

Les placements des organismes d'assurance à fin 2011

Gaël HAUTON

Secrétariat général de l'Autorité de contrôle prudentiel

Direction des Études

Omar BIROUK et Alain-Nicolas BOULOUX

Direction générale des Statistiques

Direction des Statistiques monétaires et financières

Les placements du secteur de l'assurance en France s'élèvent à 1 765 milliards d'euros à fin 2011. Par l'importance de leurs investissements, les assureurs jouent un rôle de premier plan dans les circuits de financement de l'économie française. Pour cette quatrième étude, le périmètre d'analyse a été élargi aux mutuelles et aux institutions de prévoyance. Si la structure globale des portefeuilles reflète très largement celle des assureurs-vie et mixtes, qui représentent 85 % de l'ensemble, l'étude met en évidence des choix d'allocation d'actifs sensiblement différents selon les acteurs. L'exercice de mise en transparence des titres d'organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) détenus par les assureurs, que ce soit en représentation des contrats en euros ou de ceux en unités de compte, permet d'apprécier les parts respectives des bénéficiaires finaux des placements du secteur ainsi que leurs évolutions.

La composition du portefeuille des assureurs par nature d'instrument, appréciée après mise en transparence, varie peu en 2011 : le portefeuille reste essentiellement investi en titres de créance avec une proportion équivalente à celle de l'an passé (73 %). L'analyse de la maturité des titres de créance fait en revanche ressortir un accroissement de la proportion des titres de court terme, qui s'établit à 6,2 % en 2011, contre 4 % en 2010. Une diminution de la durée résiduelle des titres de créance détenus directement est également observée, avant mise en transparence (8,3 ans en 2011, contre 8,7 ans en 2010), tandis que le taux de rendement nominal moyen demeure quasiment inchangé (4,4 % fin 2011, contre 4,5 % l'an passé).

Enfin, le recentrage des placements sur la France, déjà amorcé l'année dernière, se confirme en 2011. La proportion des titres investis en France après mise en transparence atteint 44,1 % du portefeuille, contre 41 % en 2010. Les principaux secteurs bénéficiaires en France des placements des assureurs pour l'année 2011 demeurent le secteur bancaire (19,4 %) et celui des administrations publiques (16,3 %) qui voient chacun leur part progresser. Les investissements en titres émis par des contreparties de la zone euro hors France se réduisent en revanche sensiblement (de 34,3 % à 29,5 %), en particulier sur le compartiment des émetteurs souverains.

Mots clés : organismes d'assurance, assureurs-vie, assureurs non-vie, provisions techniques, contrats en euros, contrats en unités de compte, placements financiers, mise en transparence, épargne des ménages, circuits de financement, titres de créance, obligations, actions

Code JEL : G22

Cette étude sur les placements des organismes d'assurance à fin 2011 est la quatrième réalisée conjointement par les services de l'Autorité de contrôle prudentiel (ACP) et de la direction générale des Statistiques de la Banque de France. Elle présente les résultats de l'exploitation des différents états annuels remis par les organismes d'assurance à l'ACP,

croisés avec les bases de données de la Banque de France sur les titres et leurs émetteurs¹. Elle s'appuie notamment sur les états réglementaires « ligne à ligne » enrichis remis par les organismes d'assurance, qui permettent d'affiner progressivement l'analyse des placements au fur et à mesure que les contrôles opérés confirment la qualité des données collectées.

ENCADRÉ I

Données sources

L'analyse repose principalement sur l'exploitation des deux états remis annuellement à l'ACP par les organismes d'assurance, conformément à l'article A. 344-3 du Code des assurances : le tableau complémentaire aux états des placements (TCEP) et l'état récapitulatif des placements (ERP).

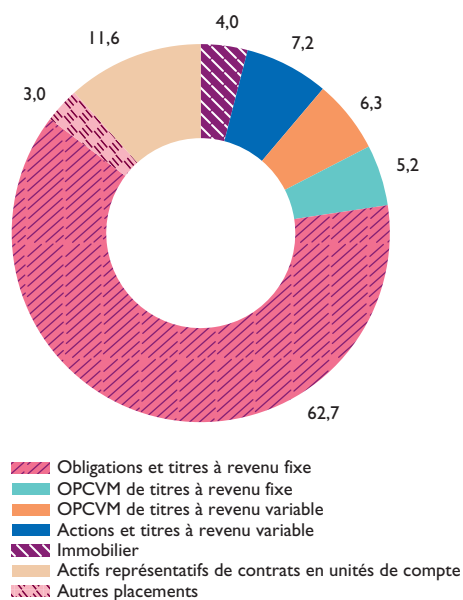
Le champ de l'étude s'élargit cette année aux placements de deux catégories d'assureurs : outre les sociétés d'assurance-vie, mixtes et non-vie (sur lesquelles portaient les analyses précédentes), les mutuelles et les institutions de prévoyance sont désormais incluses. Ce nouvel échantillon rassemble plus de 600 organismes (contre 314 pour l'étude 2010) détenant un montant total de 1 765 milliards d'euros en valeur de réalisation¹.

Le TCEP est exploité de façon à obtenir une ventilation de l'ensemble des portefeuilles par type d'instrument financier, zone géographique et secteur émetteur, ainsi qu'en fonction de caractéristiques de durée et de rendement des supports d'investissement. La notion de placement intra-groupe fait, pour la première fois cette année, l'objet d'un examen.

Par ailleurs, la mise en transparence des titres d'OPCVM détenus par les assureurs, rendue possible par l'exploitation des bases de données de la Banque de France, a permis d'identifier près de 82 % des bénéficiaires ultimes des investissements effectués sous cette forme : aux titres d'OPCVM détenus directement dans les portefeuilles des assureurs sont ainsi substitués les titres dans lesquels ces OPCVM investissent². Ces traitements modifient très nettement la structure des portefeuilles présentés ; à titre d'exemple, la part des actions détenues en direct par les assureurs représente 7,2 % dans les états récapitulatifs comme dans les états complémentaires détaillés. La mise en transparence des OPCVM, en permettant d'identifier également les actions détenues par ces OPCVM, conduit in fine à relever significativement la part de cette catégorie d'instruments au sein des portefeuilles des assureurs (13,0 %).

Graphique A Structure des placements des assureurs au 31 décembre 2011 (états agrégés)

(en %)



Note : Total des placements = 1 765 milliards d'euros en valeur de marché

Source : ACP

¹ La valeur de réalisation est la valeur de marché des placements des assureurs et comprend ainsi les plus ou moins-values latentes. Ces dernières sont calculées par différence entre la valeur de réalisation et la valeur nette.

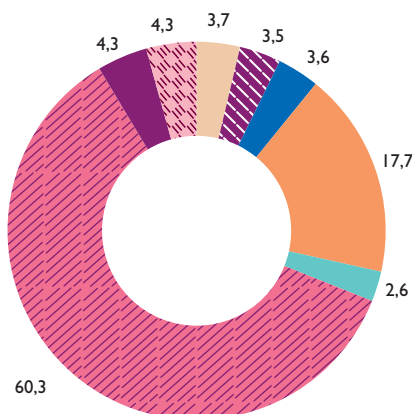
² Les postes de dépôts, crédits, instruments dérivés ne sont pas traités lors du processus de mise en transparence. Ces postes ne représentent toutefois qu'une fraction limitée du bilan des OPCVM (6 %).

