



ANALYSES ET SYNTHÈSES

-  Assurance vie en France et environnement de taux bas

SOMMAIRE

1. LES SUPPORTS EUROS D'ASSURANCE VIE : UN ENJEU POUR LES ASSUREURS DANS UN ENVIRONNEMENT DE TAUX BAS	4
1.1 Des encours significatifs.....	4
1.2 Un secteur relativement protégé mais des situations individuelles hétérogènes	4
2. PARTICIPATION AUX RÉSULTATS ET RENDEMENT DE L'ACTIF (HORS UC)	7
2.1 Le taux de rendement de l'actif diminue plus rapidement que le taux de participation aux résultats.....	7
2.2 Une baisse régulière du rendement de l'actif pour les prochaines années ? ...	9
2.3 Un niveau élevé de richesses non encore affectées grâce aux plus-values latentes obligataires	10
3. LES ENJEUX ET FUTURS DÉFIS	12
3.1 L'adaptation des acteurs du marché par la gestion du passif	12
3.2 Modifications des portefeuilles d'actifs et des comportements d'investissement des acteurs du marché	14
3.3 La mise en place d'outils macroprudentiels	15
LISTES DES GRAPHIQUES	18
LISTES DES TABLEAUX.....	18
LISTES DES ENCADRÉS	18

Synthèse générale

- ❑ Les organismes d'assurance vie tirent l'essentiel de leurs revenus financiers de l'investissement des primes reçues de leurs assurés en obligations à taux fixe. Dans un environnement de taux durablement bas, les conditions d'exercice de leur activité sont sensiblement modifiées. Dans cette perspective, l'ACPR a suivi attentivement les développements du marché et conduit de nombreux travaux qui alimentent la présente analyse de la situation de l'assurance vie en France dans un environnement de taux bas.
- ❑ Le marché de l'assurance vie français est l'un des plus importants d'Europe et représente plus de 1600 milliards d'euros de provisions techniques à fin 2015, dont plus de 82% pour les supports en euros.
- ❑ Globalement, les taux garantis aux épargnants sur la durée du contrat restent peu élevés, notamment pour les supports en euros des contrats individuels qui représentent la majeure partie des passifs. Toutefois, la baisse observée sur les taux obligataires à long terme est plus marquée que la baisse des taux de revalorisation des supports en euros. De même mais dans une moindre mesure, le taux de rendement de l'actif des assureurs vie depuis 2006 a diminué moins vite que les taux obligataires à long terme, en raison de l'inertie du stock de leurs placements.
- ❑ Il est nécessaire de développer une vision prospective et d'anticiper une baisse progressive du rendement des actifs des assureurs dans les années à venir. En prenant pour hypothèse le réinvestissement des nominaux obligataires arrivant à échéance par des obligations à rendement nul, la baisse du taux de rendement de l'actif au cours des 10 prochaines années serait de l'ordre 20 points de base par an.
- ❑ Ainsi, même si la concurrence entre les organismes peut constituer un frein à la baisse des revalorisations servies aux assurés sur les contrats, le niveau durablement bas des taux d'intérêt pèsera sur les revalorisations des produits d'assurance vie. Dans cette perspective, les organismes ont augmenté leurs réserves distribuables aux assurés (i.e. la provision pour participation aux bénéfices) sur les supports en euros afin de pouvoir lisser les rendements des produits offerts par distribution différée des bénéfices dégagés aujourd'hui. La baisse des taux garantis à la souscription observée depuis plusieurs années s'accompagne d'un processus d'adaptation de leur activité : la souscription d'unités de compte est privilégiée par rapport à des versements sur des supports en euros. Les assureurs déclarent également modifier leur politique d'investissement, notamment en cherchant des titres plus rémunérateurs, plus risqués et moins liquides, pour une part limitée de leurs placements.
- ❑ Les autorités se sont dotées d'outils macroprudentiels permettant de gérer les nouveaux risques posés par l'environnement économique actuel. Ainsi, la Loi dite « Sapin II » accorde notamment au Haut Conseil de Stabilité Financière (HCSF) le pouvoir de moduler les règles de constitution et de reprise des provisions pour participation aux bénéfices. Le niveau de ces provisions a globalement augmenté ces dernières années mais le nécessaire équilibre à long terme entre intérêt des assurés, respect des engagements contractuels donnés et solvabilité durable doit être préservé. Dans un contexte d'incertitude sur l'évolution des taux d'intérêt, compte tenu également de l'hétérogénéité des situations individuelles, ce point continuera de faire l'objet de l'attention de l'ACPR.
- ❑ L'ACPR actualisera ses analyses à la lumière des nouvelles données disponibles à fin 2016 et des derniers développements.

Étude réalisée par Frédéric Ahado, Elodie Ferrand-Tenot, Samuel Slama et Céline Yang

Mots-clés : assurance vie, supports en euros, supports en unités de compte, intérêt technique, taux minimum garanti, taux de revalorisation, participation aux bénéfices, provision pour participation aux bénéfices, participation aux résultats, taux de rendement de l'actif, revenus récurrents, plus ou moins-values

