



**DÉPARTEMENT ETUDES  
ET SUIVI DU MARCHÉ**

# **ANALYSES ET SYNTHÈSES**

**ÉVOLUTIONS RÉCENTES  
DE LA STRUCTURE DES PLACEMENTS  
DES ASSUREURS**

---

**n° 4 - septembre 2009**

**rédigé conjointement par la Banque de France (Dominique Durant, Julia Guérin)  
et l'ACAM (Safia Lekehal)**



---

**Analyses et Synthèses**

**EVOLUTIONS RECENTES**

**DE LA STRUCTURE DES PLACEMENTS DES ASSUREURS**

---

**SOMMAIRE**

<b>SYNOPSIS</b>	<b>2</b>
-----------------	----------

<b>INTRODUCTION</b>	<b>3</b>
---------------------	----------

**PREMIERE PARTIE**

<b>Structure des placements des assureurs par type d'instruments et par secteur bénéficiaire</b>	<b>7</b>
1.1 Les titres de créance	8
1.2 Les actions	11
1.3 Répartition sectorielle des placements	13
1.4 Répartition géographique des placements	14

**DEUXIEME PARTIE**

<b>La crise financière et les placements des assureurs</b>	<b>16</b>
--	-----------

**TROISIEME PARTIE**

<b>Méthodologie</b>	<b>20</b>
---------------------	-----------

## SYNOPSIS

Les placements des organismes d'assurance français, qui gèrent près de 40 % des encours d'épargne financière des ménages, apportent une contribution majeure aux circuits de financement. L'étude statistique qui en est faite ici a été menée conjointement par les services de l'Autorité de Contrôle des Assurances et des Mutuelles (ACAM) et de la Banque de France. Outre le fait de s'appuyer sur une analyse détaillée des placements financiers de ces organismes, elle présente l'originalité de mettre en transparence les titres d'OPCVM qu'ils détiennent en portefeuille, ce qui permet d'identifier les bénéficiaires finaux des financements intermédiés par le secteur des assurances.

Les titres de créance représentent toujours une part prépondérante (68 % à fin 2008) du total des placements de ces investisseurs à long terme. À cet égard, la mise en place de l'euro a permis aux sociétés d'assurance d'opérer une large diversification géographique de leurs placements en titres de taux tout en respectant le principe de congruence, qui leur impose de couvrir leurs engagements par des actifs libellés dans la même monnaie. Ainsi, les placements en titres de créance émis par des résidents des autres pays de la zone euro sont désormais du même ordre que ceux effectués en titres émis par des résidents français. Les premiers comme les seconds représentent plus de 40% du montant total des titres de créance détenus par les sociétés d'assurance.

Contrairement à une idée reçue, les avoirs des sociétés d'assurance françaises en titres du secteur privé résident (13 % placés en titres des institutions financières et 7 % en titres des sociétés non financières) excèdent ceux qu'elles détiennent sur les administrations publiques résidentes, qui ne représentent que 14 % du total détenu. Pour autant, la part des actions émises par les sociétés non financières résidentes reste modeste (environ 4 % du portefeuille), même si elle est probablement sous-estimée en raison de la difficulté à identifier les titres non cotés. Entre autres répercussions de la crise financière, le développement des placements en actions des assureurs a été pénalisé au cours des deux dernières années par la forte volatilité des marchés d'actions qui a notamment réduit l'appétence des épargnants pour les contrats en unités de compte adossés à des OPCVM plus ou moins exposés au risque actions.

## INTRODUCTION

La présente étude, élaborée conjointement par les services de l'Autorité de Contrôle des Assurances et des Mutuelles (ACAM) et de la Banque de France, porte sur les placements effectués par les organismes d'assurance, principalement en représentation de leurs engagements vis-à-vis des assurés. Les « provisions techniques », traduction comptable de ces engagements, constituent la part la plus importante du passif du bilan de ces organismes qui doivent conserver en contrepartie des actifs sûrs et suffisamment liquides.

En France, les engagements des organismes d'assurance vis-à-vis des ménages représentent près de 40 % des actifs financiers détenus par ces derniers<sup>1</sup>. La façon dont cet encours d'épargne financière est réinvesti revêt dès lors une importance essentielle pour le financement de l'économie française.

Au sein du secteur, les assureurs-vie ou mixte<sup>2</sup> gèrent la majorité des contrats souscrits dans une optique d'épargne (« contrats en euros »), et l'ensemble des engagements en unités de compte pour lesquels l'assuré supporte l'intégralité du risque.

De ce fait, leurs engagements, qui sont essentiellement contractés à long terme, les

conduisent à capitaliser les primes reçues pendant toute la durée des contrats et à détenir de façon permanente des actifs en contrepartie des engagements pris. Les placements du secteur des assurances sont donc principalement le fait des organismes pratiquant l'assurance-vie. Pour leur part, les compagnies d'assurance non-vie couvrent la plupart des risques de dommages aux biens et les risques relatifs à la personne non liés à la durée de la vie humaine (incapacité, invalidité, santé) : elles prennent essentiellement des engagements à court terme (moins d'un an) et règlent, en général, les dossiers de sinistres dans un délai inférieur à 2 ans, excepté en construction ou en responsabilité civile médicale. Les institutions de prévoyance et les mutuelles<sup>3</sup> sont en dehors du champ de l'étude.

L'analyse des placements des assureurs présentée ici s'appuie à la fois sur les états agrégés des placements et sur les états annuels détaillés des placements qui, conformément à l'article A.344-3 du Code des assurances, recensent titre par titre la totalité des actifs détenus.

---

<sup>1</sup> Source : Banque de France – Comptes financiers nationaux. En comptabilité nationale, le secteur des assurances inclut les sociétés d'assurance ou de réassurance (Code des assurances), les institutions de prévoyance (Code de la sécurité sociale et code rural) et les mutuelles (Code de la mutualité).

<sup>2</sup>

- L'assurance-vie propose des contrats dont les prestations reposent sur la survie ou le décès d'une personne ou d'un groupe de personnes.
- L'assurance non-vie couvre les opérations des branches non couvertes par l'assurance vie.
- Parmi les opérations non-vie, l'ensemble santé, accidents corporels, dépendance et assurance emprunteur est appelé dommages corporels.

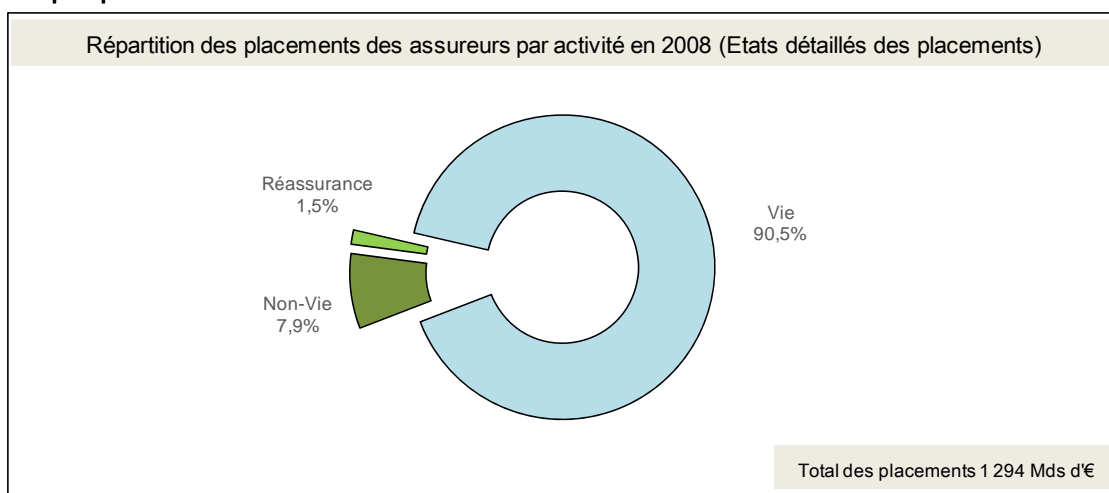
Un assureur vie ne peut pas pratiquer l'assurance non-vie, à l'exception des opérations en dommages corporels. Dans ce cas il est appelé assureur mixte.

<sup>3</sup> Les institutions de prévoyance et les mutuelles n'étant pas couvertes par cette étude, toutes les références faites au secteur de l'assurance ne visent que les sociétés relevant du Code des assurances.

Elle porte sur les années 2006 à 2008, mais attache une attention particulière à la dernière année en cherchant à identifier les répercussions éventuelles de la crise financière sur la politique de placement des assureurs. Elle couvre 108 sociétés d'assurance et de réassurance du marché français, détenant un montant total de 1 294 milliards d'euros de placements, soit plus de 90 %

du total des portefeuilles des institutions régies par le Code des assurances. Sur l'échantillon étudié, les placements des opérations vie sont légèrement surreprésentés : ils constituent plus de 90 % des actifs de l'échantillon, alors que cette part s'élève à 86 % pour l'ensemble du secteur<sup>4</sup>.