¹ Voir « Évolutions récentes de la structure des placements des assureurs », Bulletins de la Banque de France n° 177, 3^e trimestre 2009, n° 181, 3^e trimestre 2010 et n° 185, 3^e trimestre 2011

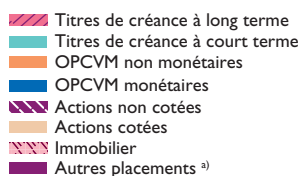
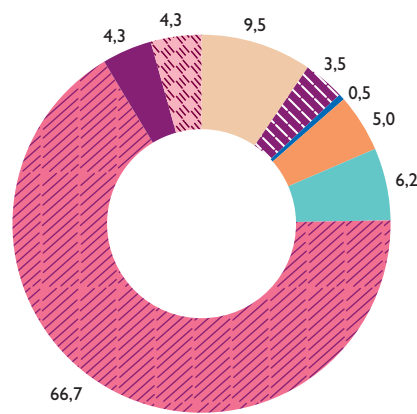
Graphiques B et C Structure des placements des assureurs au 31 décembre 2011 (états détaillés)

(en %)

Avant mise en transparence des OPCVM



Après mise en transparence des OPCVM



Note : Total des placements = 1 752 milliards d'euros en valeur de marché

a) « Autres placements » : pour l'essentiel, crédits, dépôts et produits dérivés

Sources : ACP, Banque de France

Certains actifs, qu'ils soient détenus directement ou indirectement via des OPCVM, demeurent toutefois non identifiés à l'issue des traitements et sont alors regroupés dans le poste « Autres placements » : il s'agit essentiellement des crédits, des dépôts et des produits dérivés. Les actions non cotées, anciennement affectées à cette catégorie, sont désormais regroupées avec les actions cotées identifiées dans la catégorie « Actions ».

Enfin, il est à noter que les actifs représentatifs de contrats en unités de compte sont identifiés en tant que tels dans les états récapitulatifs, sans détail sur leur composition. Ceci explique les écarts qui peuvent être relevés entre les parts respectives des différentes natures d'actifs, entre états récapitulatifs (cf. graphique A) et états complémentaires détaillés qui dévoilent la structure la plus fine (cf. graphique B).

Les graphiques A, B et C présentent la structure des placements des assureurs au 31 décembre 2011 telle qu'elle ressort des trois sources de l'étude : ERP, TCEP et données d'OPCVM collectées par la Banque de France. Le graphique A retrace cette structure selon les informations tirées des états agrégés, qui permettent d'appréhender les placements selon leur nature comptable (immobilier ³, actions, OPCVM, actifs représentatifs de contrats en unités de compte...). Les graphiques B et C présentent la structure des placements à partir des données des tableaux complémentaires détaillés, avant et après mise en transparence des OPCVM détenus par les assureurs. La mise en transparence a concerné au total 21,2 % des titres, qui ont pu être répartis au terme de ce processus entre trois catégories d'instruments financiers : titres de créance (9,9 %), actions (5,8 %) et titres d'OPCVM (5,5 %).

³ La catégorie « Immobilier » regroupe les placements immobiliers au sens large, i.e. à la fois les droits réels immobiliers et les parts de sociétés immobilières ou foncières non cotées. La valeur de réalisation des immeubles est déterminée sur la base d'une expertise quinquennale effectuée par un expert accepté par l'ACP, et entre deux expertises, par des estimations annuelles. La réglementation autorise toutefois quelques exceptions à ce principe, en fonction de la destination des placements, notamment la possibilité de retenir la valeur nette comptable pour le siège social ou les immeubles d'exploitation.

Cette année, l'étude qui se cantonnait jusqu'à présent aux deux principaux secteurs, sociétés d'assurance-vie, mixtes et non-vie, élargit son champ d'analyse aux mutuelles et aux institutions de prévoyance. Les sociétés de réassurance ne sont en revanche pas encore incluses. Les mutuelles sont des structures à but non lucratif, régies par le *Code de la mutualité*, qui agissent en complément de la sécurité sociale en proposant des assurances complémentaires, notamment de santé ou de retraite. Les institutions de prévoyance (IP), également structures à but non lucratif, sont régies par le *Code de la sécurité sociale* et gèrent des contrats collectifs d'assurance aux personnes destinés aux salariés des entreprises. Étant donné les poids relatifs des différentes branches considérées, les placements du secteur des assurances sont toujours principalement le fait des organismes d'assurance-vie. L'élargissement de la population étudiée aux mutuelles et institutions de prévoyance, de portée limitée en termes d'encours (un peu plus de 5 % du total étudié), permet cependant pour la première fois de décrire spécifiquement les choix d'allocation d'actifs de ces entités.

L'article examine dans une première partie l'évolution de la répartition des placements des assureurs en valeur de marché, par type d'instrument. Il les analyse ensuite sous l'angle de leur contribution au financement de l'économie. Enfin, il replace l'assurance dans le cadre plus général des comportements de choix de placements des ménages et compare les placements représentatifs des contrats en euros et en unités de compte.

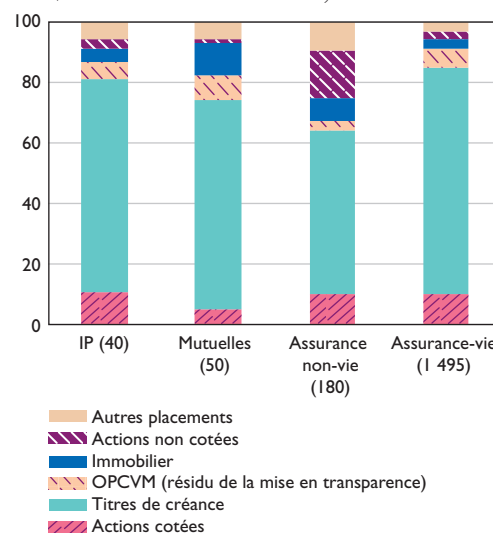
I | Évolution de la structure du portefeuille des assureurs

I | I Les titres de créances toujours très majoritaires dans les placements

La structure des placements du secteur des assurances dans son ensemble reflète très largement celle des portefeuilles des assureurs-vie et mixtes, qui représentent 85 % du total des placements de l'ensemble du secteur (1 495 milliards d'euros d'encours à fin 2011 sur un total de 1 765 milliards).

Graphique I Allocation des actifs par type d'assurance à la fin 2011
(après mise en transparence des OPCVM)

(part en %, montant en milliards d'euros)



Source : Banque de France

Elle est donc pour une bonne part déterminée par les contraintes de gestion qui s'imposent à cette branche d'activité, notamment en termes de pilotage de la durée des actifs.

Après mise en transparence, les placements des organismes d'assurance pris dans leur ensemble restent, comme les années précédentes, composés très majoritairement de titres de créance. Leur proportion atteint 72,9 % du total en 2011, en légère augmentation par rapport à 2010 (72,1 %). La part des actions cotées dans le portefeuille des assureurs baisse en revanche à 9,5 % en 2011, après 11,4 % en 2010 alors que celle de l'immobilier se renforce quelque peu, passant de 3,9 % en 2010 à 4,3 % en 2011.

L'étude de la structure des placements par type d'instrument révèle cependant des différences notables dans les choix d'allocation d'actifs des différents types d'assurance. En particulier, la prépondérance des titres de créance est plus marquée pour les assureurs-vie et mixtes (75,3 %) que pour les assureurs non-vie (54,3 % de titres de créance). En revanche, ces derniers se distinguent par une proportion sensiblement plus importante d'actions non cotées (15,7 %, contre 2,2 % pour les assureurs-vie

et mixtes), reflet des participations intra-groupe qu'ils détiennent (cf. *infra*, partie 2|1).

Les mutuelles et les institutions de prévoyance ont des structures de placements relativement proches de celle de l'assurance-vie, ce qui paraît assez naturel étant donné la proximité de leurs activités. Les mutuelles se distinguent toutefois des institutions de prévoyance (IP) par l'importance de leurs actifs immobiliers (11,0 %, contre 4,8 % pour les IP) et par une plus faible part des placements en actions (5,2 % d'actions cotées pour les mutuelles, contre 10,4 % pour les IP).

I | 2 Des actifs plus liquides et de maturités plus courtes

Un renforcement du poids des OPCVM monétaires et des titres de créance de courte maturité

La comparaison des portefeuilles des assureurs fin 2010 et fin 2011 fait ressortir l'accroissement sensible de la part des titres les plus liquides : titres d'OPCVM monétaires et titres de créance de durée initiale inférieure à un an. La part de ces derniers dans le portefeuille global progresse en effet de 3,4 % à 5,8 % sur la période, avec une augmentation particulièrement marquée sur le secteur de l'assurance-vie. Cette appétence pour les titres les plus courts peut s'expliquer de différentes manières. Elle pourrait être liée à la décollecte enregistrée par l'assurance-vie à partir du troisième trimestre 2011. Celle-ci aurait incité les sociétés d'assurance à se constituer des réserves de liquidités pour faire face à une éventuelle intensification des flux de rachats. Elle pourrait également être le signe d'une évolution de l'appréciation des risques sur les titres à plus forte sensibilité.

