



Les placements des assureurs résistent à la crise malgré les tensions

Les placements des assureurs établis en France atteignent 2 813 milliards d'euros fin 2019, en hausse de 211 milliards par rapport à l'année précédente. Sous la pression induite par la nouvelle baisse des taux, les assureurs privilégient les obligations émises par le secteur privé et par des émetteurs hors zone euro ainsi que des actifs de diversification (immobilier, titres structurés, etc.). Les plus-values latentes élevées enregistrées leur permettent d'amortir en partie la crise sanitaire et économique au premier semestre 2020. Alors que la valorisation des actifs s'est fortement dégradée au premier trimestre 2020 (- 131 milliards d'euros soit la quasi-totalité de la hausse enregistrée sur 2019), le rebond des marchés au deuxième trimestre a permis d'effacer plus de la moitié de cette baisse. La crise a peu affecté les notations des obligations détenues. Les placements liquides permettent aux assureurs de faire face à leurs engagements à court terme.

Liliana ARIAS, Gaëlle CAPITAINE et Élodie FERRAND-TENOT

Secrétariat général de l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution

Direction d'Étude et d'Analyse des risques

Frédéric GUIMIOT et Côme ROERO

Direction générale des Statistiques, des Études et de l'International

Direction des Statistiques monétaires et financières

Code JEL

G22

2 813 milliards d'euros

la valeur des placements des assureurs français à fin 2019

50 %

la part des actifs liquides bien notés dans l'ensemble des placements hors unités de compte

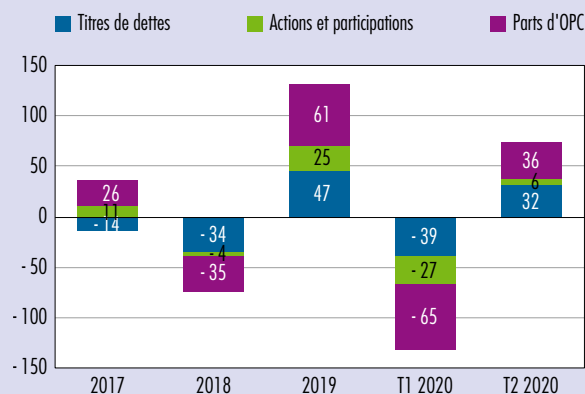
0,9 %

la part des obligations risquées à haut rendement dans les obligations notées détenues directement à fin juin 2020

3,1 %

la part des obligations vertes et fonds labellisés dans le total des placements à fin juin 2020

Évolution de la valorisation des titres détenus par les assureurs résidents, avant mise en transparence (en milliards d'euros)



Note : La mise en transparence est un procédé qui remplace les parts d'OPC par les actifs détenus via ces OPC.

Sources : ACPR, Banque de France ; remises trimestrielles et annuelles Solvabilité II.



1 La situation des assureurs en 2019, avant la crise sanitaire : une allocation d'actifs stable dans l'environnement de taux bas

En 2019, avec 2 813 milliards d'euros d'actifs, la France demeure le premier marché de la zone euro par la taille du bilan, les organismes d'assurance établis en France et soumis à la directive Solvabilité II¹ détenant 35 % des placements gérés par les assureurs de la zone euro. L'assurance-vie et mixte reste de loin la première activité des assureurs français : elle représente 91 % des encours de placements des assureurs.

Une allocation d'actifs vers des placements sûrs, diversifiés et de long terme

Il incombe aux assureurs de détenir des actifs suffisamment sûrs et liquides, pour disposer des fonds nécessaires en cas de survenance d'un évènement futur et incertain. Aussi ont-ils une allocation stable de l'actif d'année en année (cf. graphique 1), les légères modifications observées entre 2018 et 2019 provenant principalement d'effets de valorisation en lien avec la hausse des marchés boursiers. Les proportions de parts d'organismes de placement collectif – OPC (+ 0,8 %) et d'actions (+ 0,4 %)

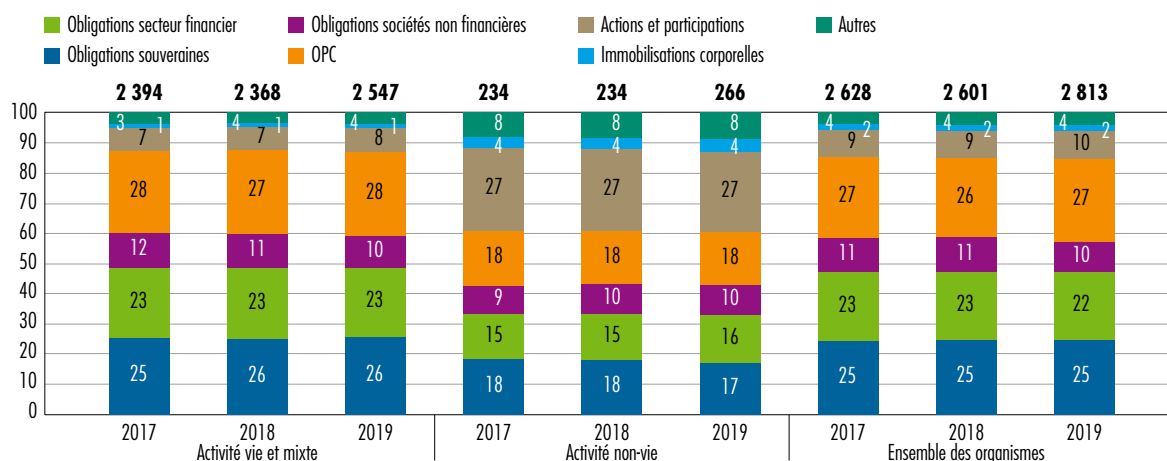
progressent alors que celles des obligations (– 1,2 %) et des immobilisations corporelles (– 0,1 %) diminuent.

Les assureurs continuent de privilégier les obligations qui représentent, en 2019, 58 % des placements, principalement des obligations souveraines (25 % des encours totaux) et d'entreprises financières (22 %). Ils détiennent en majorité des titres de créance de plus d'un an (pour un montant de 1 599 milliards, contre 20 milliards de titres de moins d'un an) conservés généralement jusqu'à échéance, ce qui limite les effets des chocs conjoncturels.

Les actions et participations constituent 10 % des placements. Ce chiffre global masque cependant une différence notable entre les assureurs-vie et mixtes, dont 8 % du portefeuille d'actifs correspondent à des actions et participations, et les assureurs non-vie, détenant plus d'un quart (27 %) de leur portefeuille en actions et participations. Cet écart s'explique avant tout par une plus forte proportion de participations² détenues par les assureurs non-vie à hauteur de 23 % de l'encours, contre 4 % dans l'assurance-vie et mixte. Au final, les placements investis directement en actions atteignent les mêmes proportions chez les assureurs non-vie, vie et mixtes.

G1 Répartition des placements des organismes d'assurance selon leur activité et par nature de titre à fin 2017, 2018 et 2019, en valeur de marché

(répartitions en % ; montants annuels en milliards d'euros)



Champ : Avant mise en transparence des OPC français (cf. annexe 2).

Notes : La ventilation des organismes d'assurance selon leur activité vie/mixte ou non-vie est issue des agréments des assureurs.

Les réassureurs sont classés avec les organismes d'assurance-vie et mixtes.

La mise en transparence est un procédé qui remplace les parts d'OPC par les actifs détenus via ces OPC. Le procédé permet après mise en transparence d'identifier les bénéficiaires finaux des investissements effectués par les OPC.

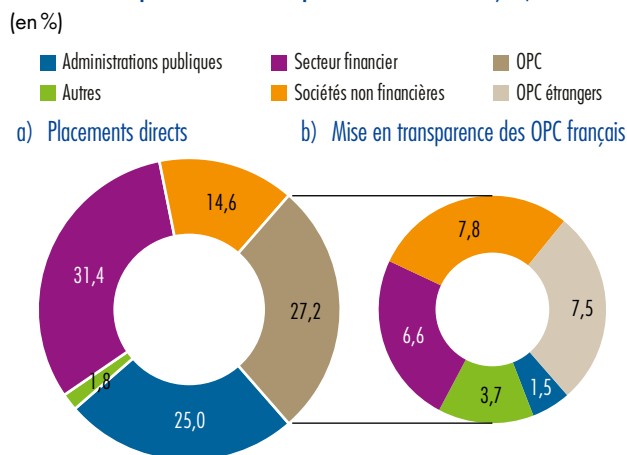
Sources : ACPR, Banque de France ; remises annuelles Solvabilité II.