### Graphique 1 :



Les états détaillés des placements ont été exploités de façon à obtenir une ventilation de l'ensemble du portefeuille des assurances par type d'instrument financier, zone géographique et secteur bénéficiaire, ainsi qu'en fonction de caractéristiques de durée et de rendement des supports d'investissement. Par ailleurs, la mise en transparence des titres des organismes de placement collectif de valeurs mobilières (OPCVM) détenus par les assurances<sup>5</sup> a permis d'identifier les bénéficiaires finaux des financements<sup>6</sup>.

Le gain en précision sur la destination finale des placements qu'apporte l'exploitation des états détaillés titre par titre est toutefois amoindri par le fait que la nature de certains actifs ne peut être précisée dans le cadre de cette étude. Par conséquent, tous les actifs qui ne peuvent être aisément identifiés au moyen d'un code ISIN ou de tout autre attribut ont été regroupés dans le poste « Autres placements » : tel est le cas des actions non cotées, des immeubles et des produits dérivés, pour lesquels il apparaît un écart important

<sup>4</sup> Cf. Tableau 2

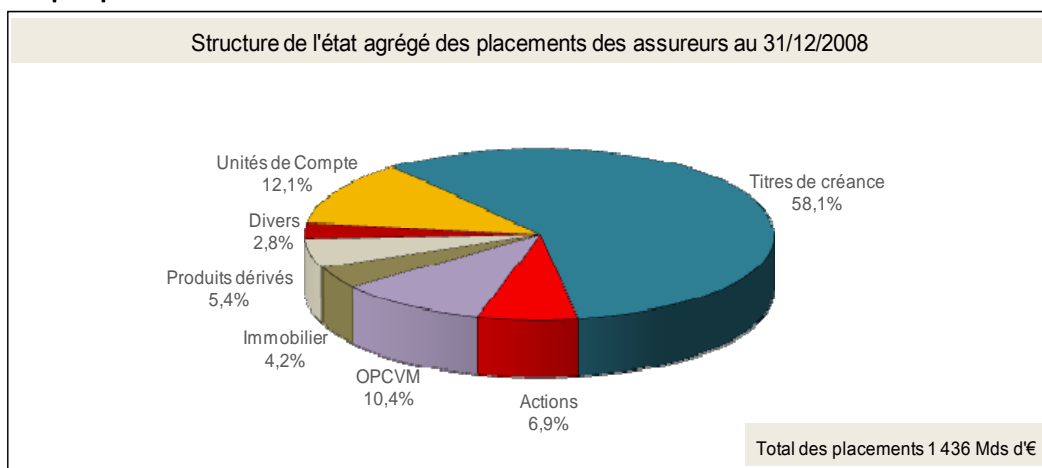
<sup>5</sup> C'est à dire le remplacement à due proportion des titres d'OPCVM qu'elles détiennent en portefeuille par les titres détenus par les OPCVM concernés.

<sup>6</sup> Il convient de garder à l'esprit que les actifs finaux pouvant indifféremment représenter des contrats en euros et des contrats en unités de compte, le risque sur les actifs mis en transparence est partagé dans une certaine mesure entre les assureurs et les ménages souscripteurs des contrats.

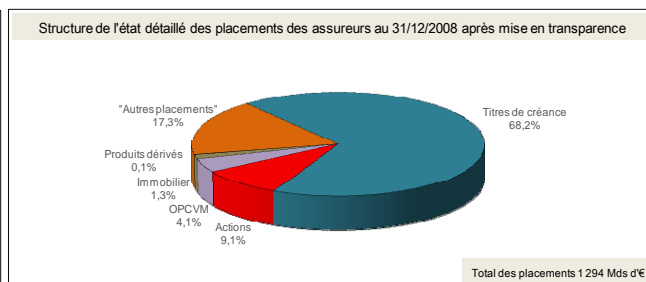
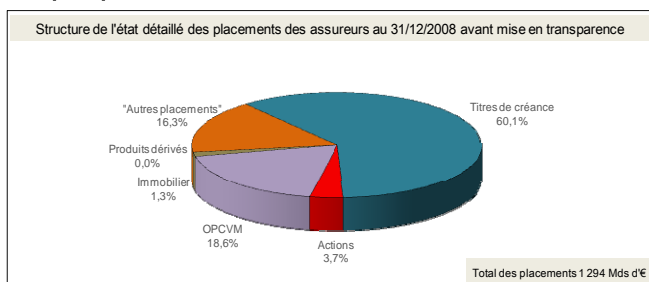
entre le poids qu'ils représentent dans l'état agrégé des placements remis par chaque entreprise d'assurance (cf. graphique 2) et celui ressortant de l'état détaillé correspondant (cf. graphiques 3 et 4). Ainsi, par exemple, la part des actions détenues en direct ayant pu être identifiées dans les états

détaillés (3,7 % dans le graphique 3) est nettement inférieure à ce qu'elle représente dans les états agrégés (6,9 % dans le graphique 2). Cela étant, la mise en transparence des OPCVM permet d'en identifier un plus grand nombre (9,1 % dans le graphique 4).

**Graphique 2 :**



**Graphiques 3 et 4 :**



Les résultats présentés portent sur les placements en valeur de réalisation au 31 décembre de chacune des années considérées. Les valeurs de réalisation, contrairement aux valeurs comptables,

intègrent les plus ou moins-values latentes (cf. encadré « Données comptables et processus de surveillance »).

## Données comptables et processus de surveillance

### Bilans résumés des assureurs vie-mixte et des assureurs non-vie

Les assureurs vie et mixtes du code des assurances				Les assureurs non-vie du code des assurances			
Bilan résumé 2008 en milliards d'euros				Bilan résumé 2008 en milliards d'euros			
Réassureurs	36,9	50,8	Fonds propres	Réassureurs	21,7	42,1	Fonds propres
Placements	1 061,8	1 023,5	Provisions	Placements	144,5	121,8	Provisions
Placements UC	183,2	184,3	UC	Placements UC	0,0	0,0	UC
Autres actifs	65,2	88,4	Autres passifs	Autres actifs	28,9	31,1	Autres passifs
<b>Total actif</b>	<b>1 347,1</b>	<b>1 347,1</b>	<b>Total passif</b>	<b>Total actif</b>	<b>195,1</b>	<b>195,1</b>	<b>Total passif</b>
<i>Plus-values latentes</i>	-14,2			<i>Plus-values latentes</i>	14,7		
<i>Bilan en valeur de marché</i>	1 332,9			<i>Bilan en valeur de marché</i>	209,7		

Le processus actuel de surveillance des entreprises d'assurance est en majeure partie mis en œuvre sur la base des normes comptables françaises applicables aux organismes d'assurance, qui pour l'essentiel reposent sur le coût amorti. Ces normes présument que la constitution d'une « provision pour dépréciation durable » est nécessaire sur le portefeuille des titres non amortissables (actions, titres d'OPCVM) lorsqu'une baisse de plus de 20 à 30 % est constatée pendant six mois en période de forte volatilité. Si cette baisse est jugée durable en prenant en compte une valeur recouvrable déterminée à l'horizon de détention, une dépréciation est constituée sur la base de cette valeur. Une « provision pour risque d'exigibilité » est également requise, lorsque le portefeuille des actions, OPCVM et actifs immobiliers est globalement en moins-value latente. La constitution de cette provision bénéficie, toutefois, de mesures d'étalement dans le temps. Par ailleurs, les plus-values ou moins-values latentes sont prises en compte dans le cadre du contrôle prudentiel exercé par l'ACAM pour l'appréciation de la marge de solvabilité (Cf. tableau ci-dessus).

Un petit nombre des 1 420 organismes d'assurance exerçant leur activité en France publient leurs comptes selon les normes IFRS (International Financial Reporting Standards). Ce sont essentiellement les groupes d'assurance cotés auxquels il convient d'ajouter certains sous-groupes d'assurance affiliés à des groupes bancaires. La norme « Comptabilisation et évaluation des instruments financiers » (IAS 39) revêt pour eux une importance cruciale puisqu'elle contribue à la détermination du résultat consolidé. En réponse aux recommandations du G20 de Londres (avril 2009), cette norme fait l'objet d'une révision visant à la simplifier. Les modes de valorisation des actifs pourraient ainsi être réduits à deux : la valorisation au coût amorti et la valorisation en juste valeur par le résultat.

Par ailleurs, dans le domaine de la surveillance prudentielle des entreprises et des groupes d'assurance en Europe, la « juste valeur », va prendre une importance grandissante. En effet, le nouveau dispositif prudentiel Solvabilité II qui a été voté par le parlement européen en avril 2009 et entrera en application en 2012 reposera sur une évaluation économique du bilan et des capitaux propres. Cette valorisation économique du bilan revient à évaluer l'ensemble des actifs sur la base de leur valeur d'échange et les passifs sur la base de leur valeur de transfert selon des principes similaires à ceux qui ressortent des normes IFRS mais selon des modalités qui pourraient s'avérer différentes, aboutissant, pour les groupes d'assurance cotés, à une seconde vue de leur bilan consolidé.