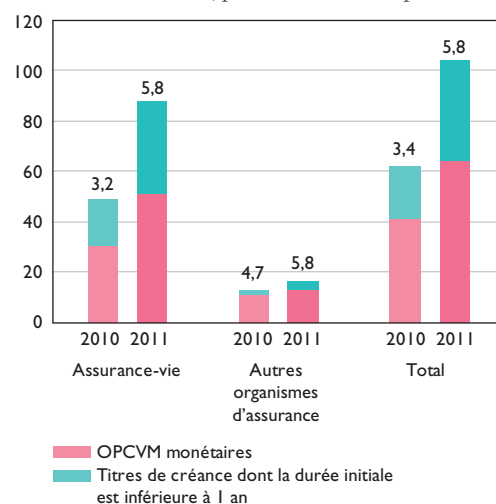
Un effet sensible sur la durée résiduelle moyenne des titres de créance...

La durée de vie résiduelle moyenne ² du portefeuille de titres de créance ressort à 8,3 années en 2011

pour l'assurance-vie comme pour l'ensemble du secteur examiné, soit une diminution sensible par rapport à 2010 (8,7 années pour l'assurance-vie, 8,6 années pour l'ensemble du secteur).

Graphique 2 Encours des OPCVM monétaires et des titres de créance de maturité courte (avant mise en transparence des OPCVM)

(montant en milliards d'euros, part dans le total des placements en %)



Source : Banque de France

... mais qui ne pèse pas sur le taux de rendement moyen

Le taux de rendement moyen ³ de l'ensemble du portefeuille des titres de créance, défini comme la moyenne pondérée des taux de coupon annuels de chaque ligne de titres détenue, s'établit à 4,4 % à fin 2011, niveau quasiment stable par rapport à fin 2010 (4,5 %). Le raccourcissement de la maturité moyenne des titres pouvait laisser attendre un abaissement plus marqué du taux de rendement moyen. Le maintien de ce dernier pourrait s'expliquer par l'augmentation des primes de risque constatée par ailleurs en 2011 sur certains segments de marché. En tout état de

² La durée de vie moyenne est définie comme la moyenne, pondérée par les encours, du nombre d'années restant à courir avant le remboursement du titre. Sont exclus des traitements les titres dont les dates de remboursement ne sont pas renseignées. La durée de vie des obligations à durée indéterminée est par ailleurs bornée à cinquante ans.

³ Le taux de rendement moyen calculé dans cette étude est exprimé en nominal : il est déterminé par la variable « taux de coupon annuel de l'exercice », déclarée par les organismes d'assurance pour chaque ligne de titres en portefeuille et correspondant au rapport entre l'équivalent annuel du montant de coupon versé au cours de l'exercice et le nominal du titre. Les titres dont le coupon annuel a été déclaré nul ou à néant ont été exclus. Le calcul a été reconstruit sur les données 2010. L'enveloppe utilisée ressort à près de 1 000 milliards d'euros pour chaque année.

Tableau 1 Taux de coupon moyen et durée de vie résiduelle
(avant mise en transparence des OPCVM)

(durée en années, taux en %)

	Assurance-vie	Assurance non-vie	Mutuelles	Institutions de prévoyance	Total
Taux de coupon moyen	4,4	4,1	4,6	4,1	4,4
Durée de vie résiduelle	8,3	6,9	9,1	10,1	8,3

Source : Banque de France

cause, le taux de rendement moyen mesuré ne reflète pas nécessairement le taux de rendement réellement perçu par l'assureur, qui doit notamment tenir compte d'éventuelles dépréciations (cf. *infra*, partie 1|4).

L'examen du couple maturité/taux de rendement moyen des titres de créance, par type d'assurance, permet de faire ressortir des choix différents d'allocation d'actifs selon les acteurs, déjà perceptibles au regard de la structure par instrument : la durée de vie résiduelle du portefeuille de titres de créance de l'assurance non-vie (6,9 années) est logiquement plus courte que celle de l'assurance-vie (8,3 années), étant le reflet d'engagements majoritairement de court terme envers les assurés. En contrepartie, le taux de coupon moyen est plus faible pour l'assurance non-vie (4,1 %) que pour l'assurance-vie (4,4 %). Le taux de rendement le plus élevé est observé pour les mutuelles (4,6 %) ; il correspond à un portefeuille de durée résiduelle sensiblement plus longue (9,1 années) que la moyenne du secteur. Enfin, les institutions de prévoyance se distinguent par le taux de coupon moyen le moins élevé (4,1 %) associé à la durée de vie résiduelle la plus longue (10,1 années). Ce résultat paraît s'expliquer notamment par la forte proportion (45 %, cf. *infra*) dans leurs portefeuilles de titres publics, qui servent en moyenne des taux plus faibles.

Les opérations de pension portent sur des montants limités, mais pourraient se développer comme outil de gestion du bilan

Au 31 décembre 2011, les mises en pension représentaient 2,7 % des titres des assureurs, essentiellement chez les assureurs-vie.

Le recours à des mises en pension permet aux assureurs, qui disposent d'importants portefeuilles titres de la

ENCADRÉ 2

Les opérations de pension

Ce type d'opération, consistant en une vente de titres avec promesse irrévocable de rachat, constitue pour l'une des parties une opération de prêt, garantie par des titres, et pour l'autre une opération d'emprunt contre nantissement :

- la partie qui emprunte des fonds et offre les titres en garantie réalise une « mise en pension » (ou « repo »). Elle paie un taux d'intérêt (taux de repo), et espère tirer un rendement supérieur du cash reçu ;
- la partie qui prête de l'argent et prend les titres en nantissement effectue une « prise en pension » (ou « reverse repo »), qui correspond à un placement de trésorerie garanti par des titres.

meilleure qualité, de tirer profit de la liquidité du marché sur ces instruments ; les mises en pension permettent également une diversification de leurs sources de refinancement.

Tableau 2 Encours et poids des titres mis en pension par type d'assurance
(avant mise en transparence)

(montant en milliards d'euros, part en %)

Type d'assureur	Titres mis en pension	Part de titres mis en pension
Assurance-vie	45,86	3,04
Assurance non-vie	2,76	1,54
Mutuelles	0,01	0,02
Institutions de prévoyance	0,18	0,41
Total général	48,81	2,74

Source : ACP

ENCADRÉ 3

Le cas particulier des liquidity swaps

Certaines opérations plus complexes se traduisent par des pensions croisées, ou swaps de titres, dans lesquelles l'assureur cède un actif liquide contre un autre collatéral moins liquide. Elles sont essentiellement réalisées avec des contreparties bancaires, et pourraient être appelées à se développer. En effet, les changements économiques et réglementaires en cours pourraient se traduire par une incitation aux transferts de liquidité de l'assurance vers la banque. Les assureurs qui disposent d'actifs liquides parfois peu rémunérés peuvent ainsi y trouver une source de revenus (la part des swaps de liquidité dans le total des revenus des assureurs reste cependant aujourd'hui très limitée). Les banques, de leur côté, souhaitent augmenter leur réserve d'actifs liquides : outre les contraintes de liquidité liées à la crise, les banques doivent se préparer pour les futurs ratios de liquidité (LCR et NSFR¹) qui vont structurellement limiter leurs possibilités de transformation et encourager la détention d'actif liquides de qualité, notamment de titres souverains.

Le développement des swaps de liquidité entre banques et assurances fait aujourd'hui l'objet de l'attention des superviseurs². D'une part, ces opérations se traduisent par le transfert d'une partie, certes limitée, du risque de liquidité vers les assurances. D'autre part, en cas de défaut de la contrepartie et de vente anticipée du collatéral, le risque opérationnel dépend de la qualité des actifs apportés en garantie, ou de leur liquidité. Or, s'ils comprennent des titres d'État investment grade apportés par les banques, ils sont surtout composés de produits structurés de crédit (ABS et CDO). Afin de compenser en partie ce risque, les assureurs demandent généralement une surcollatéralisation des opérations. Enfin, plus globalement, ce type d'opération renforce les liens intra-financiers, le risque de contrepartie sur le secteur bancaire et, in fine, le risque de transmission des chocs entre secteurs.