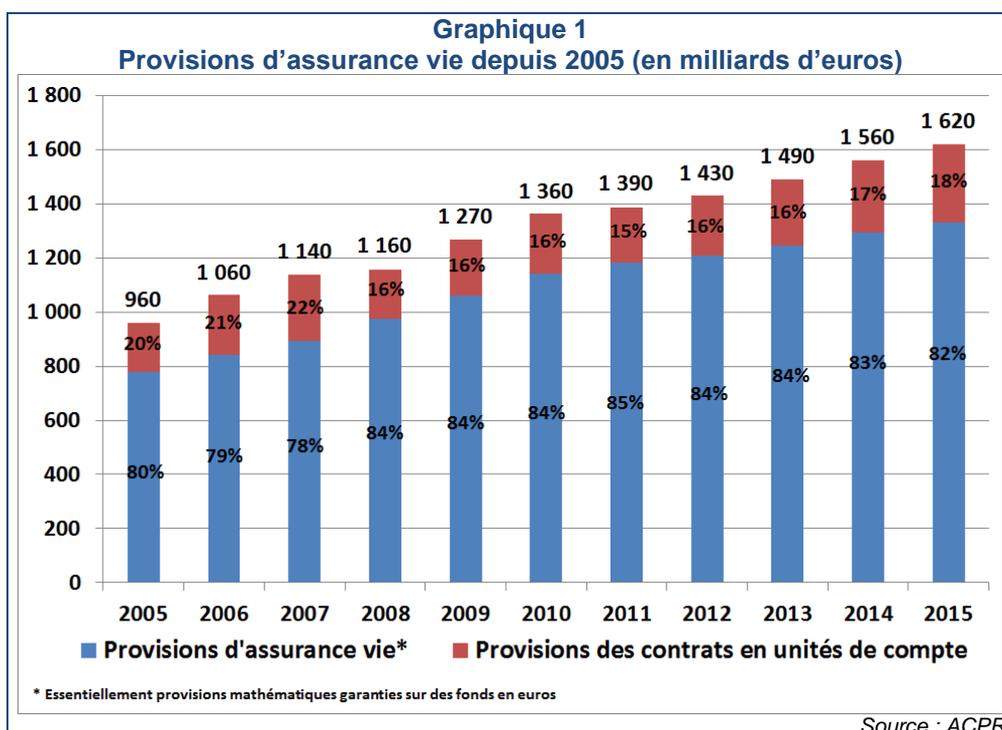
Codes JEL : G22

1. Les supports euros d'assurance vie : un enjeu pour les assureurs dans un environnement de taux bas

1.1 Des encours significatifs

L'assurance vie est un des supports d'épargne favoris des Français : en 2015 elle captait 37% des placements financiers des ménages¹ faisant du marché français un des marchés les plus importants d'Europe avec 1 620 milliards d'euros d'encours de provisions techniques.

Le marché français est composé de produits très divers, recouvrant l'offre de garanties en cas de vie (marché de l'épargne et couverture du risque de longévité), les produits d'épargne retraite, l'assurance en cas de décès, pouvant à titre accessoire être complétée de garanties de dommages corporels. En raison de leur importance dans les engagements des organismes d'assurance et des risques qu'ils comportent (disponibilité à toute date d'un capital garanti sur le long terme), l'analyse se concentre sur les contrats garantissant le capital épargné² – ou supports en euros. En effet, ils représentent 82% des provisions des assureurs vie et mixtes (cf. Graphique 1).



1.2 Un secteur relativement protégé mais des situations individuelles hétérogènes

Les organismes sont d'autant plus exposés à un environnement de taux durablement bas que leurs engagements ont été contractés à taux élevés. Le marché français de l'assurance vie garantissant le capital est dans une situation relativement favorable, des évolutions réglementaires ayant été introduites dès les années 1990 pour limiter la souscription de garanties de taux trop élevées³. En moyenne, les taux techniques (cf. Encadré 1) s'élevaient à 0,51% sur l'ensemble des contrats en 2015. Cette moyenne recouvre cependant des situations très variables :

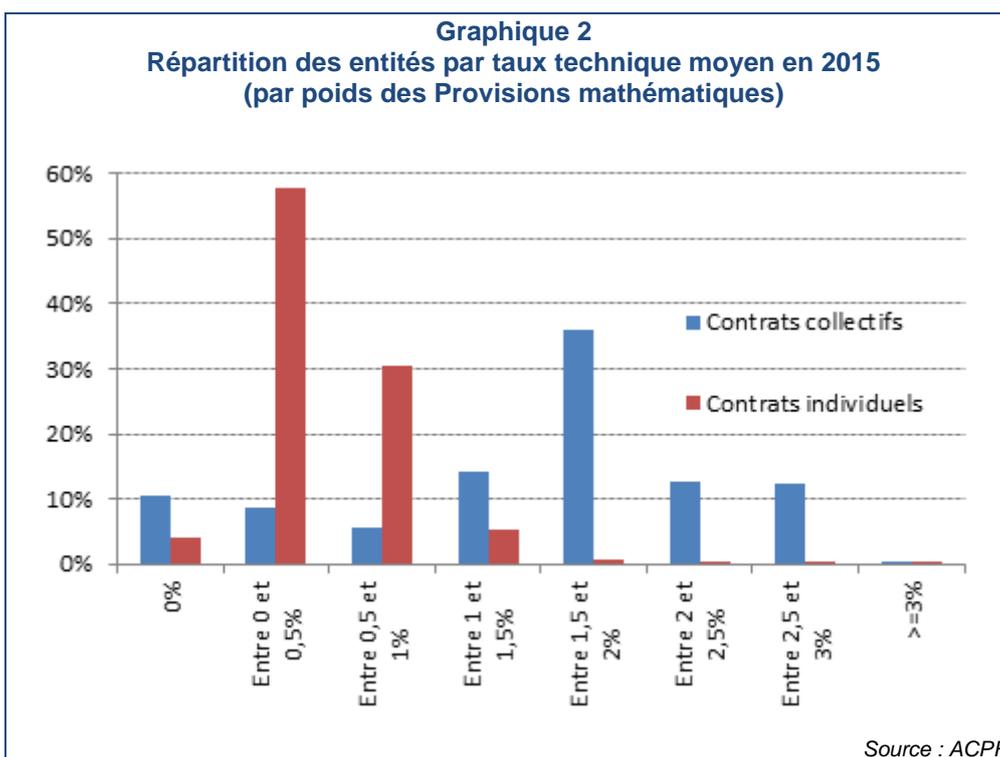
¹ Cf. Analyses et synthèses N°65 : « Les différentes composantes de l'assurance vie et leur évolution », mai 2016

² Il apparaît néanmoins sur le marché des contrats ne garantissant pas l'intégralité du capital, la garantie portant sur le capital épargné frais de gestion déduits. Les contrats euro-croissance lancés depuis 2014 garantissent à une échéance supérieure à 8 années un pourcentage convenu contractuellement du capital versé.

³ Cf. encadré 1 : depuis 1993, le calcul du plafond des taux techniques fait intervenir le taux moyen des emprunts de l'État français, et en 1995 le plafond absolu a été révisé de 4,5% à 3,5% pour les engagements supérieurs à huit ans.

- d'un type de contrat à un autre : la moyenne des taux techniques sur les contrats individuels – qui représentent la majeure partie des provisions techniques des supports en euros (92%) – est plus faible (0,42%) que celle des contrats collectifs (retraite type Madelin, articles 39, 82, 83 du code général des impôts, plan épargne retraite populaire, retraite professionnelle supplémentaire – 1,51%)⁴ ;
- d'un organisme à un autre : les organismes affichant un taux technique moyen inférieur à 0,5% portent plus de 60 % des provisions mathématiques des contrats individuels mais certains affichent encore un taux technique moyen supérieur à 3% ; s'agissant des contrats collectifs, les organismes dont le portefeuille présente un taux technique moyen supérieur à 2% représentent environ 25% des provisions mathématiques (cf. Graphique 2).

Au-delà du taux technique, la capacité des assureurs à prendre des engagements supplémentaires sous forme d'un taux minimum garanti est limitée à 2 ans (voir Encadré 1) et s'avère en pratique marginale chez les principaux assureurs.