1 *L'éco en bref*, « La supervision des assurances », décembre 2019, <https://abc-economie.banque-france.fr/la-supervision-des-assurances>

2 Titres détenus dans une logique de contrôle et non de placement de portefeuille.



G2 Ventilation des placements des assureurs par secteur d'émission avant et après mise en transparence d'OPC français, à fin 2019 (en %)



Note : Avant mise en transparence, les parts d'OPC ont été isolées. Seule la mise en transparence des OPC français est effectuée, faute de données suffisantes sur les portefeuilles des OPC étrangers. Sources : ACPR, Banque de France ; remises annuelles 2019 Solvabilité II considérées par transparence à partir de la collecte « Fonds d'investissement » de la Banque de France.

La détention de titres d'OPC reste stable. Les parts d'OPC représentent 27 % des placements (26 % en 2018).

En matière d'allocation sectorielle des placements détenus en direct, les assureurs investissent en premier lieu dans le secteur financier (31 % de leurs placements), compte tenu du poids de leurs participations et de la part du secteur financier sur le marché des émissions obligataires, puis

dans les administrations publiques (25 %) et les sociétés non financières (15 %) ³, cf. graphique 2.

Après mise en transparence des parts d'OPC français, la prépondérance du secteur financier est renforcée (38 % comme en 2018). La mise en transparence fait peu progresser la part des administrations publiques (27 %, après 26 % en 2018), les OPC investissant peu dans les titres publics. En revanche, elle augmente particulièrement la part des sociétés non financières (22 %, après 23 % en 2018).

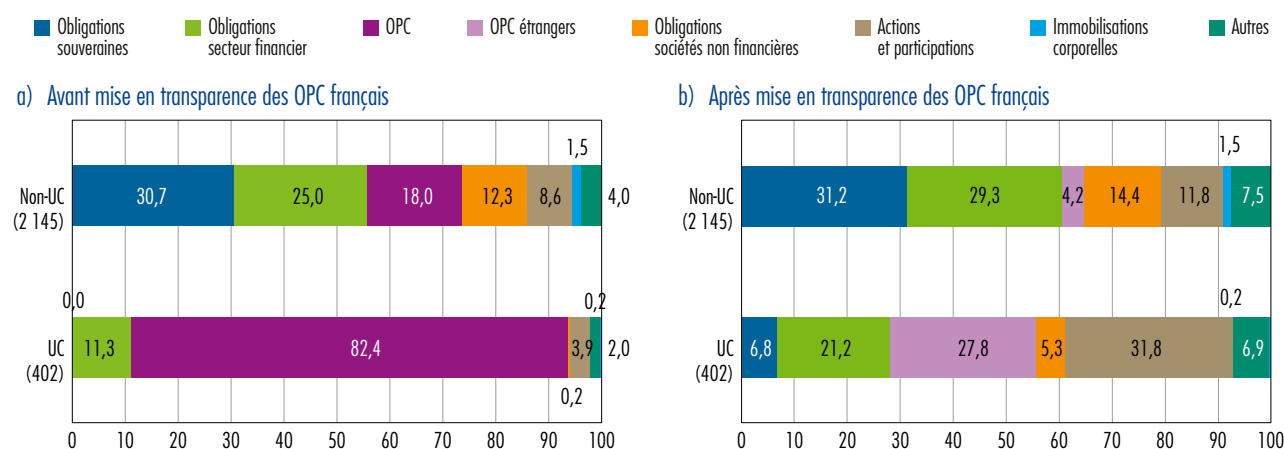
Pour les assureurs-vie : une allocation d'actifs qui varie en fonction de la nature des contrats

Les placements des assureurs-vie et mixtes représentent 91 % des actifs détenus par les assureurs. L'allocation d'actifs diffère cependant qu'il s'agisse des placements en représentation d'engagements présentant des garanties en capital ou ceux en représentation des supports en unités de compte (UC), cf. graphique 3.

Les assureurs détiennent 2 145 milliards d'euros d'actifs pour couvrir leurs engagements pris sur des contrats autres qu'en UC, principalement des contrats en euros offrant des garanties en capital ou en matière de rendement. Pour satisfaire leurs obligations, les assureurs privilégient les investissements à revenus réguliers et

G3 Répartition des placements des assureurs-vie et mixtes à fin 2019 – Distinction des unités de compte (UC) du reste du portefeuille

(en % ; entre parenthèses : montants en milliards d'euros)



Sources : ACPR, Banque de France ; remises annuelles 2019 Solvabilité II considérées par transparence à partir de la collecte « Fonds d'investissement » de la Banque de France.

³ Fin 2019, le secteur financier représente 34 % de l'encours des émissions obligataires en France (contre 45 % en zone euro), les administrations publiques 51 % de l'encours en France (contre 47 % en zone euro), et les sociétés non financières 15 % de l'encours en France (contre 8 % en zone euro). Source : STAT INFO « Émission et détention de titres français – T4 2019 », <https://www.banque-france.fr/statistiques/emission-et-detention-de-titres-francais-2019>



à valeur de remboursement stable. Ces supports sont donc principalement investis en obligations à hauteur de 75 % (après 76 % en 2018).

Les placements en représentation des contrats en UC (402 milliards d'euros) constituent une part croissante des actifs des assureurs-vie et mixtes (15,8 %, après 14,8 % en 2018), bien que la collecte nette (y compris les arbitrages) sur ce type de support n'atteigne que 5,1 milliards, un niveau quatre fois plus faible qu'en 2018⁴. Dans ces contrats, les risques associés aux placements sont portés par les assurés et non par les assureurs. Ils autorisent ainsi une gestion plus risquée par le biais d'OPC afin de servir des rémunérations supérieures. Les parts d'OPC constituent 82 % des encours de placements en représentation des contrats en unités de compte. Après mise en transparence, les actions représentent 32 % des montants détenus par les assurés sur les supports en UC, auxquels s'ajoutent 14 % de parts d'OPC actions étrangers et 5 % de parts d'OPC mixtes étrangers. Au total, près de 50 % de l'encours en unités de compte est investi sous la forme d'actions ou instrument assimilé. À titre de comparaison, après mise en transparence, le reste des placements des assureurs-vie n'est composé que de

12 % d'actions et de participations (auxquelles s'ajoutent 1 % de parts d'OPC actions étrangers et 0,5 % de parts d'OPC mixtes étrangers). Dans les supports en unités de compte, après mise en transparence, les obligations représentent 33 % des placements (après 35 % en 2018).