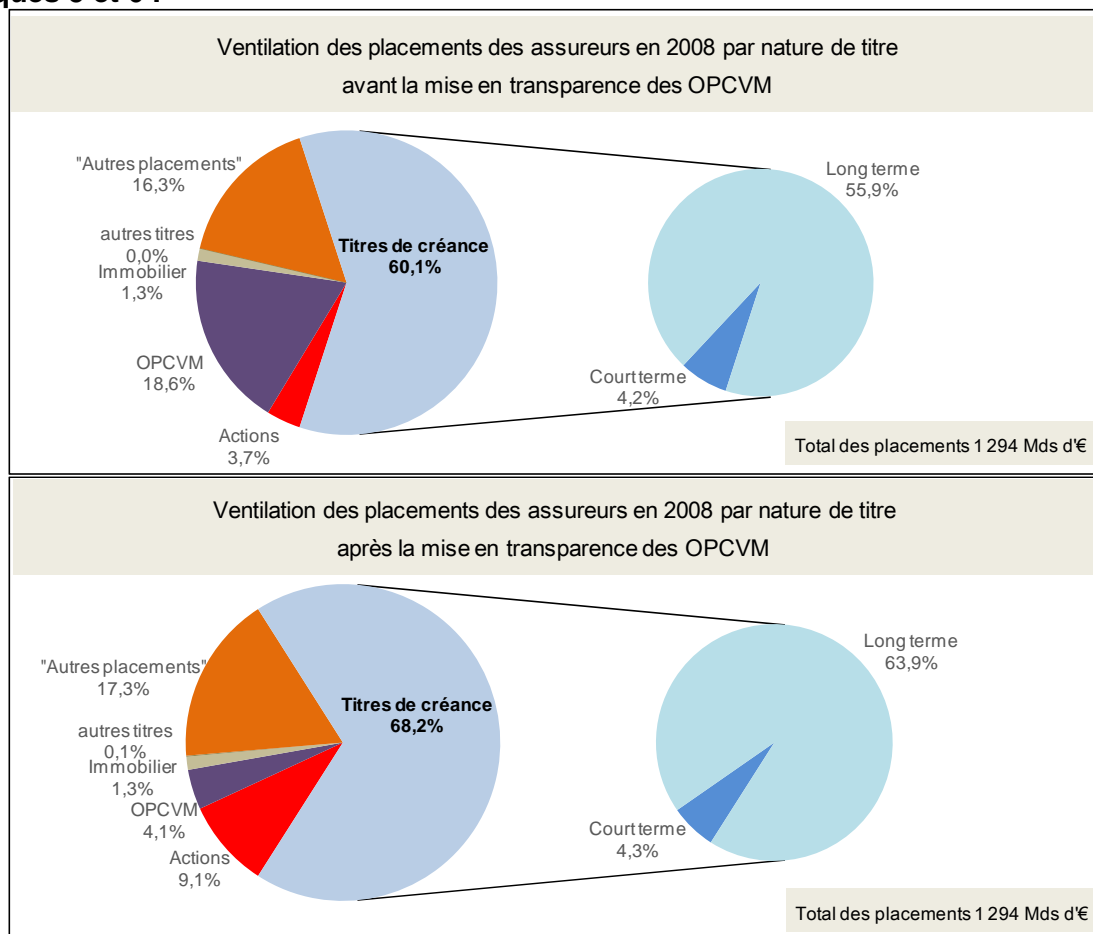
## PREMIERE PARTIE

### Structure des placements des assureurs par type d'instruments et par secteur bénéficiaire

Dans le cadre de cette étude, les placements ont été analysés indépendamment des critères pruden­tiels habituellement mis en œuvre. Les ventilations obtenues regroupent ainsi les placements effectués en représentation des engagements réglementés<sup>7</sup>, les placements dits « libres » et ceux représentatifs des contrats en unités de compte<sup>8</sup>.

Les premiers représentent de loin la part la plus importante des placements (plus de 90 %). La réglementation qui leur est applicable (art. R332-2 du Code des assurances) influence donc fortement le choix des investissements des organismes d'assurance.

#### Graphiques 5 et 6 :



<sup>7</sup> Art. R.331-1 du Code des assurances. Ils recouvrent les provisions techniques, les autres créances privilégiées, les dépôts de garantie des agents, des assurés et des tiers, la réserve d'amortissement des emprunts et la provision de prévoyance en faveur des employés.

<sup>8</sup> Pour les assureurs vie



## 1.1. Les titres de créance

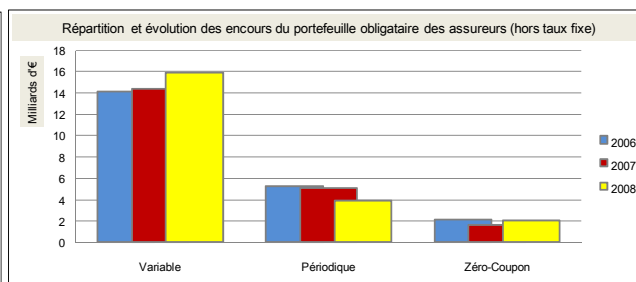
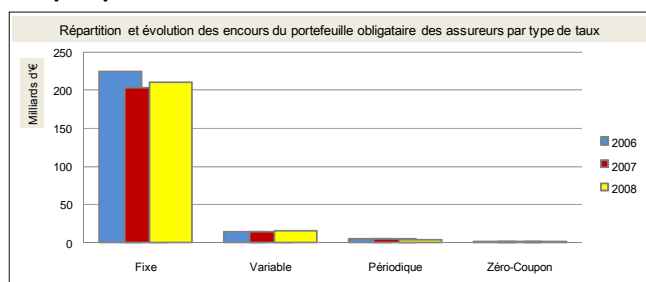
L'existence d'engagements de rémunération (taux minimum garanti) et le caractère liquide de la majorité des placements d'assurance vie (contrats rachetables) conduisent les assureurs à détenir dans leur portefeuille une part importante de titres de créance<sup>9</sup>, principalement à long terme. Cette part atteint 60 % en détention directe. Elle s'élève à 68 % lorsqu'on prend également en compte les titres détenus par l'intermédiaire d'OPCVM.

La prise en compte des caractéristiques individuelles des titres figurant dans les états

détaillés des placements permet de préciser la structure du portefeuille obligataire des organismes d'assurance. Toutefois, il convient d'indiquer que ces caractéristiques ont été déduites de l'analyse d'un échantillon plus réduit de titres, essentiellement résidents, pour lesquels les informations nécessaires ont pu être rassemblées.

La ventilation des obligations par type de rémunération met en évidence la prédominance des titres à taux fixe (cette analyse a porté sur 42 % du portefeuille).

### Graphiques 7 et 7 bis :



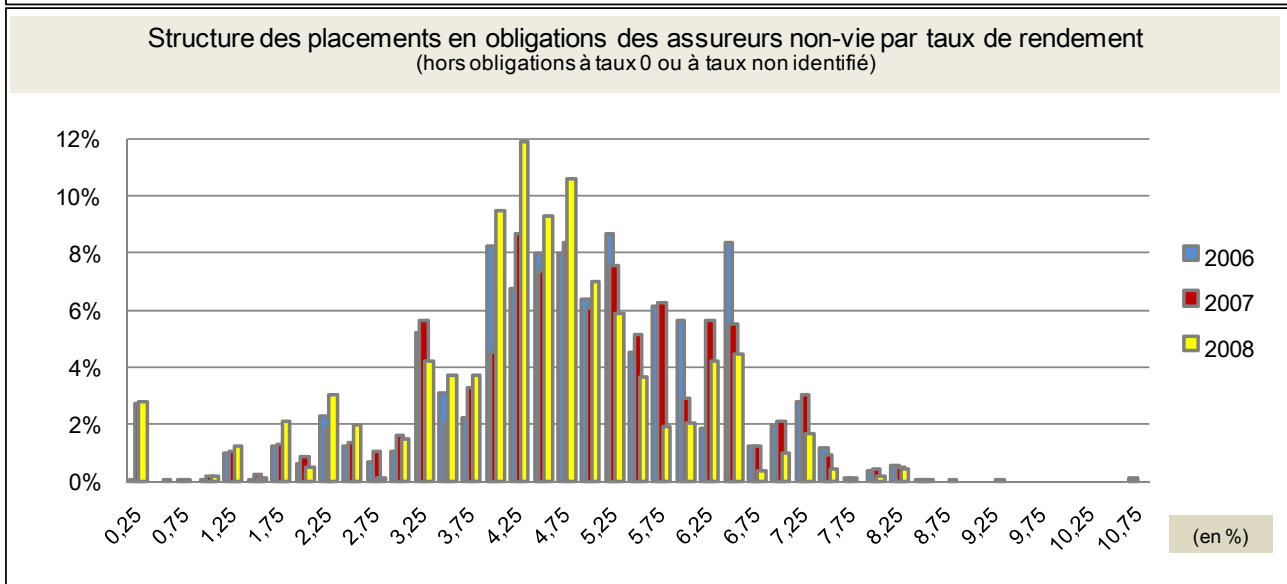
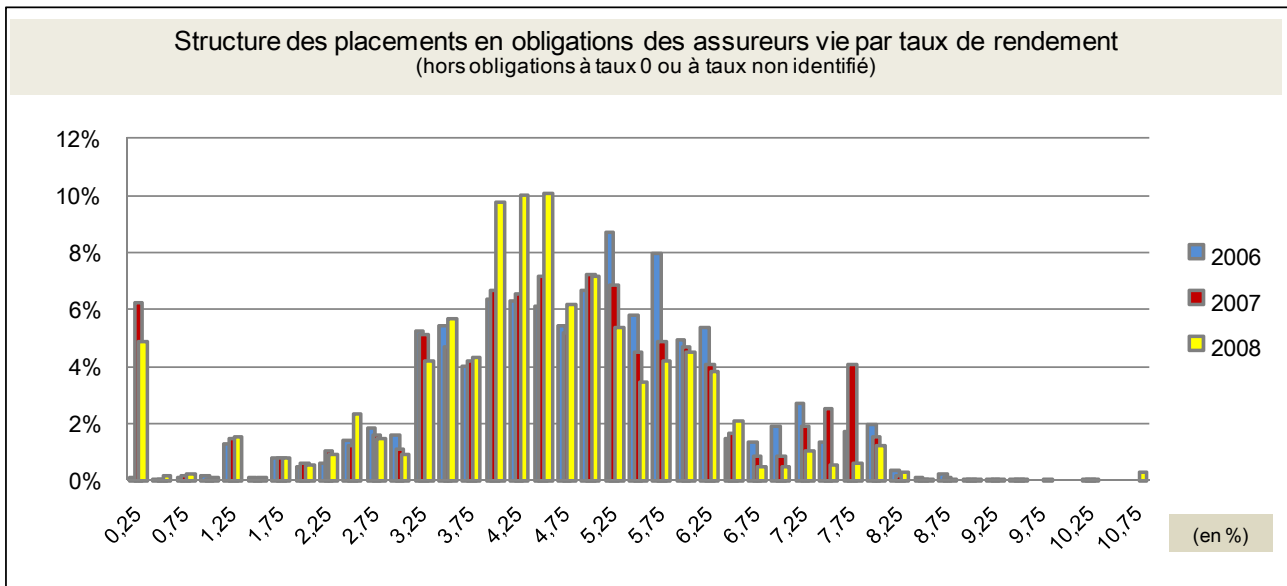
L'analyse de l'évolution de la distribution des taux de rendement des titres obligataires en portefeuille de 2006 à 2008<sup>10</sup> (qui a porté sur 36 % du portefeuille en 2008, cf. graphiques 8 et 9) met en évidence la forte réduction de la part des titres bénéficiant d'une rémunération supérieure à 5 %. En contrepartie, la part des titres assortis d'un taux de rendement compris entre 4 % et 5 % a nettement augmenté.