Encadré 1 : Les composantes de la participation aux résultats

En assurance vie, les revalorisations servies chaque année aux assurés sont la somme des intérêts techniques, de la participation aux bénéfices de l'exercice immédiatement distribuée et des reprises de la provision pour participation aux bénéfices (PPB). Pour obtenir le montant de la participation aux résultats de l'exercice, il convient d'y ajouter la dotation nette à la PPB.

Le montant de participation aux résultats et la politique de chaque organisme en termes de distribution ou de mise en réserve de cette participation dépendent de plusieurs facteurs : des contraintes réglementaires dépendant des résultats techniques et financiers de l'organisme, d'éventuelles contraintes contractuelles complémentaires et enfin de la stratégie de distribution discrétionnaire de la participation aux bénéfices liée notamment à la pression concurrentielle.

⁴ Cf. Analyses et synthèses

[N°70 : « Analyse des taux de revalorisation des contrats individuels en 2015 », juillet 2016](#)

[N°48 : « Étude sur les taux de revalorisation des contrats collectifs d'assurance vie et PERP au titre de 2014 », juin 2015](#)

[N°47 : « Étude sur les taux de revalorisation des contrats individuels d'assurance vie au titre de 2014 », juin 2015](#)

Définitions :

Le taux d'intérêt technique (IT) est un paramètre de tarification des contrats (article A 132-18 du code des assurances). Il est souvent assimilé à un taux de revalorisation minimum valable pour toute la durée du contrat. Il est plafonné par la réglementation (cf. articles A132-1 et A132-1-1).

Le taux minimum garanti (TMG) est un taux garanti pour une durée au plus égale à deux ans. Il se compose du taux d'intérêt technique et d'une partie, plafonnée par la réglementation, de la participation aux bénéfices (PB) (cf. articles A132-2 et A132-3).

Le montant minimal de la participation réglementaire aux résultats correspond de façon simplifiée à la somme de 90% du solde technique (100% s'il est négatif) et de 85% du solde financier créditeur, après déduction des intérêts techniques (cf. article A132-11).

La participation aux bénéfices peut être distribuée immédiatement ou portée en provision pour participation aux bénéfices (PPB) pour un délai qui ne peut dépasser 8 ans (article A132-16).

Des clauses contractuelles prévoient parfois des engagements supplémentaires sur la distribution de la participation aux bénéfices. Ces clauses sont souvent spécifiées en pourcentage des produits financiers ou d'un compte contractuellement défini de participation aux résultats. Elles prévoient également parfois des délais plus contraints pour la distribution de la participation aux bénéfices.

2. Participation aux résultats et rendement de l'actif (hors UC)

Comme rappelé précédemment, la participation aux résultats des assurés dépend directement du résultat financier des organismes et est déterminée par la contrainte réglementaire d'une part et la stratégie de distribution et de provisionnement propre à chaque organisme d'autre part. L'analyse de l'impact de l'environnement de taux bas sur l'assurance vie nécessite donc d'étudier le taux de rendement de l'actif des assureurs. Pour ne pas comptabiliser de pertes techniques, ce dernier doit notamment être supérieur aux taux garantis des contrats en cours. Les assureurs doivent donc disposer à la fois d'actifs à fort rendement et d'actifs sûrs et liquides pour garantir aux assurés la disponibilité de leur capital à toute date.

2.1 Le taux de rendement de l'actif diminue plus rapidement que le taux de participation aux résultats

Le taux de rendement de l'actif⁵ connaît une baisse tendancielle depuis 2007. Il est passé de 5,1% en 2006 à 3,4% en 2015, en atteignant un maximum de 5,5% en 2007. Cette évolution est en grande partie expliquée par la diminution des revenus récurrents (provenant des coupons, des dividendes et des loyers) : le taux de rendement de ces actifs baisse en effet de 4,1% à 3% sur la période. En particulier, le taux moyen des emprunts d'État, qui constituent environ 30% des portefeuilles des assureurs avant mise en transparence des OPC (organismes de placements collectifs), a fortement diminué, passant de 3,9% à 0,9% en moyenne annuelle entre 2006 et 2015.

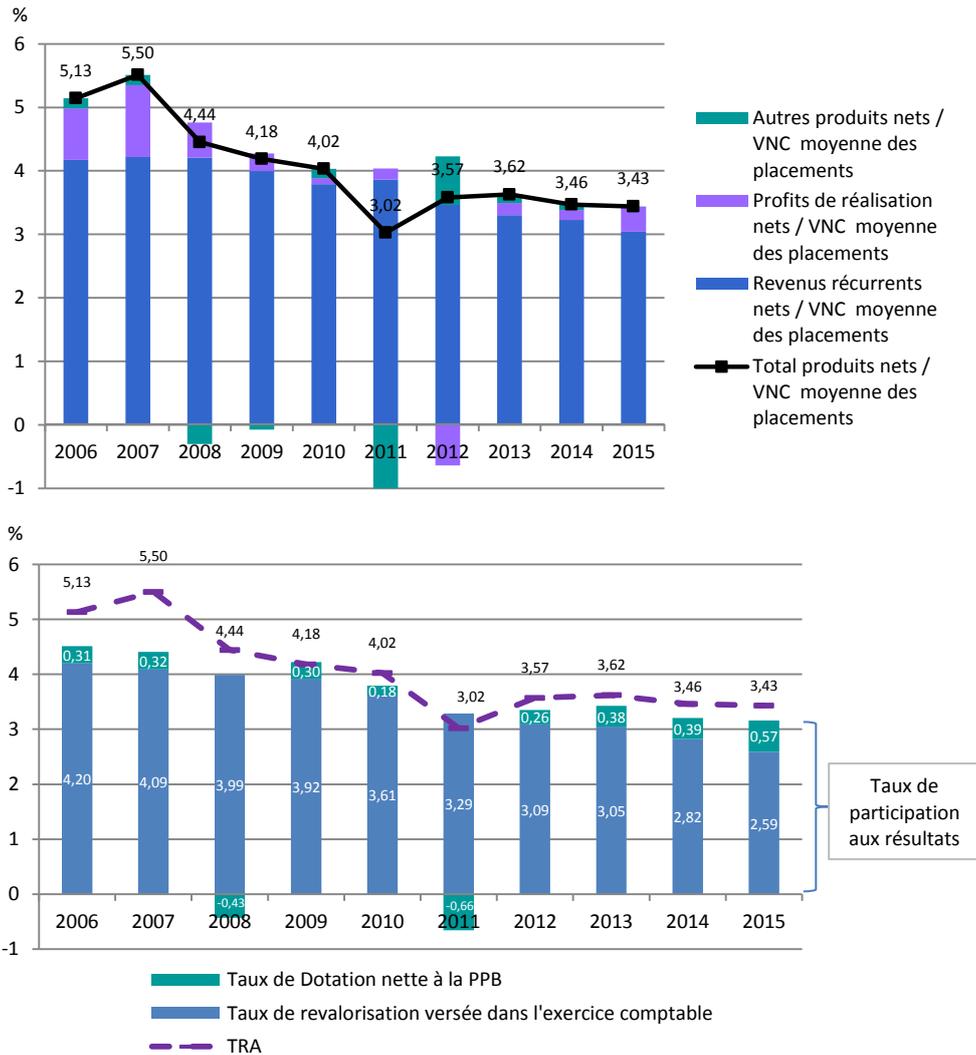
En parallèle, les assureurs ont également réduit sur la période le taux de participation aux résultats⁶ mais dans une moindre proportion puisqu'il est passé de 4,5% à 3,2% entre 2006 et 2015. Les intérêts techniques, nuls depuis plusieurs années sur la plupart des contrats souscrits (cf. *Analyses et Synthèses n°66*), connaissent en moyenne une diminution significative évoluant de 1,5% à 0,6% des provisions mathématiques. La participation aux bénéfices connaît également une baisse, passant de 2,7% à 2% sur la période.