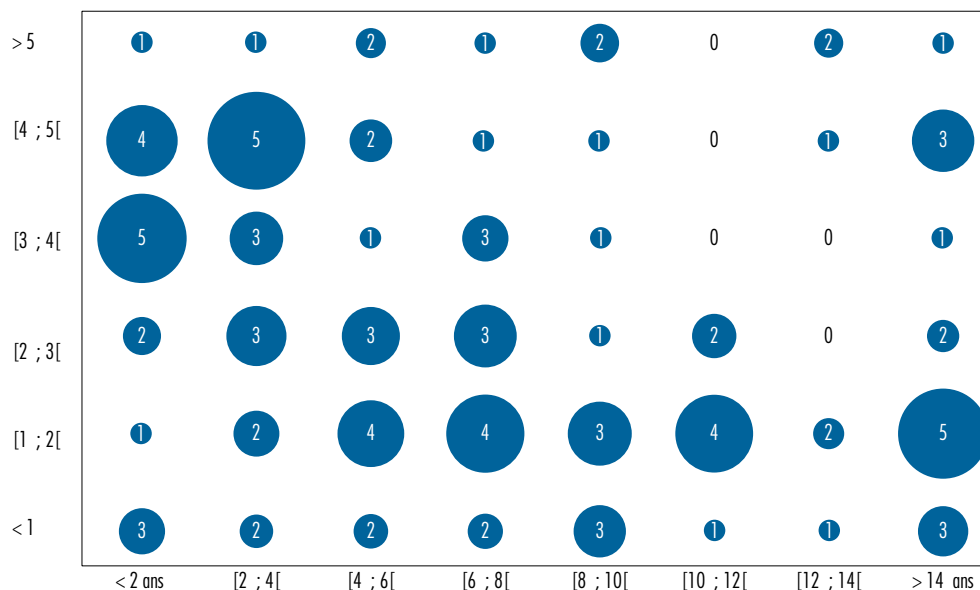
Des rendements obligataires sous tension

Les assureurs bénéficient d'un stock d'obligations anciennes émises il y a plusieurs années qui leur permettent de servir des taux de rendement relativement élevés dans le contexte actuel. Toutefois, d'année en année, ce stock s'amenuise au fur et à mesure que ces titres arrivent à échéance. Les assureurs ne pouvant renouveler ces anciennes obligations à des taux aussi avantageux, la baisse des taux sur les nouveaux titres acquis contribue à diminuer le rendement moyen des actifs détenus.

Les obligations dont le taux est supérieur à 3 % représentent 41 % des obligations à taux de coupons fixes détenues par les assureurs (contre 48 % fin 2018). Néanmoins, fin 2019, près de la moitié de ces obligations arrive à échéance d'ici moins de quatre ans, soit 19 % des encours d'obligations à taux fixe (cf. graphique 4).

G4 Parts des taux de coupons fixes en fonction de la maturité résiduelle pour les titres obligataires en détention directe à fin 2019

(axe des abscisses : maturité résiduelle en années ; axe des ordonnées : taux du coupon en % ; disques : parts en %)



Lecture : Les encours d'obligations dont le taux est compris entre 4 et 5 % et dont la maturité résiduelle est inférieure à deux ans représentent 4 % du total des encours d'obligations.

Sources : ACPR, Banque de France ; remises annuelles 2019 Solvabilité II.

4 Cf. rapport ACPR, *Les chiffres du marché de la banque et de l'assurance 2019*, octobre 2020.



La moindre rémunération du portefeuille obligataire pèse sur les revenus des assureurs et les rendements qu'ils proposent aux assurés. Ainsi, 69% du portefeuille d'obligations à taux de coupon fixe dont la maturité résiduelle est supérieure à quatre ans affichent un taux inférieur à 3%, contre 40% pour le portefeuille dont la maturité résiduelle est strictement inférieure à quatre ans.

Des plus-values latentes en hausse en 2019

La baisse des taux d'intérêt accroît la valeur des actifs des assureurs qui investissent majoritairement dans des obligations à long terme. Ainsi, le **taux de plus-value latente** reste élevé en 2019, à un niveau d'environ 17% pour l'ensemble des placements, en augmentation de trois points de pourcentage par rapport à 2018.

En effet, courant 2019, le taux de l'OAT 10 ans a atteint un plus bas niveau historique : 0,13% en moyenne avec des épisodes de taux négatifs et les obligations, qui constituent 58% des portefeuilles des assureurs, enregistrent un taux de plus-value en augmentation de trois points en moyenne entre 2018 et 2019 (cf. graphique 5).

Par ailleurs, l'évolution du CAC 40 en 2019 (+ 26%) bénéficie aux plus-values latentes sur actions cotées : après une forte baisse qui a conduit à un taux nul en 2018, celui-ci retrouve en 2019 son niveau de 2017 (autour de 15%). Les immobilisations corporelles continuent quant à elles d'afficher des taux de plus-values latentes très

élevés (65% en 2019) qui traduisent la hausse continue des prix de l'immobilier.

Une diversification des flux de placement en 2019

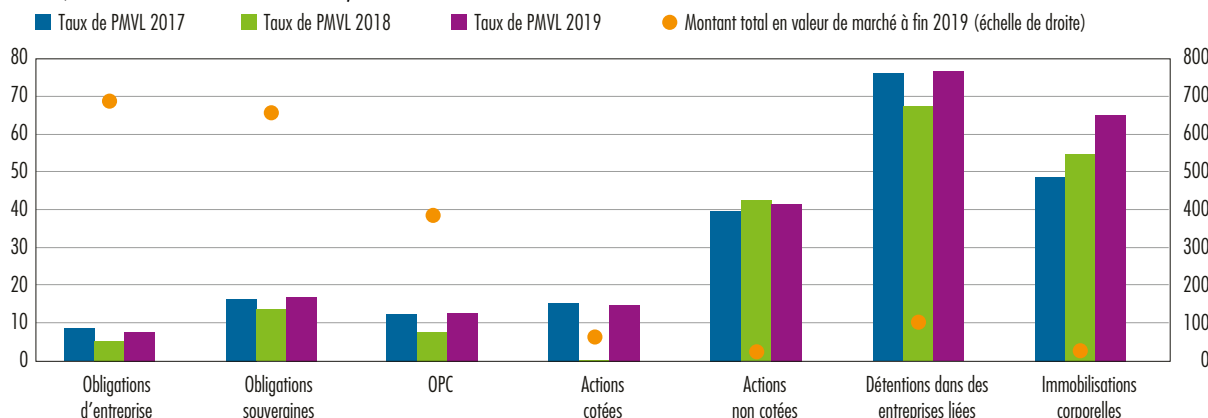
Les taux ont franchi un nouveau palier à l'été 2019 : à partir de juillet, la moyenne mensuelle du taux de l'emprunt phare à 10 ans est devenue négative jusqu'en novembre 2019, avec un point bas atteint le 28 août (-0,44%).

Dans ce contexte, et en parallèle des stratégies commerciales déployées par les assureurs-vie depuis quelques années afin de réduire le coût ou allonger la **duration** de leur passif (baisse du taux garanti, placements bloqués les premières années, offre tournée vers les UC, etc.), les assureurs ont également modifié la composition de leurs placements. Par ailleurs, une diversification accrue pourrait leur permettre de bénéficier de rendements plus élevés ou décorrélés des classes d'actifs traditionnels, et d'aligner la duration de leurs actifs avec celle de leurs engagements.

Dans cette perspective, les assureurs ont reporté leurs placements en obligations, des administrations publiques vers le secteur privé (cf. graphique 6). En effet, en 2019, ils réduisent leurs achats nets d'obligations publiques (de 13 à 11 milliards d'euros). Dans le même temps, ils accroissent leurs achats nets d'obligations privées (de 3 à 19 milliards d'euros) et augmentent substantiellement leurs achats nets d'obligations émises par le reste du monde

G5 Taux de plus ou moins-values latentes (PMVL) et montant des principaux investissements à fin 2019, avant mise en transparence des OPC français

(taux en % ; montants en milliards d'euros)

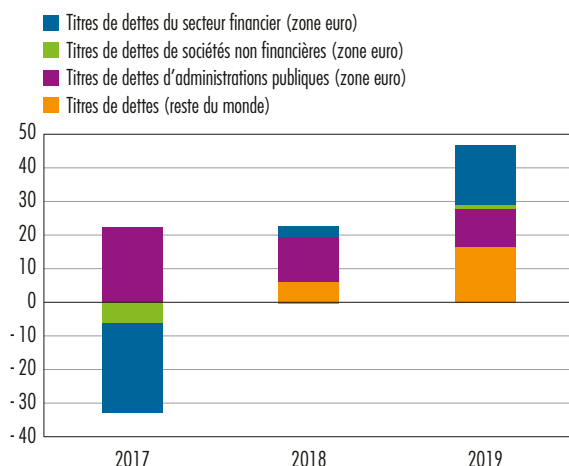


Sources : ACPR, Banque de France ; remises annuelles Solvabilité II.