¹ LCR : Liquidity Coverage Ratio, ratio de liquidité à 1 mois ; NSFR : Net Stable Funding Ratio, ratio de liquidité à 1 an

² Cf. le rapport de stabilité financière de l'EIOPA à fin 2011 : https://eiopa.europa.eu/fileadmin/tx_dam/files/publications/reports/FSC-Report-Autumn-2011/EIOPA_Financial_Stability_Report_2011.pdf

I | 3 La même qualité du portefeuille qu'en 2010

Détention d'obligations sécurisées

Les obligations dites « sécurisées »⁴, titres de créance assortis de garanties spécifiques et bénéficiant en principe

des meilleures notations, constituent des supports d'investissement réputés attractifs pour les investisseurs au regard du couple rendement/risque offert. L'intérêt des assureurs pour ces produits s'est confirmé en 2011, la détention d'obligations sécurisées ayant en effet progressé sur la période de 10 milliards d'euros pour l'assurance-vie (de 102 milliards en 2010 à 112 milliards en 2011) et de 1 milliard pour l'assurance non-vie, pour atteindre 9 milliards en 2011.

Tableau 3 Détention d'obligations sécurisées par les assureurs par zone géographique de l'émission (après mise en transparence des OPCVM)

(montant en milliards d'euros, part en %)

Type d'assurance	Détention d'obligations sécurisées	Poids dans l'enveloppe des titres de créance	Émises par les résidents	Émises par les résidents de la zone euro (hors France)	Émises par le reste du monde (hors zone euro)
Assurance-vie	112	9,8	54	35	11
Assurance non-vie	9	9,3	55	33	12
Mutuelles	3	8,6	86	12	2
Institutions de prévoyance	2	5,7	83	14	3
Total	125	9,7	56	34	11

Source : Banque de France

⁴ Dans le cadre de la présente étude, ces instruments sont définis comme des titres ayant les crédits immobiliers pour support et bénéficiant d'un mécanisme de protection contre la défaillance de l'émetteur, le cas échéant prévu par la loi (cf., par exemple, les obligations foncières françaises, et depuis la loi du 22 octobre 2010, les obligations de financement de l'habitat – OFH), sinon par contrat (cf. « covered bonds »). Le périmètre des obligations sécurisées retenu inclut, outre les obligations foncières, les obligations CRH et les OFH, ainsi que diverses émissions effectuées dans le cadre des programmes de « covered bonds » des grandes banques françaises qui se sont développés ces dernières années.

En pourcentage, la part de ces obligations sécurisées dans les portefeuilles de titres de créance des assureurs a en revanche légèrement diminué sur l'ensemble du secteur, ce qui s'explique par la progression plus forte observée sur d'autres compartiments, notamment les titres de court terme (cf. paragraphe 1|2).

Notation et éligibilité aux opérations de politique monétaire

Comme l'année précédente, le risque de crédit a été apprécié au travers de l'examen ligne à ligne de la notation des titres de créance ⁵ ainsi que de leur éligibilité au refinancement de l'Eurosystème. Les conclusions demeurent inchangées par rapport à 2010 quant à la qualité des portefeuilles : les portefeuilles après mise en transparence sont constitués à près de 80 % de titres « *investment grade* » (78 % en 2010, 79 % en 2011) ⁶. De même, la part des titres éligibles aux opérations de politique monétaire reste stable en 2011, représentant 80 % de l'encours des titres de créance, comme en 2010.

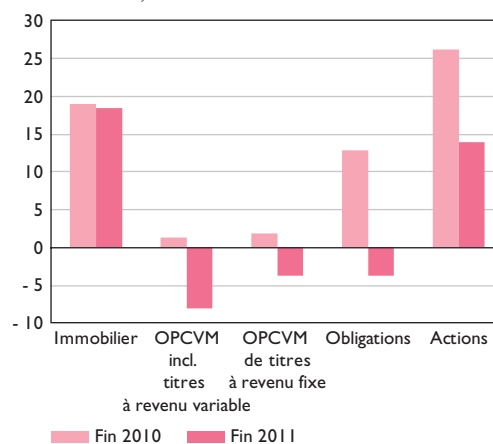
I | 4 Le stock de plus-values latentes a suivi les fluctuations des taux longs

Les dépréciations, en hausse en 2011, restent néanmoins modérées

L'évaluation de la santé financière des contreparties peut amener les assureurs à passer des dépréciations sur leurs actifs détenus en portefeuille. Ainsi, la nécessité de provisionner un titre repose, dans le cas d'une action, sur le constat d'une dépréciation durable et, dans le cas d'un titre de créance, sur l'existence d'un risque avéré de crédit ayant une incidence sur les flux de trésorerie futurs de l'actif. Quasi nul en 2010, le taux de dépréciation, correspondant au montant total des dépréciations rapporté au montant des placements en valeur de réalisation, ressort à 1,2 % en 2011. Ce chiffre retrace notamment les dépréciations passées par les assureurs sur les titres de dette publique grecque encore détenus en portefeuille au 31 décembre. En dépit de cet événement exceptionnel,

Graphique 3 Plus ou moins-values latentes sur les différentes classes d'actifs, en 2010 et 2011 (ensemble du marché hors réassurance)

(en milliards d'euros)



Note : Le total des placements est égal à 1 765 milliards d'euros en valeur de marché, à 1 751 milliards d'euros en valeur nette comptable.

Source : ACP

le montant des dépréciations enregistrées dans les comptes des assureurs reste modéré au regard de leur situation financière.

Le stock de plus-values latentes diminue à fin 2011 avant de se redresser début 2012

Après dépréciations, les plus-values latentes à fin 2011 déclarées par les organismes d'assurance ressortent en diminution sensible par rapport à fin 2010 (14 milliards d'euros à fin 2011 pour l'ensemble du marché, contre 61 milliards à fin 2010 ⁷). Les portefeuilles des assureurs ont en effet pâti de la légère remontée des taux longs en fin d'année, notamment sur les titres de créance émis par les administrations publiques, tandis que les marchés actions étaient globalement mal orientés (baisse de -17 % du CAC 40 sur l'année). À fin 2011, le stock de plus-values latentes représente environ 1 % de l'encours global des placements. Sa diminution est en premier lieu imputable aux titres obligataires (de +12,7 à -3,8 milliards) et aux titres d'OPCVM (de +2,9 à -11,5 milliards), compartiments qui se retrouvent ainsi en situation de moins-values.

⁵ Le portefeuille de titres de créance analysé n'est pas retraité des titres mis en pension, qui demeurent donc inclus.

⁶ Les 20 % restants sont constitués pour une large part de titres non notés.

⁷ Calculé à périmètre constant sur l'année 2010

D'une fin d'année à l'autre, les plus-values des portefeuilles actions enregistrent une forte réduction (12 milliards en 2011 contre 26 à fin 2010) tandis que la diminution de celles comptabilisées sur les placements immobiliers reste modeste (- 4,5 %). Cette situation observée à fin 2011 constitue toutefois un point bas pour le stock de plus-values latentes des assureurs : celui-ci s'est redressé dès le début 2012, grâce à l'amélioration des cours boursiers et à la baisse des taux obligataires pour retrouver un niveau de 3,3 % de l'encours global des placements à fin juin 2012 ⁸.