Au total, le taux de rendement moyen du portefeuille obligataire a baissé d'environ 50 points de base entre 2006 et 2008. Cette évolution s'explique principalement par le remplacement dans le portefeuille des assureurs d'obligations anciennes au rendement élevé arrivées à échéance par des titres plus récents et moins bien rémunérés.

<sup>9</sup> Les titres de créance regroupent principalement les obligations, les titres de créance négociables et les titres émis par l'État. On peut distinguer les titres de créance à court terme (bons du Trésor, billets de trésorerie, certificats de dépôt et BISF) et les titres de créance à long terme (obligations, BMTN, EMTN et parts de FCC).

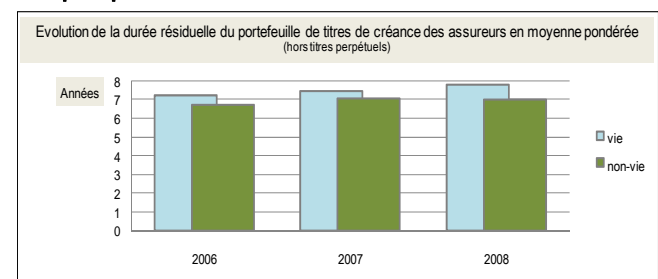
<sup>10</sup> Le taux de rendement a été calculé en rapportant l'intérêt nominal de l'emprunt obligataire à la valeur comptable brute de celui-ci. Il s'agit donc d'un taux de rendement à l'acquisition.

**Graphiques 8 et 9 :**



L'analyse de la durée moyenne résiduelle du portefeuille de titres de créance des assureurs met en évidence des différences de comportement assez sensibles entre les assureurs-vie et non-vie (cf. graphiques 10, 11 et 12).

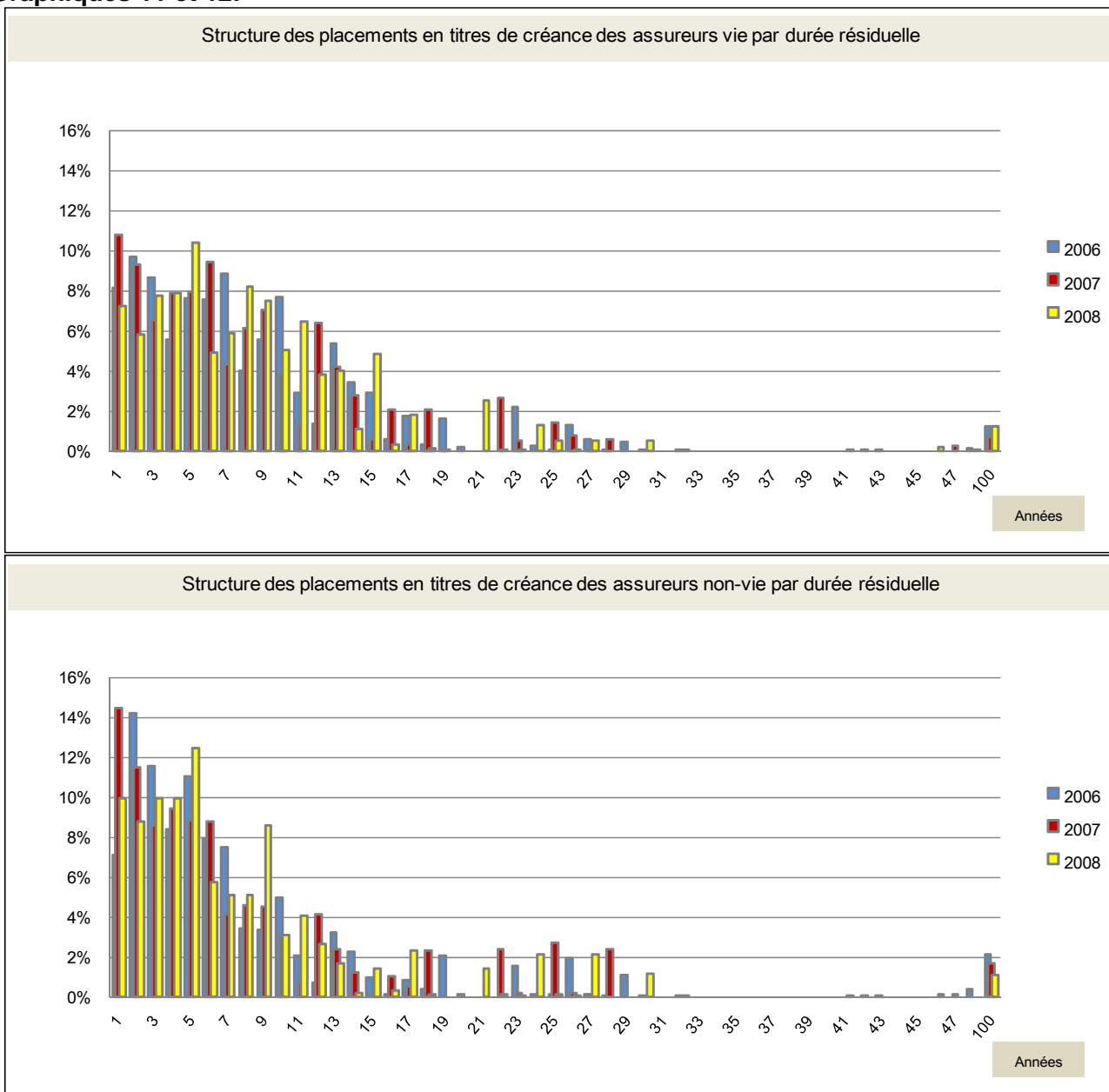
**Graphique 10 :**



Sur la période considérée, la durée résiduelle moyenne pondérée (hors titres perpétuels<sup>11</sup>) augmente nettement pour les opérations d'assurance sur la vie, notamment au cours de l'année 2008, jusqu'à atteindre 7,8 années. Pour les autres opérations, la durée résiduelle moyenne pondérée des titres de créance détenus s'allonge

également entre 2006 et 2007 ; en revanche, elle fléchit quelque peu en 2008, revenant à 7,0 années, les compagnies d'assurance non-vie pouvant avoir cherché à tirer parti de l'inversion de la courbe des taux.

**Graphiques 11 et 12:**



<sup>11</sup> Les titres perpétuels figurent sur les graphiques 11 et 12 avec une durée virtuelle de 100 ans.

Il est également intéressant de noter que sur la base de l'échantillon analysé, le portefeuille obligataire des assureurs non-vie présente une durée résiduelle moyenne assez proche de celle observée pour les assureurs-vie.