G6 Flux annuels des détections obligataires des assureurs, avant mise en transparence et hors valorisation

(en milliards d'euros)



Note : Cf. définition des flux en annexe 2.

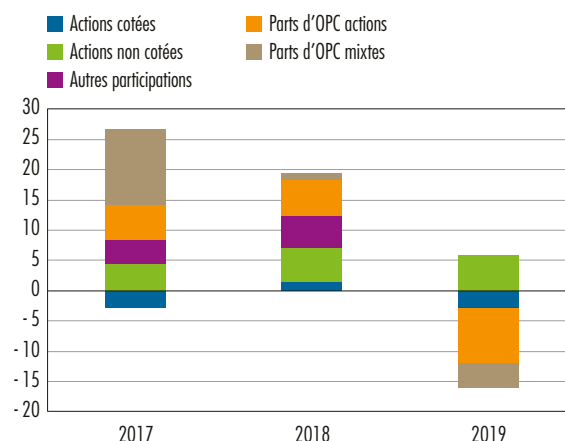
Sources : ACPR, Banque de France ; remises trimestrielles et annuelles Solvabilité II.

(de 6 à 17 milliards d'euros), pour l'essentiel émises aux États-Unis où les taux présentent des niveaux plus élevés.

Malgré la baisse des rendements obligataires, les assureurs ne se sont pas reportés sur les actions ou les fonds à composante actions (cf. graphique 7). Ils sont devenus vendeurs nets d'actions cotées (- 3 milliards d'euros, après + 2 milliards en 2018) ainsi que de parts d'OPC actions (- 9 milliards, après + 6 milliards) et mixtes (- 4 milliards, après + 1 milliard).

G7 Flux annuels de titres de capitaux et parts d'OPC (à composante actions) détenus par les assureurs, avant mise en transparence et hors valorisation

(en milliards d'euros)



Sources : ACPR, Banque de France ; remises trimestrielles et annuelles Solvabilité II.

Les assureurs ont accru leur détention directe d'actifs de diversification (cf. tableau 1). Fin 2019, l'encours d'actifs de diversification atteint 388 milliards d'euros, une hausse de 12 % en un an et de 25 % en trois ans qui incorpore des effets de valorisations et des placements nets. Leur part dans le total des encours de placements s'accroît (de 12 % fin 2016 à 14 % fin 2019). Leur progression est principalement portée par l'immobilier (+ 60 milliards d'euros), dont la part dans le total des placements atteint 7 %.

T1 Évolution annuelle de l'encours en placements de diversification, avant mise en transparence

(en milliards d'euros)

	Décembre 2016	Décembre 2017	Décembre 2018	Décembre 2019
Total des placements	2 543,8	2 627,7	2 601,5	2 812,9
Total des actifs de diversification	311,4	334,5	347,2	387,7
Infrastructure	33,9	32,8	34,3	34,6
Financement structuré	92,3	90,1	86,3	100,8
Titrisation	4,6	4,0	4,0	4,4
Autres titres structurés	87,7	86,1	82,3	96,4
Immobilier	134,4	158,4	173,5	194,1
Immobilier non négociable	83,4	89,4	97,4	107,3
Immobilier négociable	51,0	69,0	76,1	86,8
Autres actifs de diversification	43,6	45,1	44,2	49,4
Fonds alternatifs et capital investissement	29,6	33,7	32,1	33,9
Obligations convertibles et hybrides	13,9	11,4	12,1	15,5
Prêts aux entreprises non liées	7,2	8,1	9,0	8,9

Sources : ACPR, Banque de France ; remises annuelles Solvabilité II.



2 Les effets de la crise sanitaire sur les placements des assureurs

La hausse de la valeur des actifs en 2019 neutralisée par la crise sanitaire au premier trimestre 2020

La crise sanitaire, qui a commencé en Europe au premier trimestre 2020, a ouvert une période de fortes incertitudes, marquée par une chute des marchés boursiers et obligataires (cf. graphique 8). Cette chute a eu pour conséquence un effacement des gains du portefeuille titres des assureurs observés en 2019 (- 131 milliards d'euros au premier trimestre 2020, après + 133 milliards sur l'année 2019 et - 72 milliards sur l'année 2018). Ainsi, à la fin du mois de mars 2020, les placements des assureurs français s'élevaient à 2 586 milliards⁵, en diminution de 5 % par rapport à la fin de l'année précédente.

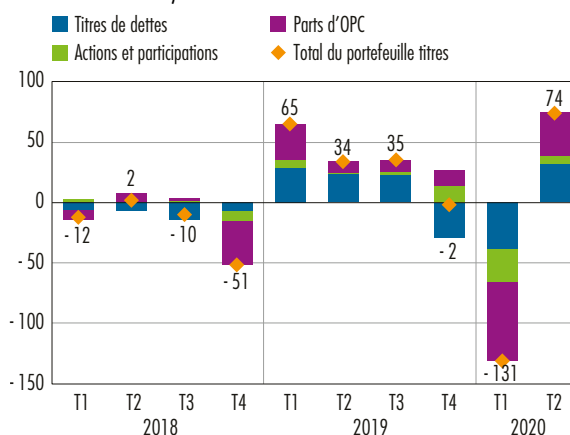
Cette baisse de la valorisation s'explique en premier lieu par celle des parts d'OPC, pour - 65 milliards au premier trimestre 2020, soit 9 % du montant total détenu à fin 2019 (cf. graphique 9). Alors que la hausse des taux longs du quatrième trimestre 2019 pesait sur la valorisation des obligations (- 29 milliards d'euros sur le trimestre, cf. graphique 9), l'augmentation des *spreads* au premier trimestre 2020 a produit des effets similaires, entraînant une nouvelle diminution de la valeur des obligations de - 39 milliards. Enfin, les mouvements observés sur les marchés boursiers au

premier trimestre 2020 (chute de 30 % du CAC 40, cf. graphique 8) ont conduit à une forte baisse de la valeur des actions à hauteur de - 27 milliards d'euros sur la même période, soit 10 % du montant total des actions détenues par les assureurs et l'équivalent de la hausse de valorisation enregistrée sur l'ensemble de l'année 2019 (+ 25 milliards).

Au deuxième trimestre 2020, consécutivement à la baisse des taux et à la reprise du marché boursier, les valeurs

G9 Évolution par instrument de la valorisation trimestrielle du portefeuille titres des assureurs, avant mise en transparence

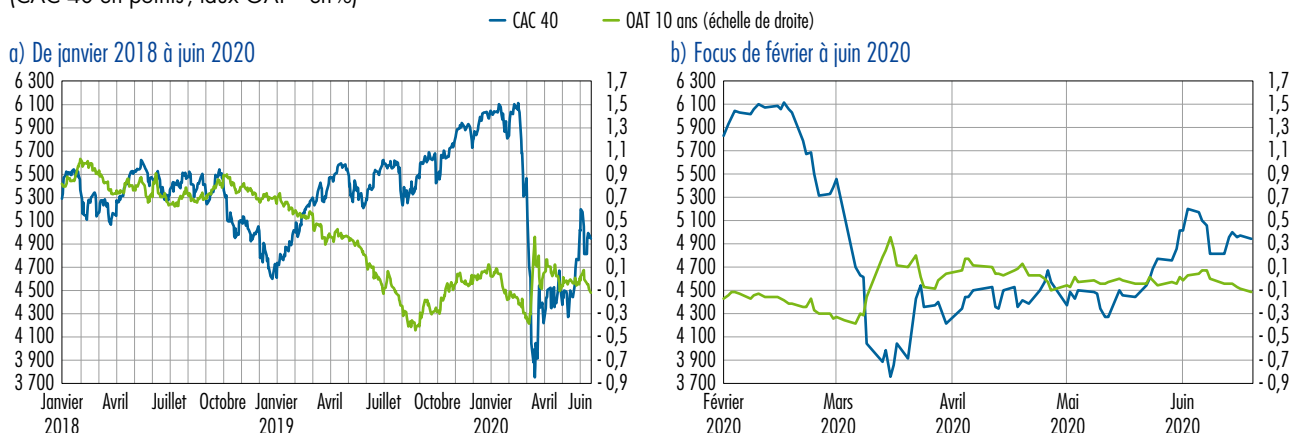
(en milliards d'euros)



Sources : ACPR, Banque de France ; remises trimestrielles et annuelles Solvabilité II.