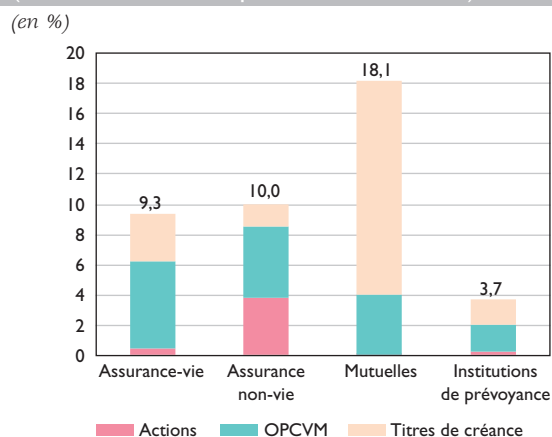
2| Placements des assureurs et financement de l'économie

2|1 Les actifs intra-groupe constituent une part non négligeable du portefeuille des assurances

Pour mieux appréhender le financement de l'économie par les assureurs, il est intéressant d'isoler la part du financement intra-groupe. Même si ces encours contribuent également à financer l'économie, et en premier lieu les assureurs eux-mêmes, ils appellent une analyse différente. Sont recensés ici, avant mise en transparence, l'ensemble des titres détenus par les assureurs, qui ont été émis par des organismes appartenant au même groupe que l'assureur ou, pour les parts d'OPCVM, qui correspondent à des fonds gérés par des sociétés du même groupe ⁹. Les titres intra-groupe représentent ainsi près de 9,4 % du portefeuille des assureurs, soit près de 169 milliards d'euros. Les principaux acteurs sont logiquement, compte tenu de leurs poids dans le total des placements, les assureurs-vie avec 140 milliards (83 % du total des placements intra-groupe).

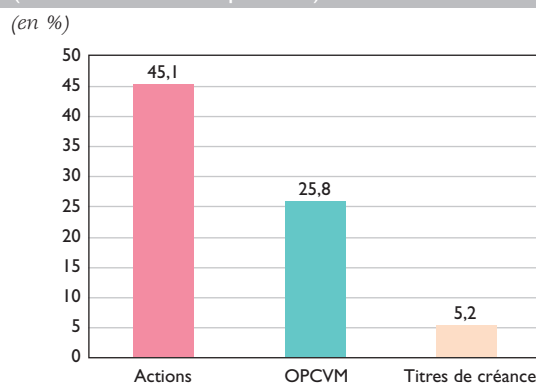
Toutefois, si on rapporte les encours au portefeuille de chaque type d'assureur, on constate que la part des placements intra-groupe est plus importante chez les mutuelles (18,1 %) et les assureurs non-vie (10 %) que chez les assureurs-vie ou les institutions de prévoyance, les participations des assureurs étant généralement logées dans les entités non-vie du groupe.

Graphique 4 Part dans le portefeuille des placements émis par une société du groupe, par type d'assureur et type d'actif, au 31/12/2011 (avant mise en transparence des OPCVM)



Une partie significative de ces titres (45 %) concerne en réalité des OPCVM, et ne constituent donc pas un investissement direct dans le groupe lui-même mais plutôt dans un support de placement géré et distribué par une institution financière ou assimilée du groupe. Les véritables placements intra-groupe d'un assureur se composent à part égale (27,5 %) d'actions et de titres de créance émis par une société appartenant au groupe.

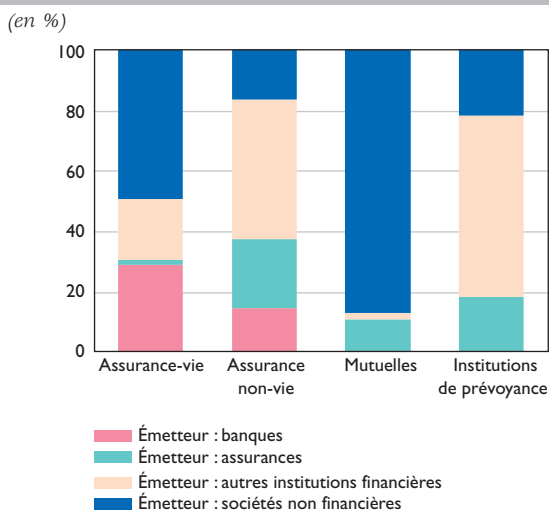
Graphique 5 Part des placements intra-groupe sur les trois grands types d'actifs au 31/12/2011 (avant mise en transparence)



⁸ Données issues des états trimestriels T2B (assureurs-vie et non-vie, sans les mutuelles et les institutions de prévoyance)

⁹ Les autres types d'actifs intra-groupe, notamment les placements immobiliers, ont été exclus de l'analyse.

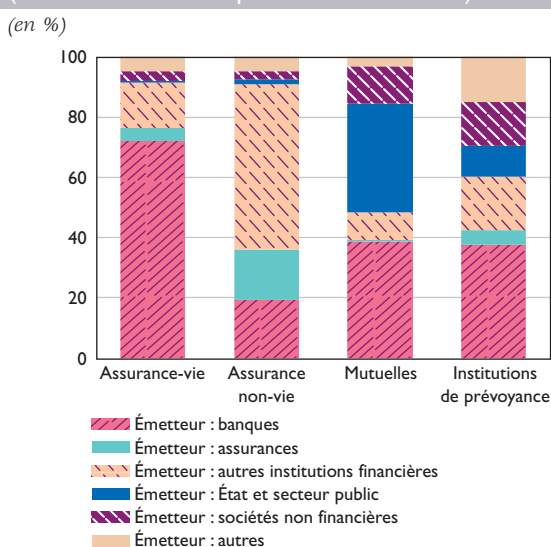
Graphique 6 Décomposition des actions intra-groupe par type d'émetteur (avant mise en transparence des OPCVM)



Sources : ACP, Banque de France

Par classe d'actifs, les actions intra-groupe représentent plus de 45 % de l'ensemble du portefeuille « actions » des organismes d'assurance. En revanche, l'appartenance au groupe est un critère secondaire pour le portefeuille de titres de créance, les titres intra-groupe ne représentant que 5 % du total du portefeuille.

Graphique 7 Décomposition des titres de créance intra-groupe par type d'émetteur (avant mise en transparence des OPCVM)



Sources : ACP, Banque de France

Enfin, la part des titres intra-groupe émis par des établissements de crédit est significative, notamment chez les assureurs-vie, sous forme d'actions cotées et de titres de créance bancaires. À l'inverse, les mutuelles et les institutions de prévoyance ne détiennent aucune action bancaire cotée émise par leur groupe, ce qui est cohérent avec un actionnariat mutualiste, mais possèdent davantage de titres de créance émis par les entités bancaires de leur groupe que par les sociétés d'assurance du groupe.

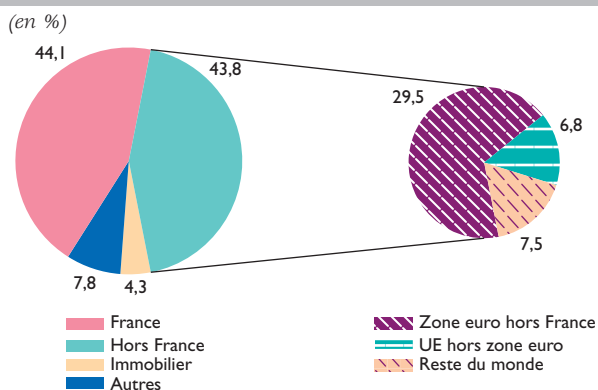
2|2 Poursuite du recentrage sur la France des placements des assureurs

Les placements des assureurs français jouent un rôle majeur dans le financement de l'économie compte tenu de l'importance de leur encours (1 765 milliards d'euros au total à fin 2011, soit près de 90 % du produit intérieur brut (PIB) de la France). L'examen de leur allocation géographique à fin 2011 fait ressortir qu'avant mise en transparence, ils sont investis dans l'économie nationale, tous secteurs confondus, à hauteur de 54 % de l'encours total, contre 52 % en 2010. La mise en transparence des OPCVM français détenus par les assureurs se traduit mécaniquement par un abaissement du pourcentage de détention de titres émis par les résidents (compte tenu de la diversification géographique des placements des OPCVM) et confirme le constat, déjà formulé l'année précédente, d'un recentrage des placements sur la France : à fin 2011, 44,1 % du total des placements des assureurs sont investis dans l'économie française, contre 41 % en 2010.

A contrario, les titres émis par des non-résidents voient, après mise en transparence, leur part dans le total des placements baisser à 43,8 % en 2011, contre 48,4 % un an auparavant. Cette baisse est plus particulièrement sensible pour les titres d'émetteurs de la zone euro hors France, dont la proportion dans le total des portefeuilles passe de 34,3 % en 2010 à seulement 29,5 % en 2011. La part des titres émis hors zone euro est quasiment inchangée par rapport à l'an passé : 14,3 % en 2011, contre 14,1 % en 2010.