Les montants dotés en provision pour participation aux bénéfices (PPB) sont plus volatils, car cette provision permet, par nature, de lisser les « chocs ». Les graphiques 3 montrent ainsi que les assureurs ont effectué des reprises de provision afin de limiter la baisse des taux servis aux assurés en 2008 et 2011. Depuis 2012, la dotation nette à la PPB est positive (elle a représenté en moyenne 0,4% des provisions mathématiques chaque année). De plus, pour la première fois en 2015, en moyenne sur le marché, la dotation à la PPB a conduit à différer le service d'une partie de la participation minimale réglementaire alors qu'elle était auparavant distribuée en totalité aux assurés sans délai. Il est notable cependant que le taux de rendement de l'actif (TRA) n'a été suffisant ces dernières années pour doter la PPB que grâce à la réalisation de plus-values ayant compensé la baisse tendancielle des revenus récurrents (entre 2014 et 2015, le taux de plus-values réalisées est passé de moins de 0,2% à 0,4% (cf. *Graphiques 3*).

⁵ Taux de rendement de l'actif = produits financiers nets / valeur nette comptable moyenne

⁶ Taux de participation aux résultats = (intérêts techniques + participation aux bénéfices versée + dotation nette à la provision pour participation aux bénéfices) / provisions mathématiques moyennes

Graphiques 3
Décomposition du taux de rendement de l'actif et de la participation aux résultats des 12 principaux assureurs vie et mixtes

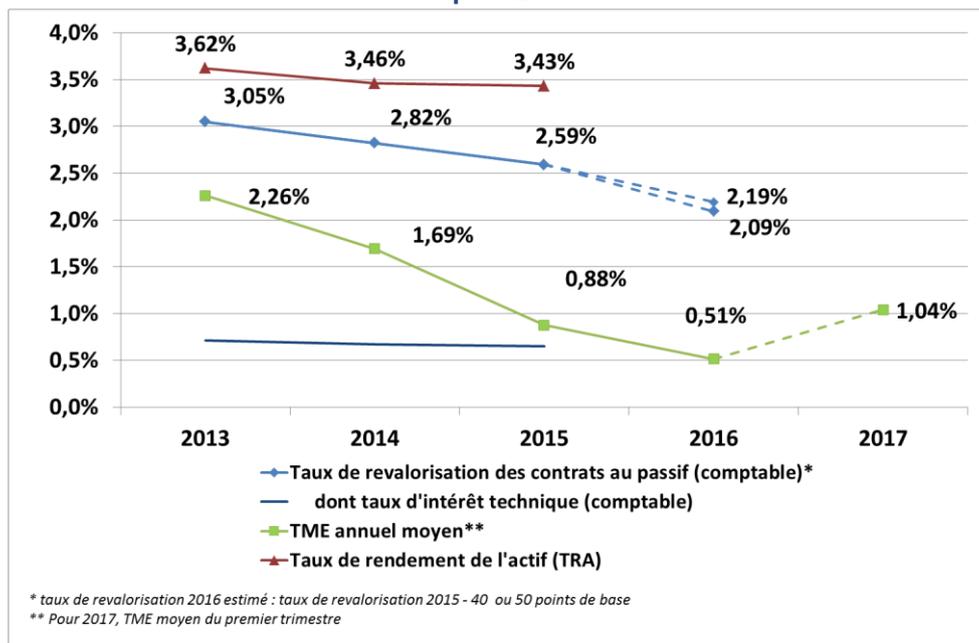


Source : ACPR

Il en résulte que les taux de revalorisation des contrats en euros baissent de façon continue entre 2013 et 2016⁷ d'entre 0,85 à 0,95 point. Entre 2013 et 2015, cette baisse (-0,46 point en passant de 3,05% à 2,59%) a d'ailleurs été supérieure à celle du taux de rendement de l'actif (-0,2 point en passant de 3,58% à 3,38%). Le taux de revalorisation moyen reste toutefois largement supérieur au TME (cf. Graphique 4).

⁷ Les chiffres de l'année 2016 sont estimés sur la base des annonces faites par les assureurs sur la revalorisation de leurs contrats en euros.

Graphique 4
Taux de revalorisation, TRA et TME des 12 principaux assureurs vie et mixtes depuis 2013



Source : ACPR

2.2 Une baisse régulière du rendement de l'actif pour les prochaines années ?

Les assureurs détiennent une part substantielle de leurs placements en titres obligataires amortissables : les placements obligataires à taux fixe, et donc à rendement « certain », des 15 principaux assureurs vie représentaient 68% des placements fin 2013. La tendance baissière pluriannuelle des rendements des obligations souveraines a donc une incidence directe sur le rendement de leur portefeuille⁸. Sur ces trois dernières années, il apparaît que les assureurs ont réduit en moyenne leurs placements en obligations au profit des actifs non amortissables (principalement actions et assimilés ou immobilier), pour lesquels les revenus sont potentiellement supérieurs mais variables et non certains (cf. Tableau 1).