G8 Évolution du CAC 40 et du taux de l'emprunt phare à 10 ans

(CAC 40 en points ; taux OAT^{a)} en %)



a) Obligation assimilable du Trésor.

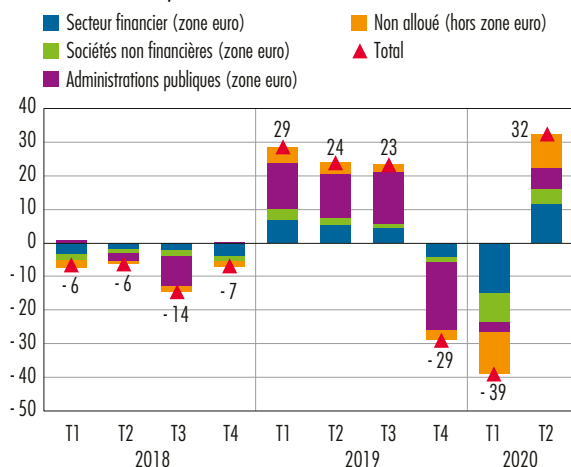
Sources : Bloomberg et Banque de France.

⁵ Les chiffres trimestriels cités dans cet article sont calculés sur la base des assureurs assujettis aux reportings trimestriels soit environ 96 % de la population en matière d'encours (les chiffres annuels portent en revanche sur la population totale).



G10 Évolution par secteur de la valorisation trimestrielle des titres de dettes détenus par les assureurs, avant mise en transparence

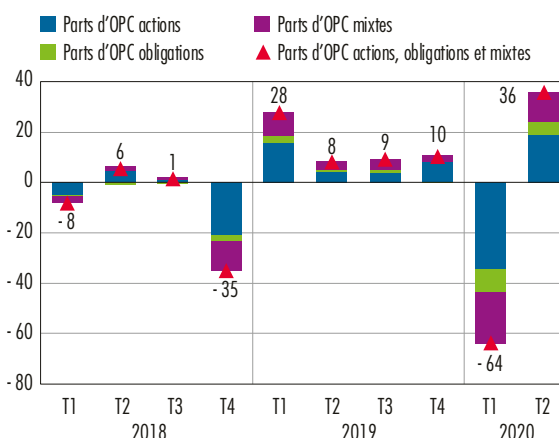
(en milliards d'euros)



Sources : ACPR, Banque de France ; remises trimestrielles et annuelles Solvabilité II.

G11 Évolution de la valorisation trimestrielle des principales parts d'OPC détenues par les assureurs, avant mise en transparence

(en milliards d'euros)



Sources : ACPR, Banque de France ; remises trimestrielles et annuelles Solvabilité II.

des titres obligataires, des actions et des parts d'OPC augmentent (+ 74 milliards) et compensent 57% de la baisse de valorisation du premier trimestre. À fin juin, l'encours des placements financiers des assureurs s'accroît ainsi de 81 milliards d'euros, soit + 3% par rapport au premier trimestre 2020, mais encore en retrait de 2% par rapport à fin 2019 et se situe à 2 666 milliards.

La crise sanitaire a cependant affecté les émetteurs de façon différente. Au premier trimestre 2020, les valeurs des obligations des institutions financières (- 15 milliards) et des sociétés non financières (- 8 milliards) diminuent fortement par rapport au trimestre précédent (cf. graphique 10). Moins impactées par la hausse des *spreads*, les obligations souveraines ont affiché une baisse moins significative (- 3 milliards d'euros). Une reprise sur tous les titres de dettes est constatée au deuxième trimestre 2020 (+ 11 milliards pour les institutions financières, + 5 milliards pour les sociétés non financières et + 6 milliards pour les administrations publiques).

La baisse de valorisation des OPC enregistrée au premier trimestre 2020 est principalement portée par les OPC actions (- 35 milliards), les OPC mixtes (- 20 milliards) et les OPC obligataires (- 9 milliards). Cette baisse de la valorisation est à moitié compensée au deuxième trimestre par une hausse de + 36 milliards d'euros, respectivement, de 19, 12 et 5 milliards pour les OPC actions, mixtes et obligataires (cf. graphique 11).

La crise sanitaire génère toutefois de fortes incertitudes concernant l'évolution des taux d'intérêt et des plus-values latentes des différentes classes d'actifs. La baisse de la valeur des actifs début 2020 affecte directement le niveau de plus-values latentes des assureurs. Même s'il existe des techniques de couverture (cf. encadré 1), cette baisse pourrait se traduire par une réduction de la marge de manœuvre des entreprises d'assurance qui réalisent en effet régulièrement des gains en vendant certains de leurs actifs porteurs de plus-values.



ENCADRÉ 1

Techniques d'atténuation des risques : la couverture via des dérivés

Au deuxième trimestre 2020, la valeur notionnelle des instruments dérivés s'élève à 370 milliards d'euros, soit 20 % du total des placements des entités déclarant détenir des dérivés. Ces instruments sont utilisés essentiellement (98 % du notionnel total) dans un but de couverture, principalement du risque de taux d'intérêt, mais aussi du risque actions et de change. Environ 2 % du montant notionnel est dédié à d'autres objectifs dont la gestion efficace du portefeuille.

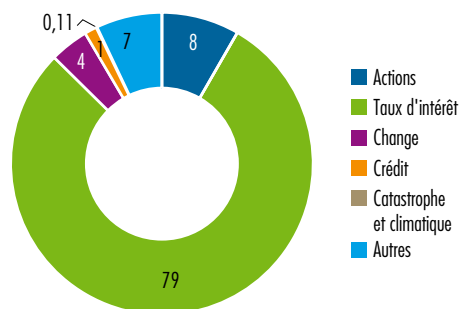
Les dérivés négociés de gré à gré composent presque la totalité de l'exposition (98 %) des organismes d'assurance. Les principales contreparties des assureurs dans les transactions de dérivés sont constituées de grandes banques françaises et étrangères : dix de ces entités concentrent 80 % du notionnel.

Reflète des préoccupations des assureurs dans l'environnement de taux actuel, le risque de taux représente 79 % du notionnel, contre seulement 8 % pour le risque actions, 4 % pour le risque de change et 1 % pour le risque de crédit (cf. graphique A).

Instruments dérivés les plus utilisés par les organismes d'assurance, les options d'achat (*calls*) représentent 61 % du notionnel (cf. graphique B), contre 16 % pour les contrats d'échanges (*swaps*), 11 % pour les options de vente (*puts*) et 9 % pour les contrats à terme (*forwards*).

GA Types de risques couverts par les instruments dérivés au 2^e trimestre 2020

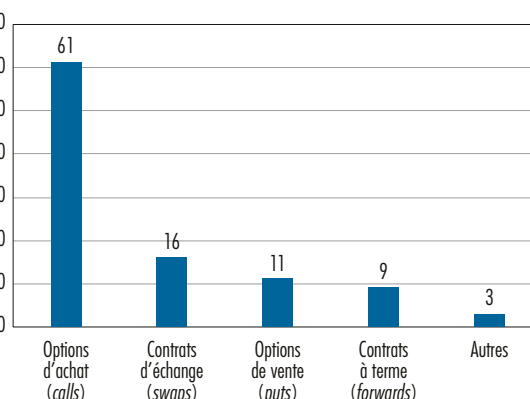
(en %)



Sources : ACPR, Banque de France ; remises trimestrielles 2020 Solvabilité II.

GB Types d'instruments dérivés utilisés par les organismes d'assurance au 2^e trimestre 2020

(en %)



Sources : ACPR, Banque de France ; remises trimestrielles 2020 Solvabilité II.

Les dérivés comme protection contre une hausse ou une baisse des taux

Les *caps* dédiés à la couverture de taux représentent plus des deux tiers des options d'achat. 23 % du notionnel de ces options donnent la possibilité aux assureurs d'acheter des obligations à un prix prédéterminé afin de se couvrir en cas de baisse des taux.