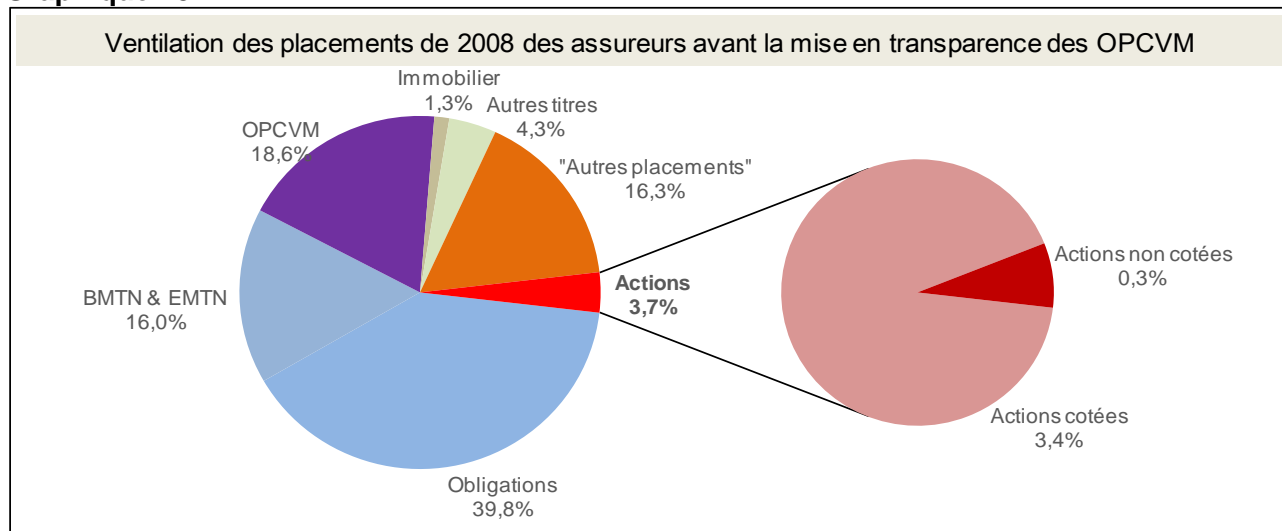
Cette gestion de l'actif sur un horizon plus long que la durée théorique de leur passif en non-vie peut s'expliquer par la grande stabilité de contrats, certes annuels, mais souvent reconduits tacitement.

## 1.2. Les actions

L'analyse des placements en actions des organismes d'assurance impose de revenir aux états agrégés étant donné la difficulté d'appréhender à partir des états détaillés titre par titre le montant exact de leurs avoirs en actions non cotées. D'après l'état agrégé des placements à fin 2008, les actions détenues en direct<sup>12</sup> représentent 3,8 % des actifs des compagnies d'assurance-vie et 12,6 % de ceux des compagnies d'assurance non-vie. Chez les assureurs non-vie, l'investissement en actions s'explique par la gestion d'une plus grande proportion d'actifs

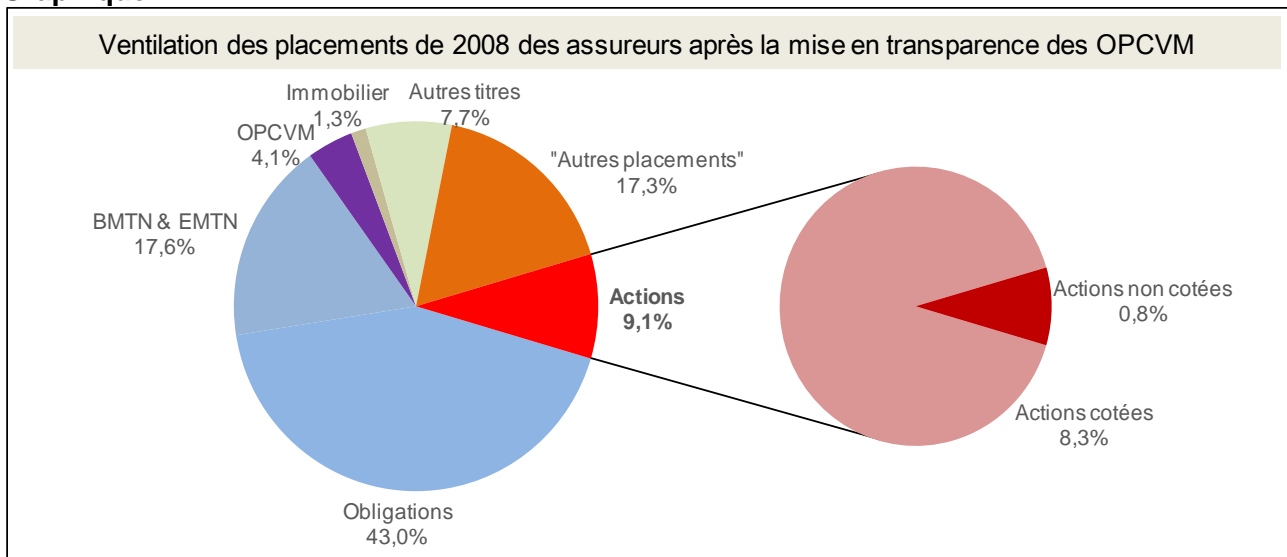
« libres », correspondant aux surplus de fonds propres par rapport aux minima réglementaires mais répond également à la nécessité de couvrir des risques à très long terme tels que le risque construction ou la responsabilité civile médicale. Pour les assureurs couvrant ce type de risque, particulièrement sensible à l'inflation, la détention d'actions est aussi un moyen de couverture du risque inflation porté au passif.

**Graphique 13 :**



<sup>12</sup> À l'exclusion des participations intra-groupe importantes en assurance non-vie.

**Graphique 14 :**



Les montants investis en actions comprennent des titres non cotés pour respectivement 0,7 % et 6,4 % du total des actifs. De fait, des engagements ont été pris par les assureurs auprès des pouvoirs publics pour accroître leurs investissements dans les petites et moyennes entreprises (PME) à fort potentiel de croissance, notamment les PME innovantes non cotées ou cotées sur un marché non réglementé. Les fonds à risque (FCPR et fonds alternatifs) représentent quant à eux 1,1 % des actifs des assureurs vie et 1,5 % de ceux des assurances non-vie.

Par ailleurs, des montants non négligeables d'actions sont détenus via des OPCVM « actions » ou « diversifiés » (4,6 % des actifs des assurances vie à titre d'investissements sous-jacents des contrats en unités de compte, et 6,1 % de celui des assurances non-vie). Ainsi, le secteur de l'assurance est le principal détenteur de titres d'OPCVM actions et diversifiés domiciliés en

France, sa quote-part représentant plus de 50 % des titres émis par ces OPCVM à fin 2008.

Ces différentes données montrent que le chiffrage des placements en actions à partir des états détaillés titre à titre (9,1 % des actifs après mise en transparence, cf. Tableau 1) peut encore conduire à les sous-estimer dans des proportions significatives, les référentiels titres n'étant guère d'un grand secours pour identifier les actions sans code ISIN.

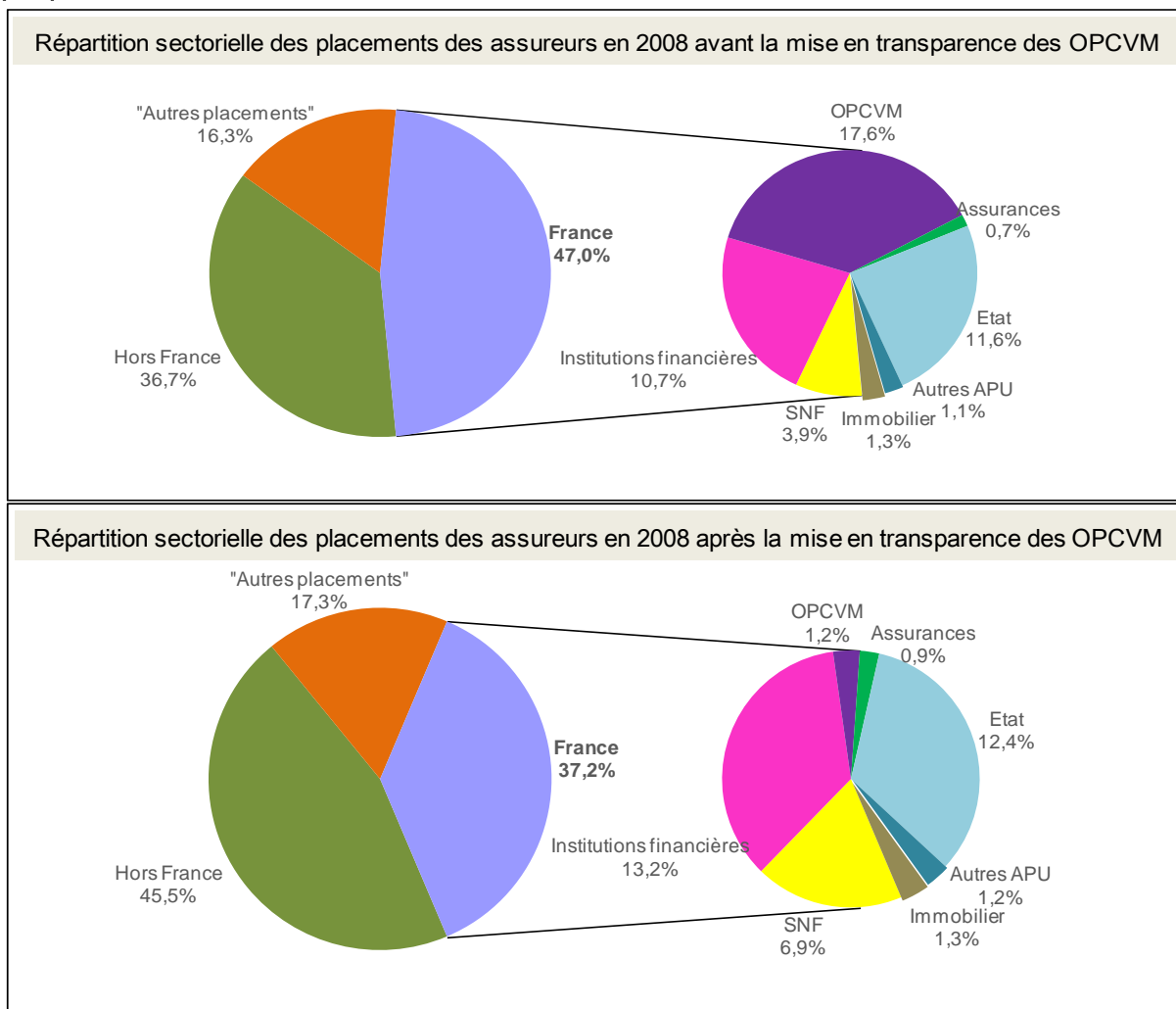
Néanmoins, l'analyse des portefeuilles titre à titre permet de préciser la répartition géographique de ces placements en actions entre les titres émis par les sociétés non financières résidentes (4,1 % du total des actifs) et ceux émis par des entités non résidentes (3,8 %, dont 1,8 % pour les seules actions émises par des sociétés non financières de la zone euro, cf. Tableau 1).