Ce recentrage sur l'économie nationale s'est opéré de façon très marquée sur les titres de créance : la part dans le total des placements des titres de créance émis par des signatures de la zone euro hors France est revenue de 28,4 % à fin 2010 à 23,8 % à fin 2011 ;

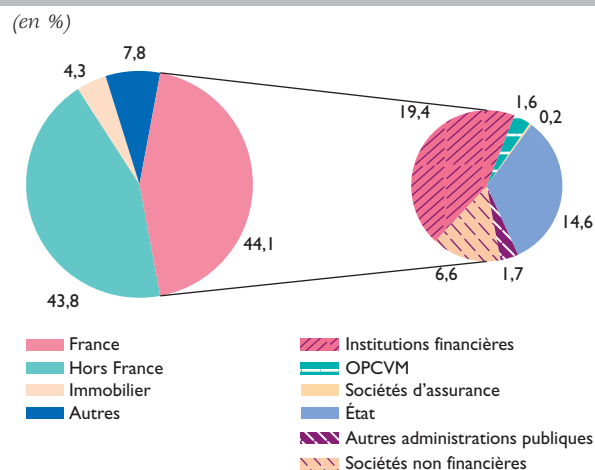
Graphique 8 Répartition géographique des émetteurs des titres détenus par les assureurs en 2011 ^{a)}
(après mise en transparence des OPCVM)



a) Les rubriques « Autres » ou « Immobilier » ne peuvent pas être ventilées géographiquement.

Source : Banque de France

Graphique 9 Répartition sectorielle des placements détenus par les assureurs en 2011
(après mise en transparence des OPCVM)



Source : Banque de France

en contrepartie, la part des titres de créance émis par des résidents est remontée de 32,6 % en 2010 à 37,5 % en 2011 ¹⁰.

Les secteurs économiques français ont inégalement bénéficié de ce biais national : on constate ainsi que les institutions financières et le secteur public ont vu leur part progresser le plus nettement, tandis que celle des sociétés non financières a légèrement décliné. Toutes zones géographiques confondues, seul le secteur bancaire a vu sa part augmenter.

Renforcement du financement du secteur bancaire, principalement de court terme

L'année 2011 marque un renforcement de la part des financements consacrée au secteur bancaire par les sociétés d'assurance, en France (de 17,4 % en 2010 à 19,4 % en 2011) et toutes zones géographiques confondues (de 37,2 % en 2010 à 38,6 % en 2011). Au niveau de la zone euro, en revanche, un fléchissement est constaté, de 12,4 % en 2010 à 12 % en 2011.

L'augmentation du financement du secteur bancaire français par les assureurs s'opère essentiellement sous forme de titres de créance (de 16,1 % en 2010 à 18,5 % fin 2011), majoritairement *via* des titres de court terme.

Augmentation de la part du secteur public résident, au détriment de celle des émetteurs souverains de la zone euro

La part du secteur public français progresse sensiblement en 2011 dans les placements des assureurs, de 14,4 % en 2010 à 16,3 % en 2011, que ce soit à court terme (de 0,5 % en 2010 à 0,8 % en 2011) ou à long terme (de 13,9 % en 2010 à 15,5 % en 2011). La part des signatures publiques de la zone euro hors France se contracte en revanche fortement sur l'année 2011, avec une baisse de 13,3 % à 9,4 %.

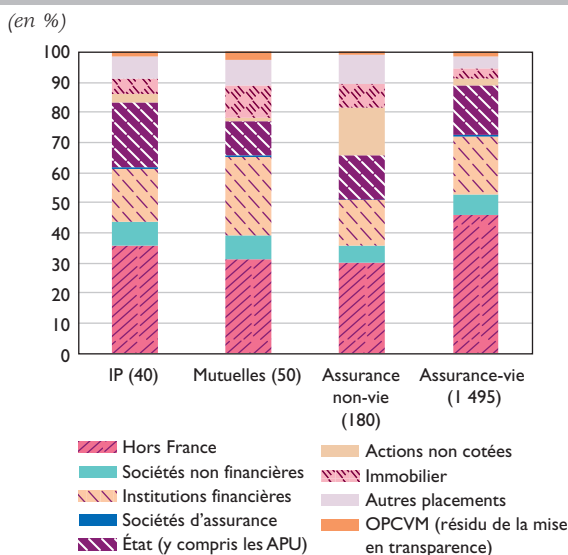
Légère baisse de la part des sociétés non financières

Toutes zones confondues, la part du secteur des sociétés non financières diminue d'un point en 2011, à 15,6 %. Pour les sociétés non financières françaises, elle revient de 7 % du total des placements à fin 2010 à 6,6 % fin 2011. La part du financement en actions décline de 4,6 % en 2010 à 4 % en 2011 tandis que celle des titres de créance, essentiellement à de long terme, progresse modérément de 2,4 % en 2010 à 2,6 % en 2011.

L'analyse des placements par type d'assurance montre que les mutuelles investissent proportionnellement

¹⁰ Le détail des chiffres présentés figure en annexe.

Graphique 10 Allocation sectorielle des placements en fonction du type d'assurances (après mise en transparence des OPCVM)



d'avantage que les autres acteurs dans les titres émis par les institutions financières résidentes et, dans une moindre mesure, dans ceux émis par les sociétés non financières. Les institutions de prévoyance investissent plus fortement que la moyenne du secteur dans les titres publics (21,3 % en titres français, 45 % au total). Les assureurs non-vie ont une structure de placements qui privilégie les actions non cotées (15,7 %) dont 80 % sont des actifs

intra-groupe. Les sociétés d'assurance-vie présentent une structure de placements plus diversifiée géographiquement que celles des autres assureurs, avec 45,6 % de leurs investissements alloués hors de France.

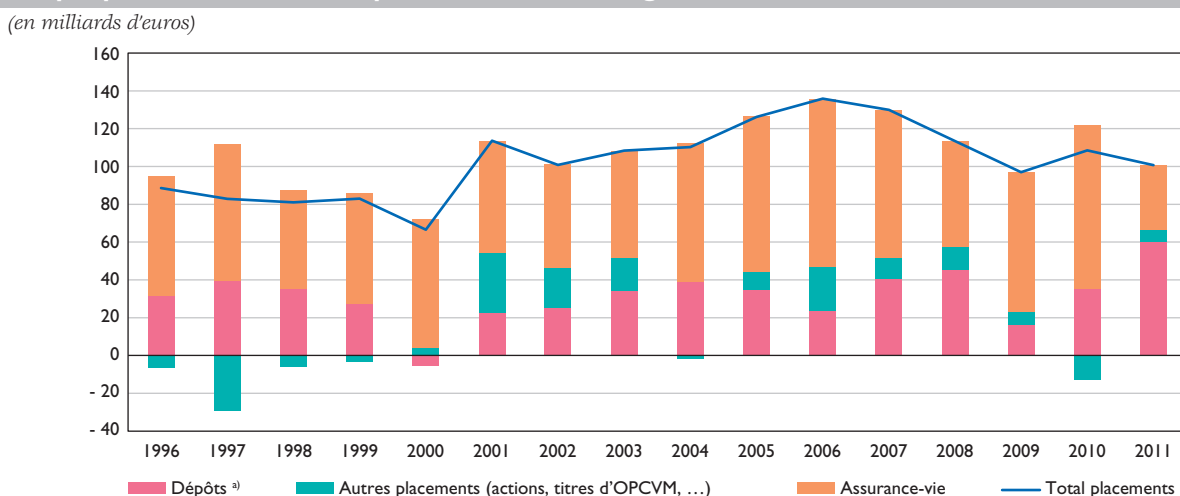
3| Les placements en assurance-vie des ménages en 2011

3| I Désaffection des ménages pour l'assurance-vie au profit des produits d'épargne bancaires

Le montant total des flux de placements financiers des ménages ressort à 100,7 milliards d'euros pour 2011, en repli par rapport à l'année précédente (108,5 milliards). Évolution majeure de l'année 2011, le flux de placements en dépôts bancaires (59,8 milliards, englobant notamment l'épargne réglementée) dépasse, pour la première fois depuis quinze ans, et de façon très nette, celui des souscriptions nettes de contrats d'assurance-vie (34,0 milliards), les placements en titres (6,9 milliards) restant sensiblement moins importants (cf. graphique 11).