Moins utilisés, les contrats d'échange constituent 16 % du notionnel. Les organismes utilisent principalement des *swaps* de taux d'intérêt simples ou combinés avec un taux de change qui représentent respectivement 46 et 38 % du notionnel de cette catégorie. 43 % de la valeur notionnelle des *swaps* de taux simples correspondent à des positions où les assureurs payent la jambe fixe et reçoivent la jambe variable, ce qui leur permet de se couvrir contre la hausse des taux. 38 % du notionnel correspondent à la position contraire : paiement de la jambe variable et obtention de la jambe fixe afin de se couvrir contre la baisse des taux.

Les options de vente représentent 11 % du notionnel et sont utilisées principalement pour couvrir le risque actions. Enfin, les contrats à terme (*forwards*) se composent à 80 % de contrats à terme de taux et de change.



Une qualité des placements maintenue

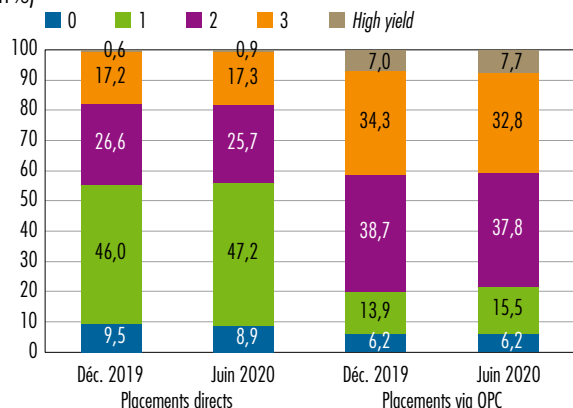
Les assureurs français investissent majoritairement dans des titres obligataires dont le risque de signature est faible (cf. graphique 12), c'est-à-dire dont la note est supérieure ou égale à AA-. Ces obligations de haute qualité représentent 56,1 % des obligations notées détenues en direct à fin juin 2020 (55,5 % en décembre 2019 et 56,4 % en décembre 2018). Leur part est plus faible (22 %) dans les obligations notées détenues indirectement via des OPC.

La part des obligations à haut rendement (dont la notation est inférieure à BBB-, appelées en anglais *high yields*) progresse faiblement entre la fin 2019 et le deuxième trimestre 2020. Au sein des OPC, elle passe de 6,6 % en 2018, à 7 % en 2019 et à 7,7 % au deuxième trimestre 2020 et elle est relativement stable, inférieure à 1 %, pour les placements directs.

La notation des titres en portefeuille assurantiel est d'autant moins impactée que l'exposition des assureurs aux secteurs d'activité directement touchés par la crise

G12 Répartition par niveau de notation de l'encours des titres obligataires notés au 4^e trimestre 2019 et au 2^e trimestre 2020

(en %)



Niveau	Notations	Catégorie
0	AAA	Investment grade
1	AA+, AA, AA-	
2	A+, A, A-	
3	BBB+, BBB, BBB-	High yield
4	BB+, BB, BB-	
5	B+, B, B-	
6	CCC+, CCC, CCC-, CC, C, D	

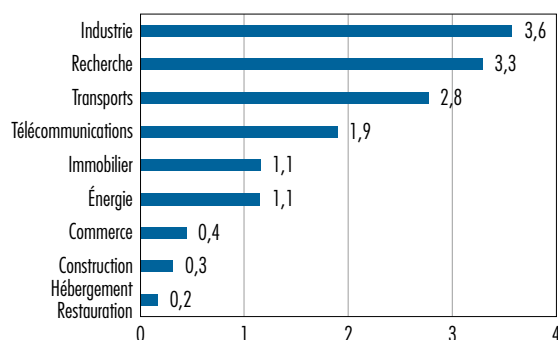
Lecture : Pour les placements directs, le taux de couverture est de 96 % en décembre 2019 et en juin 2020. Pour les placements via OPC, le taux de couverture est de 85 % en décembre 2019 et de 87 % en juin 2020.

Sources : ACPR, Banque de France ; remises trimestrielles et annuelles Solvabilité II.

G13 Part des expositions du portefeuille titres des assureurs aux secteurs d'activité (hors secteurs financier et administrations publiques)

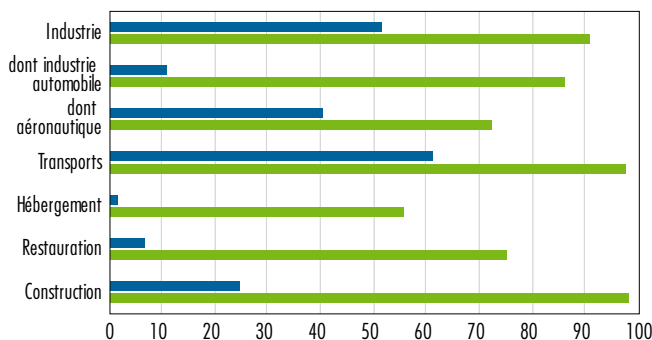
(en %)

a) Au 2^e trimestre 2020



b) Niveau d'activité en pourcentage de l'activité normale en avril et septembre 2020

■ Avril 2020 ■ Septembre 2020



Note : Cette exposition sectorielle ne tient pas compte des financements de groupe qui transitent par les *holdings* (celles-ci étant classées dans le secteur financier même si le groupe a une activité non financière).

Sources : ACPR, Banque de France ; remise trimestrielle 2^e trimestre 2020 Solvabilité II.



sanitaire apparaît faible (cf. graphique 13). Les secteurs du transport, des commerces et de l'hôtellerie, y compris la restauration, représentent moins de 3,5% des expositions directes : respectivement 2,8%, 0,4% et 0,2%.

Au-delà de la notation financière, les assureurs prennent en compte également des critères extra-financiers dans leur politique d'investissement (cf. encadré 2).

ENCADRÉ 2

Placements verts et socialement responsables des assureurs

Depuis 2015¹, les assureurs français sont soumis à des obligations de transparence relatives au respect d'objectifs environnementaux, sociaux, et de qualité de gouvernance (ESG) dans leur politique d'investissement. Ils doivent à ce titre publier un reporting extra-financier sur la prise en compte des risques climatiques et les moyens mis en œuvre pour contribuer à la transition énergétique et écologique². Cette transparence accrue incite *de facto* les assureurs à orienter leurs investissements vers des placements socialement responsables dont l'enjeu de long terme est adapté à leur horizon d'investissement et qui répondent de surcroît à une préoccupation croissante des épargnants.

Pour accompagner les acteurs financiers dans cette démarche, les pouvoirs publics ont créé deux labels fin 2015 : le label ISR pour les fonds d'investissement ayant une approche socialement responsable ; et le label Greenfin dédié à la transition écologique³. En 2019, la loi Pacte⁴ contient également plusieurs mesures pour accroître le rôle du secteur financier dans la transition écologique et la réduction de l'empreinte climatique : elle oblige notamment les assureurs, à partir de 2020, à proposer au moins un support labellisé ISR, Greenfin ou solidaire dans leur offre commerciale en unités de compte (UC). À partir de 2022, les assureurs-vie devront référencer les trois catégories dans leurs contrats UC et seront tenus d'informer les épargnants, avant la souscription, sur la quantité d'UC labellisées. Pour les fonds euros, une communication annuelle sur la part des fonds labellisés sera également obligatoire.

L'analyse ci-dessous inclut également la détention de « **green bonds** »⁵ (obligations vertes) par les assureurs. Ainsi, le chiffre présenté ici est sous-estimé dans la mesure où il se limite aux deux labels publics français (ISR et Greenfin) et aux obligations vertes alors qu'une part plus importante des placements peut également s'inscrire dans une démarche responsable et répondre à des normes étrangères ou privées.