### 1.3. Répartition sectorielle des placements

En 2008, les compagnies d'assurance consacrent 13,6 % de leurs placements au financement du secteur des administrations publiques françaises, principalement sous la forme de titres d'État.

La part des placements en titres émis par les institutions financières résidentes (hors assurances) est à peine moins élevée (13,2 %).

#### Graphiques 15 et 16 :



En regard, la participation directe de l'assurance au financement de l'économie marchande apparaît plus modeste : les avoirs des assurances en titres de toutes natures émis par les sociétés non financières résidentes représentent 6,9 % du total des placements du secteur (chiffre minoré du fait de la sous-évaluation des actions non cotées).

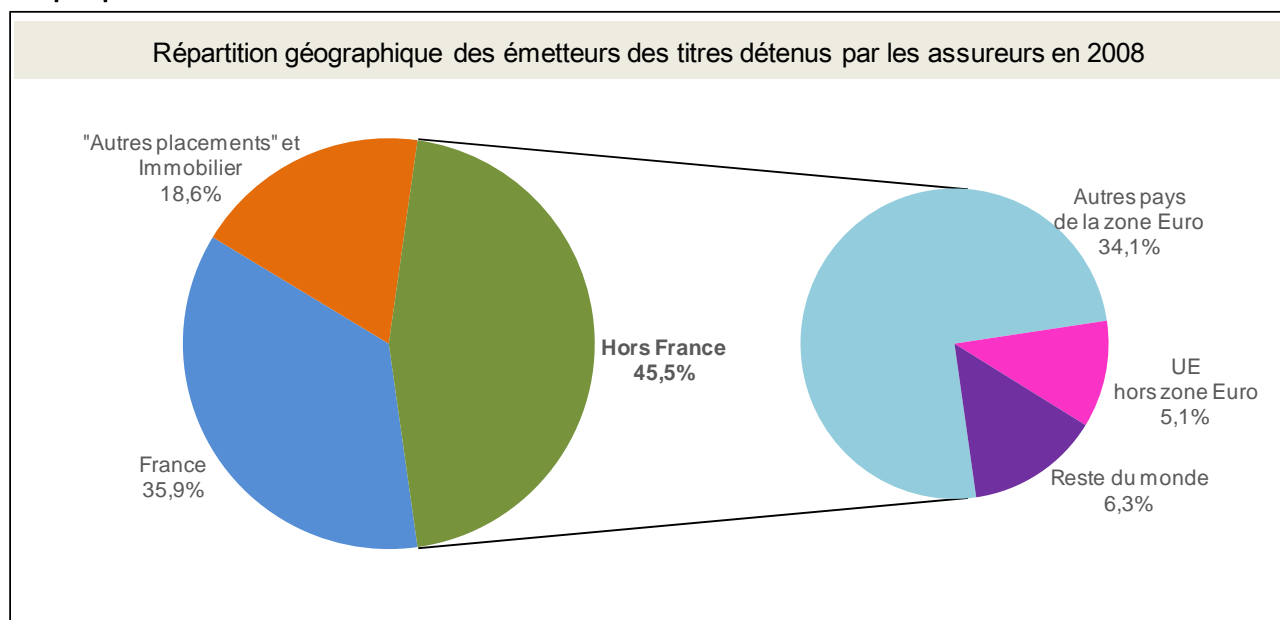
Il s'agit majoritairement d'actions (59,5 %), le reste étant constitué de titres de créance (40,5 %). Il convient toutefois de relever que la mise en transparence des OPCVM porte le pourcentage de titres émis par des sociétés non financières résidentes et détenus par les assureurs de 3,9 % à 6,9 %.

## 1.4. Répartition géographique des placements

Le principe de congruence que doivent respecter les organismes d'assurance (Art. R.332-1 alinéa 2 du Code des assurances) stipule que les engagements pris dans une monnaie doivent être couverts par des actifs congruents, c'est-à-dire libellés ou réalisables dans cette monnaie. Dans ce contexte, le passage à l'euro a largement favorisé la diversification géographique des placements des assureurs français, le principe de congruence les autorisant à investir hors de France en titres libellés en euros.

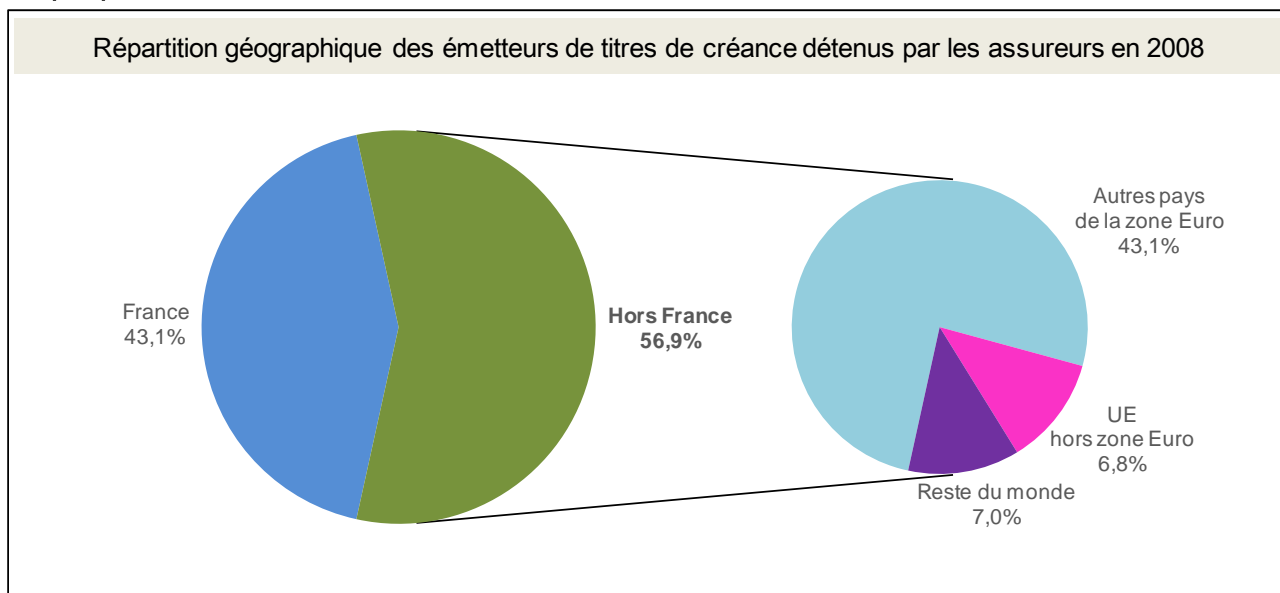
De fait, à fin 2008, les avoirs des assureurs en titres émis par des non résidents représentent 45,5 % du total de leurs placements, dont 34,1 % recouvrent des titres d'émetteurs de la zone euro (hors France). En particulier, sur le seul segment des titres de créance, le poids des émetteurs non résidents de la zone euro est désormais équivalent à celui des émetteurs résidents (43 %) <sup>13</sup>.

Graphique 17 :



<sup>13</sup> Les quatre pays émetteurs occupant les premières positions dans le portefeuille de titres de créance des assureurs en 2008 sont l'Espagne (7,9%), les Pays-Bas (7,7%), l'Italie (7,5%) et l'Allemagne (6,1%).

**Graphique 18 :**



De même, la répartition sectorielle du portefeuille de titres de créance des assureurs est assez proche entre les titres d'émetteurs résidents et ceux d'émetteurs résidents de la zone euro : dans un cas comme dans l'autre, les titres d'administrations publiques y représentent une part prépondérante

(13,6 % du total des placements pour la France et 14,6 % pour la zone euro), ainsi que les institutions financières (12,7 % pour la France et 12,9 % pour la zone euro) (cf. Tableau 1).

