrent, avant tout pour des raisons d'étendue du marché, mais probablement aussi à cause de l'impossibilité pour l'adhérent de sortir en capital et des problèmes de transmission.
8. Les produits d'assurance-vie sont collectés à parts à peu près égales par des compagnies d'assurance-vie « exclusives » et par des compagnies d'assurance composites qui distribuent également d'autres produits d'assurance. Eurostat ne permettant pas d'isoler les placements réalisés par cette seconde catégorie au titre de l'assurance-vie, nous présentons les placements des compagnies d'assurance-vie « exclusives » en supposant qu'elles sont représentatives de l'activité globale du secteur.
9. En l'absence d'informations détaillées pour l'Italie en 1997, notons que la part « des actions, titres à revenu variable et parts d'OPCVM » dans le portefeuille des compagnies d'assurance italiennes passe de 8,3 % en 1998 à 9,8 % en 1999.
10. Le manque d'information concernant la composition de l'actif des compagnies d'assurance (détention d'actions domestiques/étrangères) ne nous permet pas d'aller plus loin dans l'analyse.
11. Le montant investi sur le marché de titres à revenu variable par les assureurs anglais n'est pas fourni par Eurostat pour l'année 1999. L'information nous paraissant toutefois pertinente, nous la délivrons pour l'année disponible la plus récente.
12. Cf. pour les répercussions de ces prises de participation sur le gouvernement d'entreprise le n°63 de la *Revue d'Économie Financière* et notamment l'article de Jeffers et Plihon (2001).
13. Entités juridiques distinctes de l'employeur. Pour Eurostat, les produits français assimilables aux fonds de pension n'intègrent pas cette catégorie.
14. Eurostat ne délivre aucune information détaillée de la composition de l'actif des fonds de pension allemands.
15. Cf. note 6.

BIBLIOGRAPHIE

- BABEAU A. (2000) : « Valuation Methods of non-listed Equities in Europe », *Lettre de l'OEE*, n°2.
- BANQUESTRATÉGIE (2001) : *La bancassurance, nouveau modèle*, n°182, mai.
- BOULIER J.F., DUPRÉ D. (1999) : *Gestion financière des fonds de retraite*, Economica.
- BOUTILLIER M., PANSARD F., QUÉRON A. (2001) : « Le modèle français d'adaptation des banques au nouvel environnement financier », CDC Ixis, *Épargne et Financement* n°9, juillet.
- BOUTILLIER M., PANSARD F., SÉJOURNÉ B. (2001) : « Le développement de l'assurance-vie en France : analyse et implications pour le système financier et le gouvernement d'entreprise », *Revue d'Économie Financière* n°63.
- CEA ECO (2001) : *The European Life Insurance Market in 1999*, Janvier, n°14.
- CHARPENTIER F. (1997) : *Retraites et Fonds de pension - L'État de la question en France et à l'étranger*, Economica.
- DAVIS E.P., STEIL B. (2001) : *Institutional Investors*, The MIT Press, Cambridge Massachusetts, London.
- DEAN J. (1950) : *Pricing Policies for New Products*, Harvard Business Review, nov-déc.
- DE COUSSERGUES S. (1980) : *Gestion de la Banque*, Ed. Banque.
- JEFFERS E., PLIHON D. (2001) : « Investisseurs institutionnels et gouvernance des entreprises », *Revue d'Économie Financière* n°63.
- LEPREUX J.L. (2001) : « Les activités d'assurance confortent la qualité de crédit des banques françaises », *Banquestratégie*, mai, n°182.
- SÉJOURNÉ B. (1996) : *Cycles de vie des produits d'épargne liquide et contractuelle, et comportements de placement*, Thèse de doctorat, Université de Paris I Panthéon-Sorbonne.