Fin juin 2020, pour les seuls remettants trimestriels⁶, l'encours des placements verts et socialement responsables des assureurs atteint 81,3 milliards d'euros, soit 3,1% de leurs placements, en hausse de 19,4 milliards d'euros par rapport à fin 2019 (+ 31% en six mois). Fin juin 2020, l'encours se décompose à 55% en parts de fonds labellisés ISR (45,1 milliards d'euros) et à 43% en obligations vertes (34,7 milliards), les 2% restants étant composés de parts de fonds labellisés Greenfin (1,0 milliard) et de parts de fonds doublement labellisés ISR et Greenfin (0,6 milliard). Sur six mois, la hausse en encours de + 19,4 milliards d'euros provient principalement des parts de fonds labellisés ISR (+ 14,9 milliards) témoignant d'un impact significatif des dispositions de la loi Pacte. Le montant des obligations vertes détenues par les assureurs montre

1 Article 173-VI de la loi du 17 août 2015 relative à la transition énergétique pour la croissance verte.

2 Cf. *Analyses et Synthèses* n° 102 (2019) : « Les assureurs face au changement climatique » https://acpr.banque-france.fr/sites/default/files/medias/documents/as_102_risque_climatique_assurances_fr.pdf.

3 Cf. *Bloc-notes Éco*, billet n° 152, « Labels d'investissement responsable en France : quel bilan ? », Banque de France, février 2020, <https://blocnotesdeleco.banque-france.fr/billet-de-blog/labels-dinvestissement-responsable-en-france-quel-bilan>.

4 Loi du 22 mai 2019 relative à la croissance et à la transformation des entreprises.

5 Cf. annexe 1.

6 Au quatrième trimestre 2019, l'encours des remettants trimestriels correspond à 96,3% de l'encours total incluant les remettants annuels. L'encours trimestriel correspond donc à une bonne approximation de l'encours total.

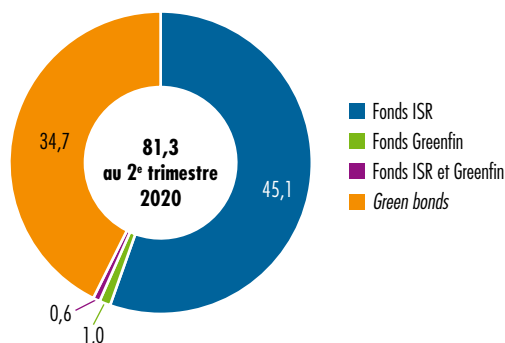
.../...



également une forte progression sur les deux dernières années : montant multiplié par trois entre décembre 2017 (10,3 milliards d'euros) et juin 2020 (34,7 milliards).

56% des fonds ISR sont détenus via des supports autres qu'en unités de compte mais ces dernières sont proportionnellement davantage investies en fonds labellisés ISR (à hauteur de 5,3%, contre 1,1% pour les autres supports). À l'inverse, la quasi-totalité des 35 milliards d'euros d'obligations vertes est détenue via le fonds général. Les assureurs français jouent ainsi un rôle important en matière de financement vert et socialement responsable : fin juin 2020, les assureurs résidents détiennent 23% des fonds labellisés ISR, 7% des fonds labellisés Greenfin, 8% des obligations vertes émises dans le monde entier et 34% de l'OAT verte française.

Répartition de l'encours d'obligations *green bonds* et de parts de fonds labellisés Greenfin ou ISR avant mise en transparence (en milliards d'euros)



Note : ISR désigne l'investissement socialement responsable. Source : ACPR, Banque de France ; remise trimestrielle 2^e trimestre 2020 Solvabilité II.

Un risque de liquidité faible

La crise sanitaire et ses répercussions sur les marchés financiers n'ont pas fait apparaître de tensions significatives sur la liquidité des assureurs.

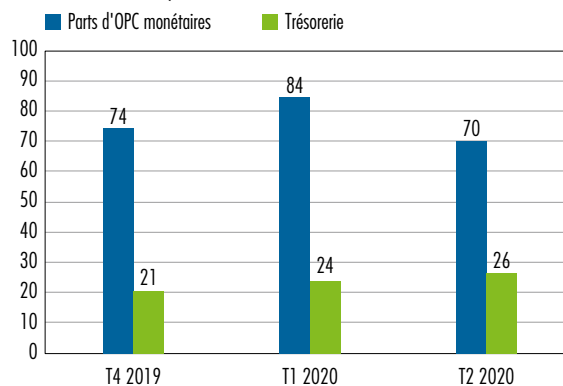
Dans un environnement de taux bas persistants, l'assurance-vie n'a pas connu de retraits massifs liés à une perte de confiance dans les produits ou à l'apparition de produits d'épargne concurrents. La décollecte observée depuis la crise sanitaire traduit plus une adaptation du comportement d'offre des assureurs qu'une désaffection des épargnants vis-à-vis de l'assurance-vie, susceptible de peser sur la liquidité des assureurs.

Pour le secteur de l'assurance non-vie, la crise sanitaire est porteuse d'incertitudes pour certaines branches d'activité telles que la prévoyance, par exemple. Le décalage potentiel des paiements de primes, la réduction de l'assiette de primes due au chômage partiel, combinés à un risque d'accroissement de sinistres, incitent les assureurs à renforcer la surveillance de leur situation de liquidité.

Dans ce contexte, les assureurs français conservent, sur les six premiers mois de l'année, un niveau de liquidité élevé. Entre la fin de l'année 2019 et la fin du premier semestre 2020, les dépôts se maintiennent à 48 milliards d'euros et la trésorerie immédiatement

G14 Évolution des liquidités pour l'ensemble des organismes d'assurance avant mise en transparence des OPC français et hors unités de compte

(en milliards d'euros)



Sources : ACPR, Banque de France ; remises trimestrielles Solvabilité II.

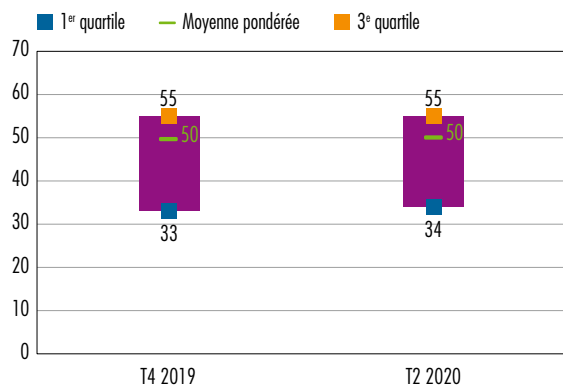
disponible augmente de façon significative, de 21 à 26 milliards (cf. graphique 14).

Au-delà de la trésorerie dont ils disposent, les assureurs-vie et mixtes français détiennent une part significative d'actifs liquides et de bonne qualité. En appliquant à chaque classe d'actifs un coefficient (compris entre 0 et 1) reflétant la capacité des organismes à convertir rapidement ces actifs en liquidité sur les marchés privés, la part des actifs liquides et de haute qualité dans l'ensemble des placements hors unité de compte est stable entre fin 2019 et le deuxième trimestre 2020 et s'établit à 50%.



G15 Part des actifs liquides dans le portefeuille des assureurs-vie et mixtes

(en %, écart interquartile et moyenne pondérée)



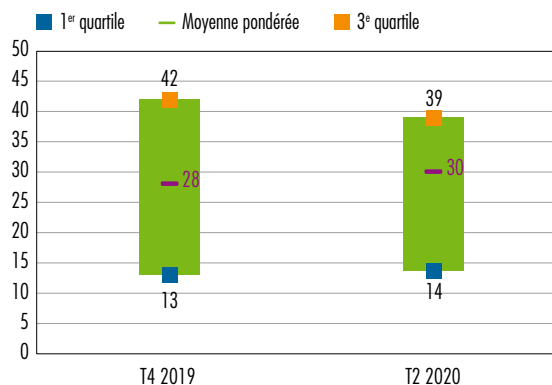
Sources : ACPR, Banque de France ; remises trimestrielles Solvabilité II.

En assurance-vie, la moitié des assureurs affichent un ratio compris entre 33 et 55% à fin 2019, respectivement 34% et 55% à fin juin 2020 (cf. graphique 15).