**Tableau 1 : Ventilation par nature de titre et secteur émetteur des placements des assureurs en 2008 après mise en transparence des OPCVM (en% du total des placements) :**

	France						Sous-total France	Autres pays de la zone Euro						Sous-total zone Euro	UE hors zone Euro	Reste du monde	Immobilier	"Autres placements"	Total
	SNF	Institutions financières	OPCVM	Assurances	Etat	Autres APU		SNF	Institutions financières	OPCVM	Assurances	Etat	Autres APU						
Titres de créance	2,8%	12,7%		0,3%	12,4%	1,2%	29,4%	1,6%	12,9%		0,3%	14,5%	0,1%	29,4%	4,6%	4,8%			68,2%
Court terme	0,3%	2,3%		0,0%	0,6%	0,0%	3,3%	0,1%	0,4%		0,0%	0,1%	0,6%	0,2%	0,1%				4,3%
Long terme	2,5%	10,3%		0,3%	11,8%	1,2%	26,0%	1,5%	12,5%		0,3%	14,5%	0,1%	28,8%	4,4%	4,7%			63,9%
Actions	4,1%	0,5%		0,6%			5,3%	1,8%	0,4%		0,1%		2,3%	0,4%	1,1%				9,1%
autres titres	0,0%	0,0%					0,0%							0,1%	0,0%				0,1%
OPCVM			1,2%				1,2%			2,3%				0,0%	0,5%				4,1%
Immobilier																1,3%			1,3%
"Autres placements"																		17,3%	17,3%
<b>Total</b>	<b>6,9%</b>	<b>13,2%</b>	<b>1,2%</b>	<b>0,9%</b>	<b>12,4%</b>	<b>1,2%</b>	<b>35,9%</b>	<b>3,4%</b>	<b>13,3%</b>	<b>2,3%</b>	<b>0,4%</b>	<b>14,5%</b>	<b>0,1%</b>	<b>34,1%</b>	<b>5,1%</b>	<b>6,3%</b>	<b>1,3%</b>	<b>17,3%</b>	<b>100,0%</b>

NB : Dans ce tableau, ainsi que dans les graphiques correspondants, la somme des composantes peut ne pas être égale au total, en raison des arrondis.



## DEUXIEME PARTIE

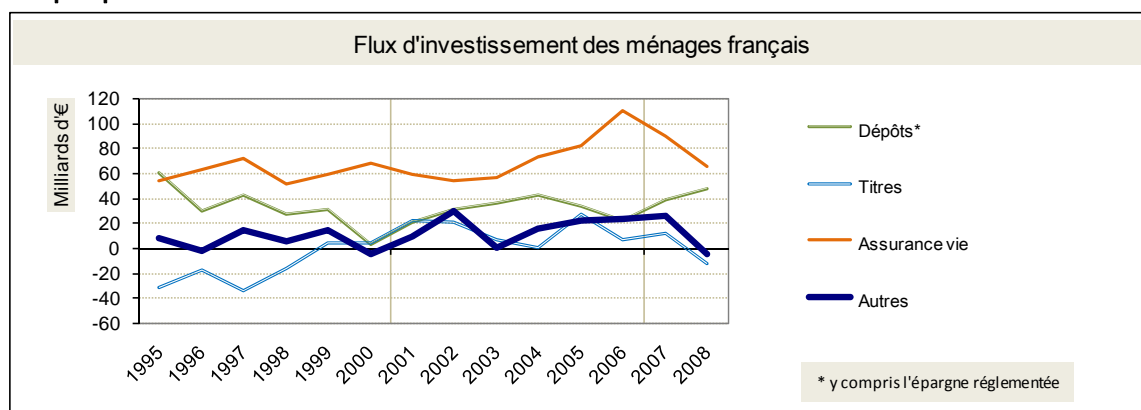
### La crise financière et les placements des assureurs

En 2008, les répercussions de la crise financière sur le portefeuille des placements des assureurs ont emprunté plusieurs canaux. À des arbitrages de portefeuille essentiellement réalisés à l'initiative des assurés eux-mêmes, se sont ajoutés des effets de valorisations fortement négatifs.

En réponse à la volatilité accrue des marchés financiers, les ménages français ont ainsi procédé

à un certain nombre d'arbitrages sur leurs portefeuilles d'actifs financiers et au sein de leurs placements en contrats d'assurance vie et de capitalisation. Bien que les contrats d'assurance vie continuent de constituer la première destination des placements des ménages français en 2008, leur flux de souscriptions nettes se réduit quelque peu au profit de la formation de dépôts bancaires.

Graphique 19 :

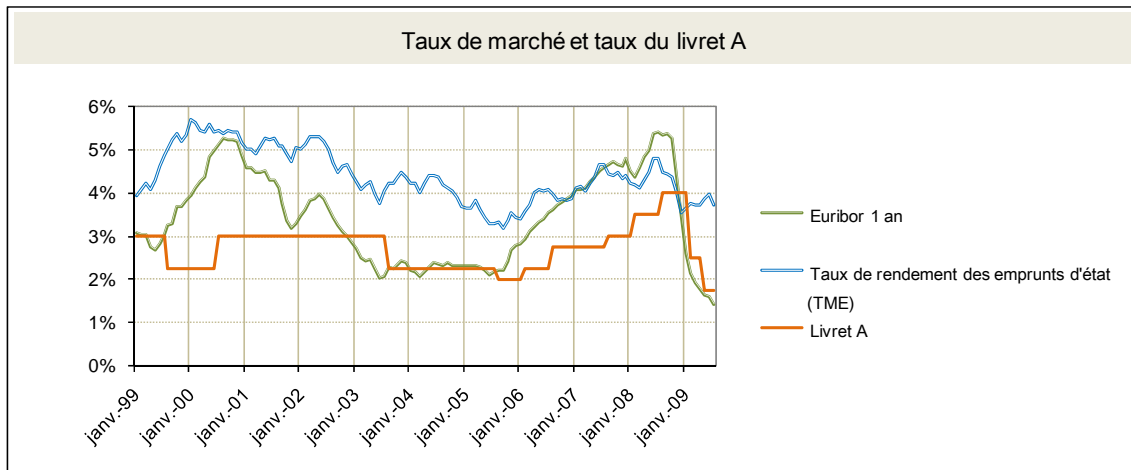


Source : Banque de France – Comptes financiers trimestriels

La volatilité des marchés et la dégradation des perspectives économiques a en effet favorisé la constitution d'une épargne de précaution sous une forme plus liquide. Cette évolution a été accentuée par le regain d'attractivité des produits monétaires observé en liaison avec la hausse des taux

d'intérêt à court terme entre juillet 2007 et septembre 2008. Le niveau élevé au second semestre 2008 des taux de rémunération des livrets d'épargne réglementée a également relancé la collecte des livrets bancaires à court terme.

Graphique 20 :



Source : Banque de France

S'agissant des contrats d'assurance-vie, les souscriptions de contrats en euros se sont poursuivies à un rythme proche des années précédentes (67 milliards d'euros) cependant que les souscriptions nettes de contrats en unités de compte devenaient négatives (-7 milliards d'euros). Jointes aux baisses de valeur enregistrées sur les actifs représentatifs des contrats en unités de compte (-54 milliards d'euros), ces évolutions ont conduit à une diminution des encours sur ces contrats de 246 milliards d'euros à 184 milliards tandis que l'encours total des provisions d'assurance vie se stabilisait au voisinage de 1 178 milliards d'euros.

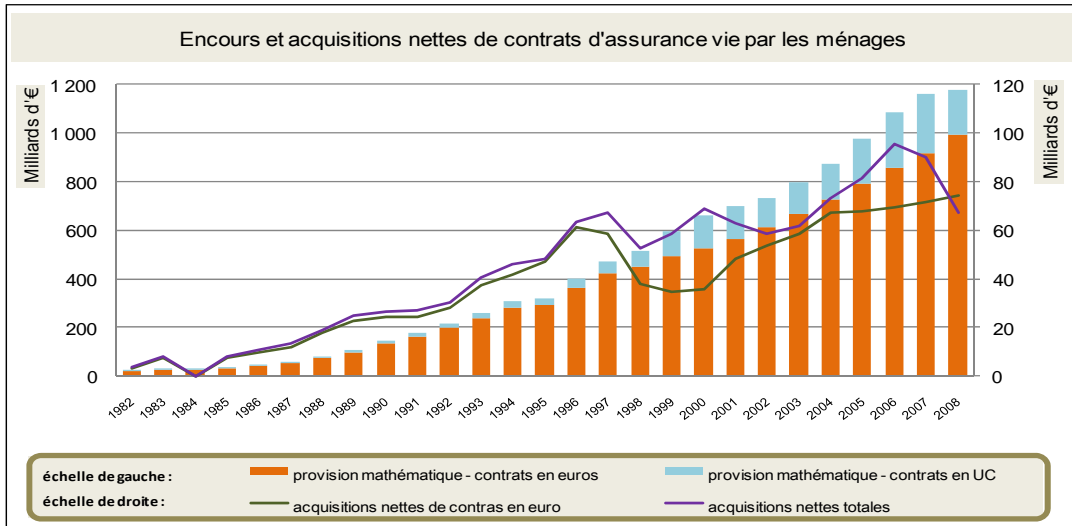
Les effets de la crise financière sur la politique d'investissement dans les produits d'assurance-vie se sont non seulement développés au travers des réallocations entre contrats en unités de compte et contrats en euros, mais encore au sein même des contrats en unités de compte, entre supports

actions et supports obligations, inversant le sens des arbitrages qui avaient, à la suite de l'amendement Fourgous<sup>14</sup> en 2005, favorisé les placements les plus risqués.