Tableau 1
Allocation des placements hors UC en valeur nette comptable (en %) des 15 principaux assureurs vie et mixtes (avant transparisation)

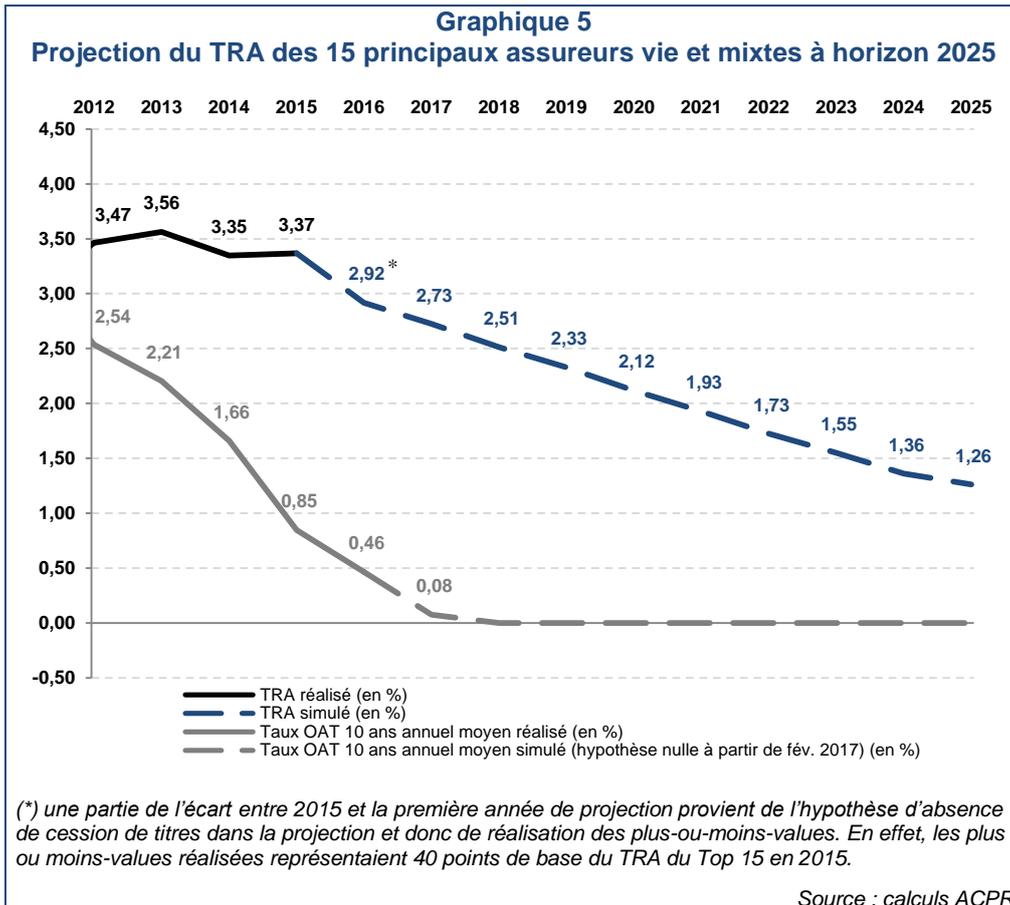
	Fin 2013	Fin 2014	Fin 2015
Part des titres relevant de l'article R343-9 du code des assurances à coupons fixes (actifs amortissables à coupons fixes)	68	65	64
Part des autres titres relevant de l'article R343-9 du code des assurances (actifs amortissables principalement à coupons variables)	6	7	6
Part des titres relevant de l'art. R343-10 du code des assurances (dits « actifs non amortissables », actifs principalement de type actions et assimilés, immobilier)	26	28	29

Source : ACPR

⁸ Le rendement des placements des assureurs vie est impacté par une baisse des taux notamment à l'occasion du réinvestissement des liquidités provenant des actifs arrivant à maturité et du placement des liquidités liées à une collecte nette positive. Si l'écart entre le rendement des actifs et les taux servis aux assurés (faisant en partie l'objet de garanties) s'amenuise, la rentabilité se dégrade et le risque d'insolvabilité est plus élevé.

Les placements hors ceux en représentation des contrats en unités de compte des 15 principaux assureurs français ont été analysés à partir des remises prudentielles. Cette analyse a permis d'évaluer pour les dix prochaines années les produits financiers « certains » qu'ils pourraient tirer des titres amortissables obligataires à taux fixe qu'ils détenaient à fin 2015 (sous les hypothèses fortes d'absence d'événement de crédit avéré portant sur les émetteurs de ces titres et de détention à maturité).

Ainsi, sous l'hypothèse principale du réinvestissement des titres amortissables à taux fixe arrivant à échéance et des liquidités (coupons, dividendes...) issues des titres en portefeuille dans des obligations au pair à taux nul et, de manière à conserver une allocation d'actifs constante, dans des actifs générant des revenus annuels de 3%⁹, le taux de rendement de l'actif connaîtrait une baisse d'environ 20 points de base par an à horizon 2025 (cf. Graphique 5).



2.3 Un niveau élevé de richesses non encore affectées grâce aux plus-values latentes obligataires

Au-delà de ces perspectives baissières du taux de rendement de l'actif, le niveau de richesses non encore affectées aux polices (la PPB, les plus-values latentes sur placements¹⁰ et la réserve de capitalisation qui peut absorber d'éventuelles pertes

⁹ Les autres hypothèses sur la période de projection 2016-2025 sont :

- une collecte nette annuelle nulle
- la non cession de titres (absence de réalisation de plus-values latentes), l'absence de risque de crédit avéré portant sur les émetteurs des titres, la constance de la valeur nette comptable des titres autres que amortissables à taux fixe en portefeuille (i.e. absence de dotations/reprises pour dépréciation)
- les produits financiers nets (hors frais des placements) des actifs autres qu'amortissables à taux fixe proviennent uniquement des « revenus » (dividendes, loyers, etc.). Les revenus exprimés en proportion de leur valeur nette comptable d'ouverture sont supposés constants et égaux à 3%
- le ratio des frais des placements sur la moyenne des valeurs nettes comptables d'ouverture et de fermeture des placements est constant et égale à -0,32% (moyenne observée sur 2014-2015)