En assurance non-vie, le risque de liquidité supporté par les assureurs peut être évalué en rapportant les montants des sinistres observés sur une période donnée

G16 Mois de sinistres couverts par les actifs liquides de haute qualité en assurance non-vie

(en nombre de mois, écart interquartile et moyenne pondérée)



Sources : ACPR, Banque de France ; remises trimestrielles Solvabilité II.

au montant des placements liquides et de bonne qualité. Les actifs liquides et de bonne qualité des assureurs non-vie français couvrent environ l'équivalent de trente mois de sinistres. Fin juin 2020, 50% des organismes non-vie ont la capacité de couvrir de 14 à 39 mois de sinistres grâce à la liquidité disponible (cf. graphique 16).



Annexe 1 Définitions

Actifs de diversification

Ils recouvrent :

- les placements en infrastructures (dont les fonds d'infrastructure) ;
- les titres structurés : titres hybrides combinant une partie obligataire et une partie de type « dérivé » (mécanismes de couverture comme les *credit default swaps* – CDS, les *credit maturity swaps* – CMS et les *credit default options* – CDO), ainsi que la titrisation ;
- l'immobilier, en distinguant la partie négociable (actions cotées de sociétés immobilières et parts de fonds immobiliers), de la partie non négociable (actions non cotées de sociétés immobilières, parts de sociétés civiles immobilières et immeubles) ;
- d'autres actifs de diversification (parts de fonds alternatifs et de fonds de capital investissement ainsi que des obligations convertibles et hybrides) ;
- les prêts aux entreprises non liées (n'appartenant pas au groupe d'assurance).

Duration

La duration d'un instrument financier à taux est la durée de vie moyenne de ses flux financiers pondérée par leur valeur actualisée.

Green bonds

Il n'existe pas une unique définition internationalement reconnue des *green bonds*. Afin de justifier cette appellation, un émetteur peut se référer aux principes édictés par l'ICMA (*International Capital Market Association*) et demander sa validation par un organisme privé international comme le *Climate Bond Initiative*. La liste des *green bonds* retenue ici correspond aux titres de dette dont la finalité principale des fonds collectés est explicitement mentionnée dans le prospectus d'émission comme une activité verte. Une taxonomie européenne sur les activités vertes et un standard européen pour les produits financiers verts sont en cours d'élaboration.

Taux de plus-values latentes

Il représente l'écart en pourcentage entre la valeur de marché et la valeur nette comptable des titres détenus.



Annexe 2 Méthodologie

Formes juridiques des assureurs

Les organismes d'assurance revêtent plusieurs formes juridiques :

- les sociétés d'assurance et les sociétés d'assurance mutuelle régies par le Code des assurances ;
- les mutuelles régies par le Livre II du Code de la mutualité qui assurent principalement le risque santé ;
- les institutions de prévoyance régies par le Code de la sécurité sociale. Historiquement les institutions de prévoyance, structures à gouvernance paritaire, sont spécialisées dans l'assurance collective (d'entreprises ou de branches professionnelles).

Les sociétés d'assurance mutuelles, les mutuelles et les institutions de prévoyance sont des structures à but non lucratif. Les mutuelles et les institutions de prévoyance assurent essentiellement les personnes.

Population d'étude

L'échantillon traité dans l'étude de 2019 comprend les 423 organismes d'assurance actifs soumis à la directive Solvabilité II et ses textes d'application (essentiellement sur un critère de taille de bilan). Ces 423 organismes détiennent 2 813 milliards d'euros de placements en valeur de marché au 31 décembre 2019.

Ces organismes sont répartis en deux grandes catégories :

- les assureurs-vie et mixtes qui gèrent la majeure partie des contrats en euros et la totalité des contrats en unités de compte. Leurs engagements sont essentiellement à long terme ;
- les assureurs non-vie (ou dommages) qui couvrent les dommages aux biens, les dommages corporels

et les responsabilités civiles. Leurs engagements sont essentiellement à court terme puisqu'ils règlent généralement les sinistres dans un délai inférieur à deux ans, à quelques exceptions près telles que la responsabilité civile, la caution ou l'assurance construction.

Données de l'étude

L'arrêté comptable de référence est le 31 décembre 2019 et, sauf mention contraire, les données de placements utilisées sont celles issues des états annuels dits de « liste des actifs » (S.06.02). Les valeurs des placements sont communiquées selon l'approche de valorisation requise par la directive, c'est-à-dire essentiellement en valeur de marché. Les arrêts trimestriels sont également utilisés.

Mise en transparence des OPC

La mise en transparence des titres d'organismes de placement collectif (OPC) détenus par les assureurs est opérée en exploitant les bases de données de la Banque de France (essentiellement la collecte des fonds d'investissement). Elle permet d'identifier les bénéficiaires finaux des investissements effectués : les titres d'OPC figurant dans les portefeuilles des assureurs sont ainsi remplacés par les titres dans lesquels ces OPC investissent.

72 % des investissements des assureurs en titres d'OPC ont ainsi pu être répartis au terme de ce processus entre les différentes catégories d'instruments financiers sous-jacentes. Les 28 % restants correspondent à des OPC non résidents.

Méthode de calcul des flux

Les flux, revalorisations et reclassements sont calculés à partir des données déclarées par les assureurs dans les états détaillés des actifs (S.06.02), enrichis de données collectées auprès des OPC et autres référentiels disponibles (CSDB¹, etc.). La variation d'encours se

¹ Centralised Securities DataBase (référentiel titre de l'Eurosystème).



décompose en flux (transactions économiques), effets de valorisations (les effets prix) et reclassements selon la formule suivante :

$$\begin{aligned} & Encours_t - Encours_{t-1} = \\ & Flux_t + Valorisations_t + Reclassements_t \end{aligned}$$

Les flux, reclassements et valorisations sont calculés à un niveau titre à titre puis agrégés. Les valeurs aberrantes (en matière de valorisation et/ou de flux) résultant du calcul sont supprimées.

Les flux et reclassements sont calculés en premier. Puis la valorisation est calculée comme la variation d'encours diminuée du flux et du reclassement.

Pour une action en euros, la formule de calcul des flux est la suivante :

$$Flux_t = (Quantité_t - Quantité_{t-1}) \times (Prix_{t-1} + Prix_t) / 2$$

Où *Quantité_t* est la quantité détenue de titres au temps *t* et *Prix_t* le prix unitaire en valeur de marché de l'action. Pour les titres de dettes, le flux est calculé en neutralisant l'intérêt couru pour les titres vendus, tombés ou achetés, et

en ajoutant le revenu d'intérêt pour l'ensemble des titres détenus à la fin de la période considérée. Par ailleurs, un flux négatif peut aussi bien correspondre à des ventes qu'à un non-renouvellement de titres arrivés à maturité.

Lorsqu'une caractéristique d'un titre change (par exemple son secteur émetteur), et en l'absence de remises correctives sur les encours précédents, la rupture de série est gérée via un reclassement.

Méthode de calcul du ratio de liquidité

Le calcul de ce ratio est inspiré des standards développés par le Comité de Bâle, dans le cadre de Bâle III, qui introduisent un ratio de liquidité (LCR – *liquidity coverage ratio*) dont l'objet est de promouvoir la résilience à court terme des banques au risque de liquidité. Ce ratio, notamment utilisé par l'Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles (EIOPA), est le rapport entre les actifs liquides de haute qualité (HQLA – *high quality liquid assets*) non grevés, pouvant être convertis en liquidité, facilement et immédiatement, sur les marchés privés, dans l'hypothèse d'une crise de liquidité qui durerait trois jours calendaires et l'ensemble des placements.

Éditeur

Banque de France

Secrétaire de rédaction

Nelly Noulin

Directeur de la publication

Gilles Vaysset

Réalisation

Studio Création

Rédaction en chef

Corinne Dauchy

Direction de la Communication

ISSN 1952-4382

Pour vous abonner aux publications de la Banque de France

<https://publications.banque-france.fr/>

Rubrique « Abonnement »