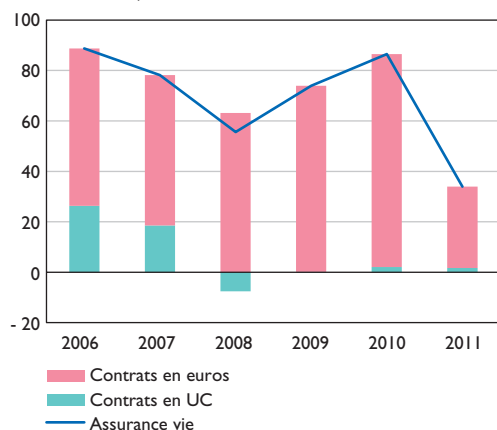
L'attrait des ménages pour les produits d'épargne bancaires, dépôts et comptes sur livrets, résulte, comme déjà noté l'an passé, d'un contexte macroéconomique incertain, qui favorise la constitution d'une épargne liquide de

Graphique 11 Flux nets des placements des ménages français



Graphique 12 Répartition des flux nets des placements des ménages en assurance-vie

(en milliards d'euros)

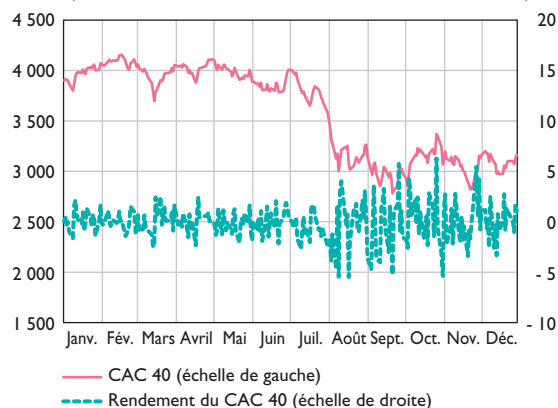


Source : Banque de France, comptes financiers

Graphique 13 Évolution du cours et du rendement du CAC 40 en 2011

(en points)

(en %)



Source : NYSE-Euronext, Banque de France

précaution. De surcroît, dépôts et comptes sur livrets ont bénéficié en 2011 de conditions de rémunération attractives au regard de celles d'autres placements de durée équivalente : le taux du livret A a notamment fait l'objet de deux augmentations de 0,25 % (en février, puis en août 2011) qui l'ont porté de 1,75 % à 2,25 %. Or, il s'agit d'un produit qui est à la fois totalement liquide, défiscalisé et garanti par l'État. En regard, le taux de rendement des OPCVM monétaires est resté inférieur à 1 % en 2011 et les taux de revalorisation des contrats d'assurance-vie ont continué de diminuer (3 % en 2011, après 3,40 % en 2010). L'évolution heurtée des marchés, qui a pu faire apparaître des moins-values sur les contrats en unités de compte, et celle de la fiscalité des revenus des contrats d'assurance-vie¹¹ ont également pu contribuer à ce mouvement de réallocation des flux d'épargne au profit des dépôts et livrets.

En 2011, les contrats en euros représentent toujours l'essentiel des flux de placements des ménages en assurance-vie (32,3 milliards d'euros sur 34,0 milliards). Les flux de placement en contrats libellés en unités de compte (UC) restent modestes, à 1,7 milliards, en léger retrait par rapport à l'année précédente (2,1 milliards). La désaffection relative pour les contrats en UC peut s'expliquer notamment par un profil rendement/risque qui peut être jugé défavorablement par les souscripteurs, en particulier pour les supports en

actions du fait de la baisse de l'indice CAC 40 en 2011, avec une très forte volatilité¹² observée sur les cinq derniers mois de l'année (cf. graphique 13).

L'assurance-vie conserve toutefois une place très importante dans le patrimoine financier des ménages. L'encours des provisions techniques d'assurance-vie s'élève à 1 495 milliards à fin 2011, dont 1 290 milliards au titre des contrats en euros et 205 milliards pour les contrats en unités de compte. Il représente 41,4 % de l'encours des placements financiers des ménages recensés dans les comptes financiers de la Nation.

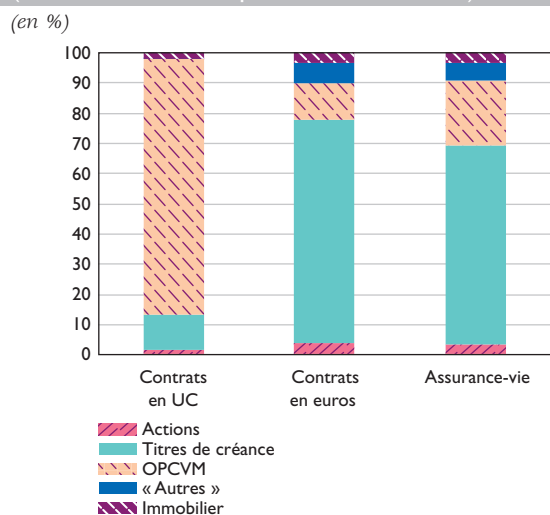
3 | 2 Des placements différenciés selon les contrats, en euros ou en unités de compte

La composition du portefeuille des placements représentatifs des contrats d'assurance-vie est sensiblement différente pour les contrats en euros et les contrats en UC. Les premiers offrent au souscripteur une garantie en capital ainsi qu'un taux de rémunération minimum, alors que la rémunération des seconds est plus nettement liée à l'évolution des prix de marché des actifs retenus comme supports.

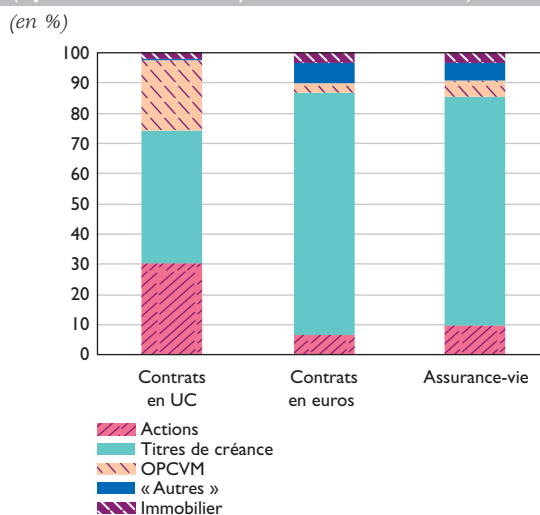
11 Le taux des prélèvements sociaux sur les contrats d'assurance-vie est celui généralement appliqué aux produits des placements : il est passé de 12,1 % à 12,3 % le 1^{er} janvier 2011, puis à 13,5 % le 1^{er} octobre 2011 et s'établit à 15,5 % depuis le 1^{er} juillet 2012. Par ailleurs, l'article 22 de la loi de finances 2011, entré en vigueur le 1^{er} juillet 2011, a aligné la fiscalité des fonds en euros des contrats multisupports sur celle des contrats monosupport en euros en instituant l'imposition des intérêts dès leur inscription en compte et non plus au dénouement du contrat.

12 La volatilité d'un cours boursier est appréciée en fonction de l'écart-type des rendements journaliers du cours.

Graphique 14 Allocation par classe d'actifs des placements des assureurs-vie en 2011 en fonction du type de contrats (avant mise en transparence des OPCVM)



Graphique 15 Allocation par classe d'actifs des placements des assureurs-vie en 2011 en fonction du type de contrats (après mise en transparence des OPCVM)



Ces différences dans le mode de rémunération des assurés, et donc dans la nature des engagements pris par l'assureur, obligent ce dernier à adopter pour chaque type de contrat une allocation d'actifs lui permettant de couvrir au mieux les flux qui devront être servis au souscripteur. La garantie en capital contenue dans les contrats en euros conduit les assureurs à privilégier très largement les investissements en titres de créance (74 %) alors que les contrats en unités de compte sont au contraire investis en grande majorité, à hauteur de 84,2 %, en titres d'OPCVM.

La mise en transparence des OPCVM dont les titres figurent dans les portefeuilles représentatifs des contrats en UC et en euros permet d'affiner la comparaison entre les modes d'allocation d'actifs propres à chaque type de contrat et d'évaluer plus précisément l'exposition finale des assureurs-vie.