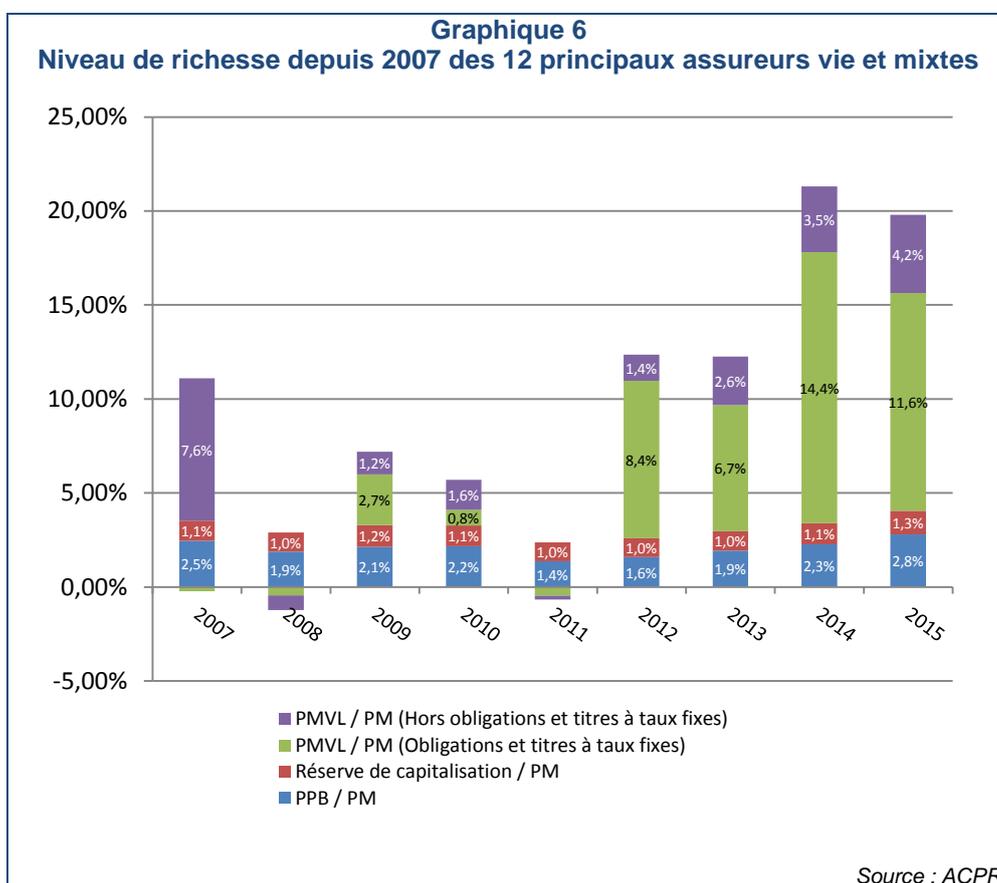
¹⁰ Si les plus-values de réalisation sur placements obligataires sont versées en réserve de capitalisation, celles sur placements non amortissables le sont dans le solde financier qui alimente le compte réglementaire de participation aux résultats, sans préjudice de l'application de dispositions contractuelles complémentaires.

de réalisations obligataires) des assureurs augmente fortement depuis 2012. Il se situe aux alentours de 20% des provisions mathématiques depuis 2014. Cependant, ces richesses accumulées sont inégalement stables ou mobilisables (cf. Graphique 6).

Ainsi, les plus-values latentes obligataires qui sont considérables depuis 2012 (12% des provisions mathématiques à la clôture 2015) ne peuvent pas être mobilisées pour la distribution puisqu'elles alimentent obligatoirement la réserve de capitalisation lorsqu'elles sont réalisées. Cette réserve de capitalisation progresse légèrement depuis 2013 (1,3% des provisions mathématiques en 2015). Elle n'est pas libre d'emploi mais permettrait de compenser une partie des possibles moins-values obligataire en cas de remontée des taux.

Les plus-values latentes sur titres à revenu variable sont positives ; elles atteignent même plus de 4% des provisions mathématiques en 2015. Toutefois les baisses constatées lors des périodes de crise de 2008 et 2011 rappellent qu'elles sont aussi très volatiles.

Comme évoqué précédemment, malgré des clauses contractuelles pouvant dans certains cas obliger les assureurs à reverser immédiatement une partie des produits financiers, la PPB moyenne progresse régulièrement depuis 2012. Elle atteint 2,8% des provisions mathématiques à la clôture 2015. De plus, il apparaît que l'obligation de distribution dans les 8 ans est dans le contexte actuel peu contraignante car en moyenne sur le marché environ 90% du stock de PPB provient de dotations passées dans l'année ou l'année précédente¹¹.



¹¹ Source : ACPR

NB : Dans certains cas, une partie de la PPB comptabilisée en fin d'exercice est en instance d'affectation au titre de cet exercice. Ainsi, la fraction de PPB effectivement disponible pour une attribution ultérieure et offrant ainsi une sécurité et une marge de manœuvre à l'assureur serait inférieure au ratio calculé à partir des dossiers annuels (2,8% en 2015). Cela explique aussi en partie la part importante (90%) du stock de PPB dotée dans l'année ou l'année précédente.