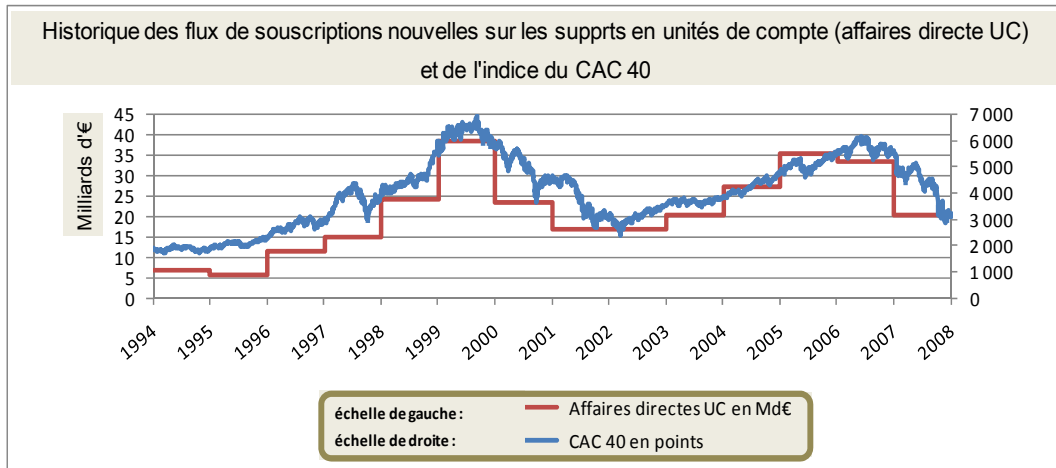
Au delà de ces arbitrages de la clientèle et des dépréciations enregistrées sur les contrats en unités de compte, la baisse des marchés d'actions et la réappréciation des risques sur les titres de créance émis par le secteur privé ont eu de sensibles répercussions sur la valorisation des actifs détenus par les organismes d'assurance et ont pu les conduire à procéder à des arbitrages de portefeuille. À fin 2008, les plus-values latentes du secteur, déjà fortement entamées à fin 2007, ne représentent plus que 5,6 milliards d'euros, soit 0,45 % des provisions techniques, contre 109,5 Mds d'euros à fin 2007 (9,4 % des provisions techniques). Ce reliquat de plus-values latentes concerne exclusivement les avoirs en obligations d'État et les placements immobiliers, alors que les placements en actions et en obligations privées présentent des moins-values latentes.

<sup>14</sup> L'amendement « Fourgous » (Loi n°2005-842 du 26 juillet 2005 pour la confiance et la modernisation de l'économie) a donné la possibilité aux titulaires de contrats d'assurance-vie libellés en euros de les transformer en contrats multi-supports sans pénalité fiscale, à condition d'investir au moins 20% sur des SICAV actions.

Graphiques 21 et 22 :



Source : ACAM

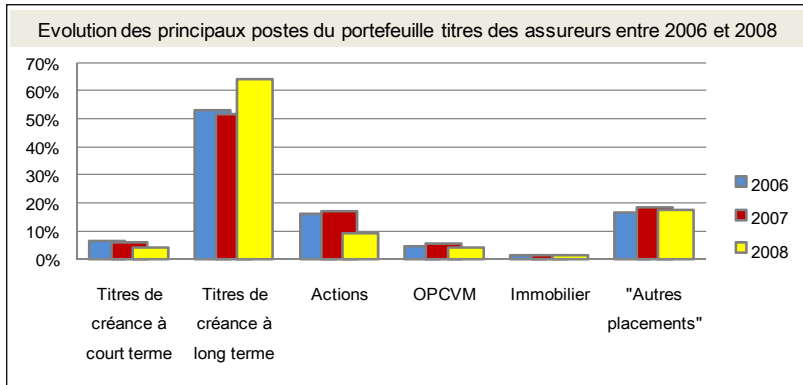


Source : ACAM

Au total, sous l'effet conjugué de ces différents facteurs, l'analyse des placements des assureurs fait ressortir une hausse de la part des titres de créance à long terme dans leur portefeuille-titres de plus de 10 points de pourcentage entre 2007 et

2008, à 64 % du total de l'encours, et une baisse de celle des actions dans des proportions similaire (de 17 % à 9 % de l'encours).

### Graphique 23 :



La crise financière semble ainsi avoir prolongé la tendance à la baisse de la part des actions dans le portefeuille des organismes d'assurance, apparue à l'occasion de la précédente crise boursière de 2002-2003. Cette évolution paraît aller à l'encontre du modèle économique traditionnel des assureurs qui, compte tenu de la durée longue de leur passif, ont vocation à investir à long terme, jouant le cas échéant un rôle contracyclique pouvant amortir les fluctuations des marchés boursiers.

Les nouveaux dispositifs comptables et prudentiels internationaux en cours d'élaboration pourraient accentuer cette évolution. En particulier, l'approche développée dans la directive européenne Solvabilité II, adoptée en avril 2009 par le Parlement européen, met en place un système de normes prudentielles

fondé sur les risques. Ceux-ci étant appréciés à un horizon d'un an, le système est moins favorable aux placements à long terme.

Dans le cadre de ce dispositif, les choix de placements des assureurs pourraient, en fonction des mesures d'application en cours de négociation, s'orienter de façon prépondérante vers les actifs peu volatils à court terme. En d'autres termes, le secteur des assurances ne serait en mesure de poursuivre le rééquilibrage de ses financements au profit de l'économie marchande que si l'étalonnage des exigences de fonds propres intègre l'horizon réel de placement.

## TROISIEME PARTIE

### Méthodologie

Les états détaillés des placements des organismes d'assurance fournissent pour chaque ligne de titres détenue la valeur brute et nette au bilan ainsi que la valeur de réalisation au 31 décembre de l'année. Après un traitement d'harmonisation rendu nécessaire par l'absence de normalisation de ces documents, ces états ont été croisés avec les référentiels titres et émetteurs de la Banque de France afin d'identifier la nature des titres, leur durée initiale, le secteur institutionnel de l'émetteur.

Pour l'exercice 2008, ont été exploités les états détaillés des placements au 31 décembre de 158 sociétés représentant un montant de placements de 1 436 milliards d'euros, soit la quasi-totalité des opérations régies par le code des assurances. Les états de 108 de ces sociétés ont pu être exploités pour un montant de placements de 1 294 milliards d'euros, soit une déperdition inférieure à 10 % par rapport aux données reçues. La proportion élevée des placements qui ont pu être analysés et sa relative stabilité (elle varie entre 88 et 92 % sur les trois années considérées) garantissent la fiabilité des conclusions obtenues. Le taux de couverture est encore supérieur (autour de 95 %) pour le secteur de l'assurance-vie, principal vecteur de l'épargne des ménages.

**Tableau 2 :**

Taux de couverture de l'exploitation des états détaillés des placements des assureurs									
(en % des placements des états récapitulatifs des placements, en valeur de réalisation)									
	total des placements des sociétés ayant pu être analysées (états détaillés des placements, milliards d'euros)			total des placements (états récapitulatifs des placements, milliards d'euros)			taux de couverture		
	2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008
Vie-Mixte	1 128	1 262	1 171	1 216	1 312	1 239	93%	96%	95%
Non-Vie	109	133	103	172	177	161	63%	75%	64%
Réassurance	16	16	20	33	44	36	49%	36%	55%
<b>total</b>	<b>1 253</b>	<b>1 410</b>	<b>1 294</b>	<b>1 422</b>	<b>1 532</b>	<b>1 436</b>	<b>88%</b>	<b>92%</b>	<b>90%</b>

Par ailleurs, les titres d'OPCVM ont été remplacés par une proportion équivalente de titres détenus par ces OPCVM afin d'obtenir un portefeuille constitué d'actions, de titres de créance et autres placements hors OPCVM. Cette mise en transparence, effectuée grâce à un processus itératif, n'a pu être appliquée qu'aux OPCVM résidents. L'identification des titres a été faite à l'aide des codes ISIN. Certains titres n'ayant pas de code n'ont pu être classés selon les différentes ventilations opérées. Une catégorie « Autres placements » a donc été créée pour classer ces titres non ventilés. Il est probable que ce poste englobe, essentiellement des actions non cotées, des titres immobiliers, certains produits structurés et des actifs émis par des non résidents.



61, rue Taitbout  
75009 Paris  
Téléphone : 01 55 50 41 41  
Télécopie : 01 55 50 41 50  
Site internet : [www.acam-france.fr](http://www.acam-france.fr)