Pour les actifs en représentation de contrats en UC, la ventilation entre actions et titres de créance des portefeuilles des OPCVM¹³ pouvant être mis en transparence donne une proportion de 47,5 % d'actions et de 52,5 % de titres de créance. Au final, le portefeuille d'actifs en représentation des contrats

en UC comporte ainsi au moins 30,3 % d'actions et 43,7 % de titres de créance, les OPCVM en résidu de la mise en transparence pouvant être investis dans l'un ou dans l'autre type de titres.

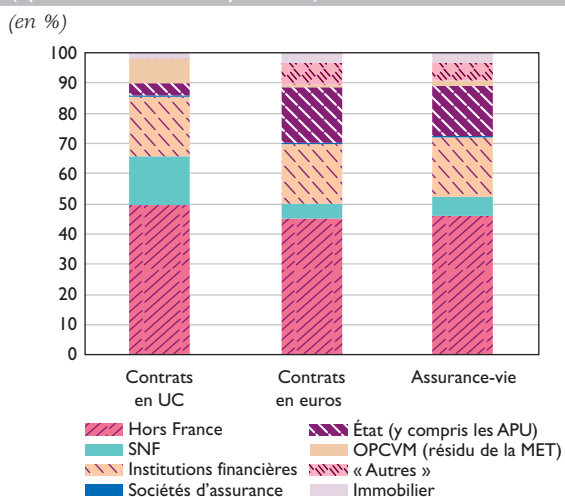
Pour les OPCVM dont les titres sont détenus en représentation de contrats en euros¹⁴, la mise en transparence fait apparaître une répartition à 73 % en titres de créance et 27 % en actions. La proportion des titres de créance dans les actifs représentatifs de contrats en euros ressort ainsi, après mise en transparence, à 80,4 %.

Les spécificités des politiques d'allocation des actifs propres à chaque type de contrat se traduisent également par des différences dans leur répartition par secteur bénéficiaire. Ainsi, les contrats en euros sont investis à 18,6 % dans des obligations émises par les signatures publiques, contre seulement 3,8 % pour les contrats en UC. De même, les sociétés non financières (SNF) sont destinataires de 16,1 % des placements des contrats en UC contre 5 % de ceux des contrats en euros. Toutefois, en valeur absolue, compte tenu de leur poids respectifs, la contribution des contrats en euros au financement

¹³ Sur les 84,2 % du portefeuille investi en OPCVM des contrats en UC, 60,8 % ont pu être mis en transparence et ventilés entre actions cotées et titres de créances. Le reliquat (23,4 %) demeure dans la catégorie OPCVM résiduelle.

¹⁴ 9 % sur les 11,9 % d'OPCVM détenus dans les contrats en euros ont été mis en transparence, le résidu non ventilé ressort à 2,9 %.

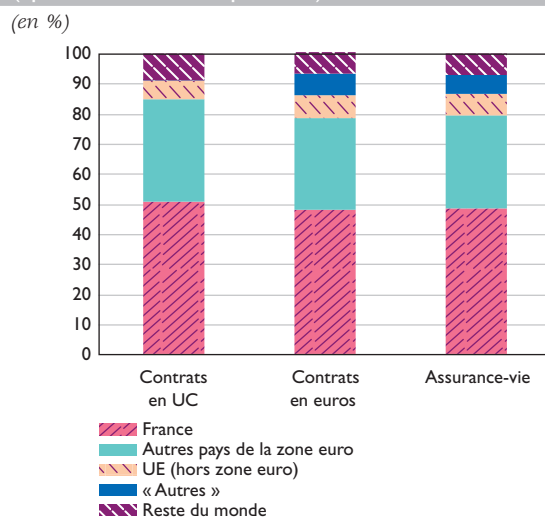
Graphique 16 Répartition sectorielle des placements des assureurs-vie en 2011 en fonction du type de contrats (après mise en transparence)



des SNF (64,5 milliards d'euros) est très supérieure à celle des contrats en UC (33 milliards).

L'allocation géographique des placements est quant à elle peu différente selon que le contrat est en euros ou en unités de compte (cf. graphique 16) : la part

Graphique 17 Diversification géographique des placements des assureurs-vie en 2011 en fonction du type de contrats (après mise en transparence)



dévolue au financement de l'économie nationale est un peu plus importante du côté des contrats en unités de compte (50,6 %) que de celui des contrats en euros (48 %). À l'inverse, la proportion des placements dans la zone euro hors France est un peu plus élevée pour les contrats en unités de compte.

ANNEXE

Méthodologie

Les états détaillés des placements (appelés aussi tableaux complémentaires aux états des placements) des organismes d'assurance comportent 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. Ces états ont été croisés avec les référentiels titres et émetteurs de la Banque de France enrichis des référentiels de la Banque centrale européenne pour les titres des non-résidents. Ces croisements permettent d'identifier la nature des titres, leur durée initiale, et le secteur institutionnel de l'émetteur.

Le taux de couverture de l'étude reste très satisfaisant pour l'année 2011, supérieur à 99 % comme en 2010. Pour l'exercice 2011, ont été exploités, d'une part, les états détaillés des placements de 584 sociétés représentant un montant de 1 752 milliards d'euros, et d'autre part, les états agrégés (des dossiers annuels) de 626 sociétés représentant 1 765 milliards d'euros.

Taux de couverture de l'exploitation des états détaillés des placements des assureurs

(encours des placements en milliards d'euros, taux de couverture en %)

	Total des placements ayant pu être analysés (états détaillés des placements)	Total des placements (états récapitulatifs des placements)	Taux de couverture de l'étude
Vie et mixte	1 484	1 495	99,2
Non-vie	179	180	99,7
Mutuelles	49	50	98,5
Institutions de prévoyance	40	40	99,9
Total	1 752	1 765	99,3

Sources : ACP, Banque de France

Répartition détaillée des placements

Répartition des placements à fin 2011 des assureurs, mutuelles et institutions de prévoyance, détaillée par nature de titre, secteur et zone de résidence des émetteurs, après mise en transparence des titres d'OPCVM en portefeuille

(en %)

	Titres de créance						Actions cotées	OPCVM	Immobilier	Actions non cotées	Autres placements	Total
	Court terme	Long terme				Total						
		Obligations	BTMN -EMTN	Autres	Total							
France												
SNF	0,3	2,3			2,3	2,6	4,0	1,6				6,6
Institutions financières	3,5	5,4	9,5	0,1	15,0	18,5	0,9					19,4
OPCVM												1,6
Assurances		0,1			0,1	0,1	0,1					0,2
État	0,6	13,5		0,5	14,0	14,6						14,6
Autres APU	0,2	0,7	0,7	0,1	1,5	1,7						1,7
Total	4,6	22,0	10,2	0,7	32,9	37,5	5,0	1,6				44,1
Zone euro hors France												
SNF	0,1	1,0	1,3		2,3	2,4	2,0	3,1				4,4
Institutions financières	0,7	6,0	4,5	0,4	10,9	11,6	0,4					12,0
OPCVM												3,1
Assurances		0,1		0,1	0,2	0,2	0,2					0,4
État	0,1	7,9	0,1	1,1	9,1	9,2						9,2
Autres APU		0,2			0,3	0,2					0,2	
Autres secteurs	0,1					0,2						0,2
Total	1,0	15,5	6,2	1,1	22,8	23,8	2,6	3,1				29,5
UE hors zone euro												
SNF		0,2	0,5		0,7	0,7	0,4	0,1				1,1
Institutions financières	0,4	1,1	2,2	0,1	3,4	3,8	0,1					3,9
OPCVM												0,1
Assurances				0,1	0,1	0,1						0,1
État		0,2			0,2	0,2						0,2
Autres secteurs	0,1	0,4	0,9		1,3	1,4						1,4
Total	0,5	1,9	3,6	0,2	5,7	6,2	0,5	0,1				6,8
Reste du monde												
Total	0,1	2,0	2,8	0,6	5,3	5,4	1,5	0,6				7,5
Total général												
	6,2	41,4	22,6	2,7	66,7	72,9	9,5	5,5	4,3	3,5	4,3	100,0

Source : Banque de France