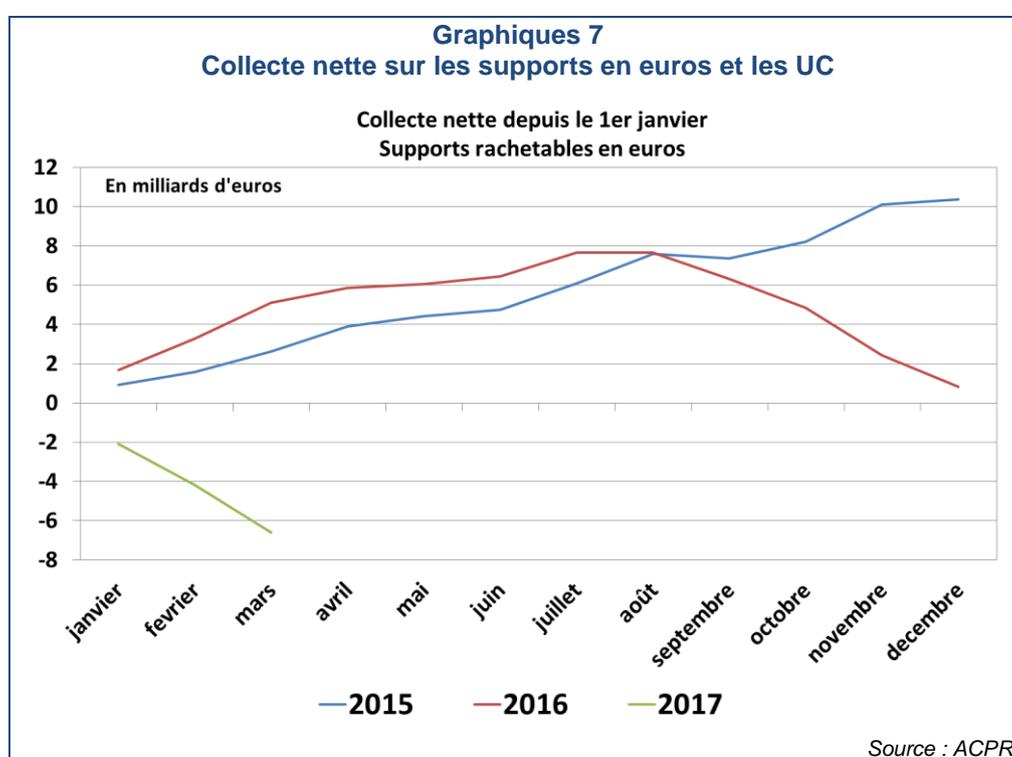
3. Les enjeux et futurs défis

3.1 L'adaptation des acteurs du marché par la gestion du passif

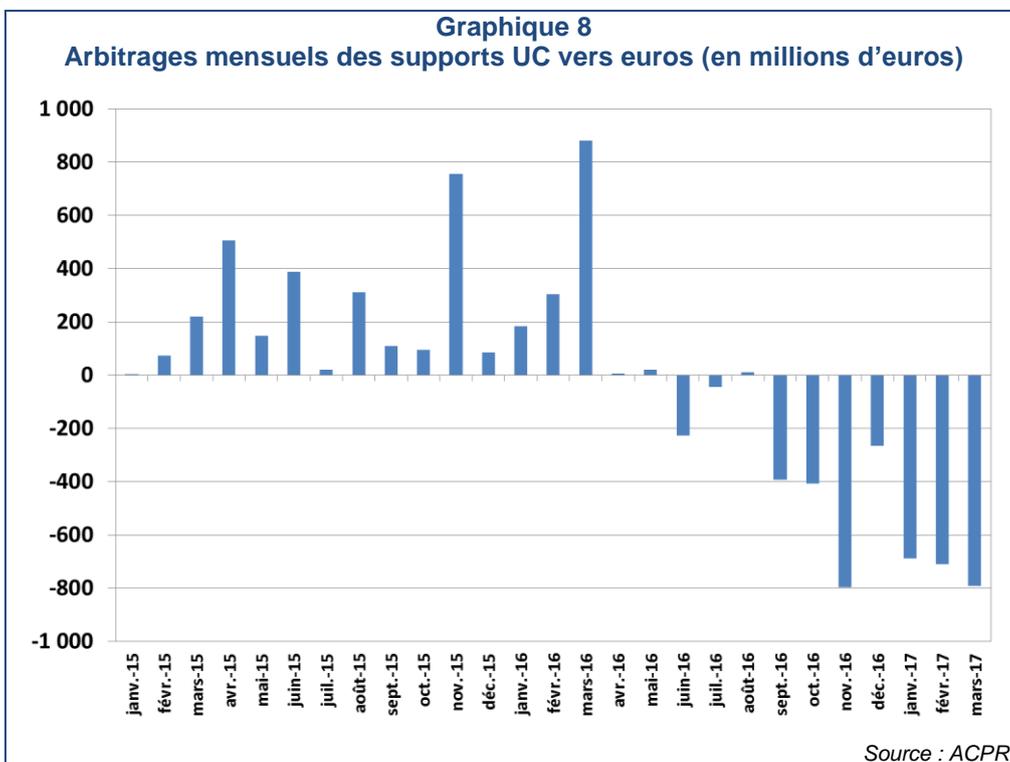
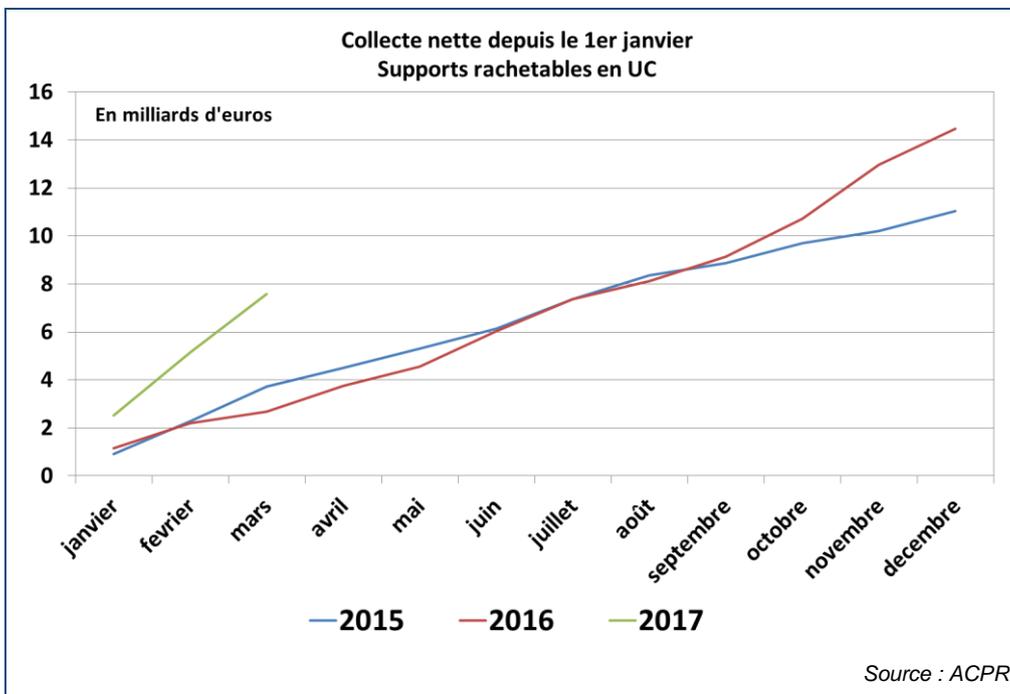
Au-delà de la baisse des taux de revalorisation servis aux assurés, et de l'utilisation de leurs réserves leur permettant de résister à court ou moyen terme à une situation de taux bas, les assureurs peuvent modifier leur modèle d'affaires.

Les assureurs peuvent agir en premier lieu sur leurs passifs d'assurance et pour les contrats en euros, en particulier limiter les taux techniques. Une analyse par date de première commercialisation des contrats¹² montre une baisse des taux techniques pour les nouveaux contrats souscrits et semble également indiquer que les primes nouvelles de contrats plus anciens ne bénéficient pas toujours du taux technique historique mais d'un taux parfois moins élevé.

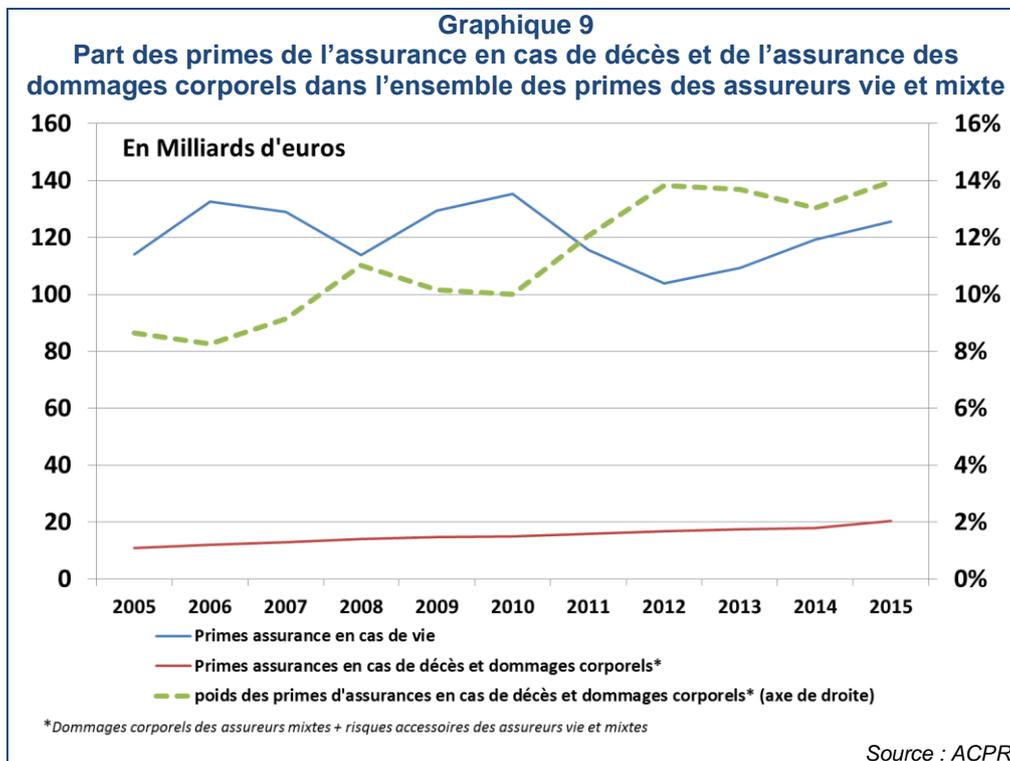
Sur la période récente, les assureurs favorisent également la souscription d'unités de compte (UC) dont la garantie ne porte que sur le nombre de supports acquis et non sur leur valeur. Sur ces supports, ce sont donc les assurés qui supportent le risque de perte de capital. Depuis mi-2016, les supports euros affichent une décollecte au profit des supports UC (cf. Graphiques 7). L'historique depuis début 2015 des arbitrages entre supports euros et supports UC illustre également cette tendance favorable aux unités de compte depuis plusieurs mois (cf. Graphique 8).



¹² Cf. Analyse et synthèse N°66 : « Le taux technique en assurance vie », juin 2016



Enfin, les assureurs de personnes se réorientent vers les activités de santé et de prévoyance. L'analyse de l'activité des assureurs vie et mixte met en effet en lumière une progression continue des primes relatives à l'assurance en cas de décès et à l'assurance des dommages corporels depuis 2005. Ainsi, leur part dans l'ensemble des primes des assureurs vie et mixtes a eu tendance à augmenter depuis une dizaine d'années, de 8% en 2006 à environ 14% depuis 2012. En effet, les primes d'assurance en cas de vie sont plus volatiles et globalement orientées à la baisse (cf. Graphique 9).



3.2 Modifications des portefeuilles d'actifs et des comportements d'investissement des acteurs du marché

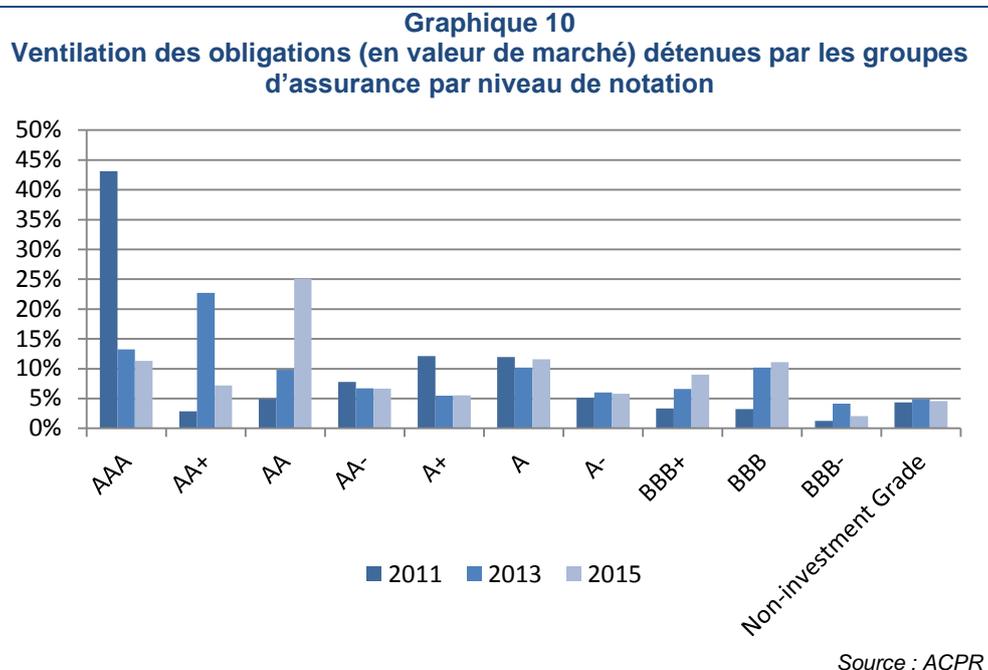
Dans un environnement de taux bas, les assureurs peuvent être tentés de réorienter leur politique d'investissement vers des placements plus rémunérateurs en augmentant la part d'actions (au prix de la mobilisation de fonds propres additionnels), de placements obligataires privés ou encore d'immobilier dans leurs placements, ou en acceptant davantage de diversification géographique par exemple, même si cela s'accompagne d'une prise de risque plus importante.

À ce sujet, l'Autorité européenne des assurances et des pensions (EIOPA) a organisé de décembre 2016 à février 2017 une collecte ad hoc d'informations afin de mesurer les évolutions des portefeuilles d'investissement des groupes d'assurance européens les plus significatifs. Cette collecte porte sur les différentes poches d'investissements aux arrêtés 2011, 2013 et 2015, sans que les titres détenus par l'intermédiaire de fonds ne soient systématiquement renseignés par transparence. Elle est complétée d'une quarantaine de questions qualitatives relatives aux modifications dans les stratégies d'investissement. Treize groupes français ont participé à cette enquête.

Selon les informations collectées sur le marché français, la part des classes d'investissement risquées s'est accrue de 2011 à 2015, bien que restant minoritaires dans l'ensemble du portefeuille ; 85% des groupes d'assurance interrogés indiquent ainsi avoir augmenté depuis 2011 la part des placements les moins liquides dans leurs portefeuilles. Cette tendance recouvre toutefois des réalités diverses selon les groupes, tant en termes de supports concernés (prêts directs à l'économie, financement de projets d'infrastructure, actions non cotées, parts de *hedge funds*, placements immobiliers...) qu'en termes de motivations (recherche de rendement, ajustement de la liquidité de l'actif aux contraintes de passif, diversification du portefeuille...) ou d'ampleur.

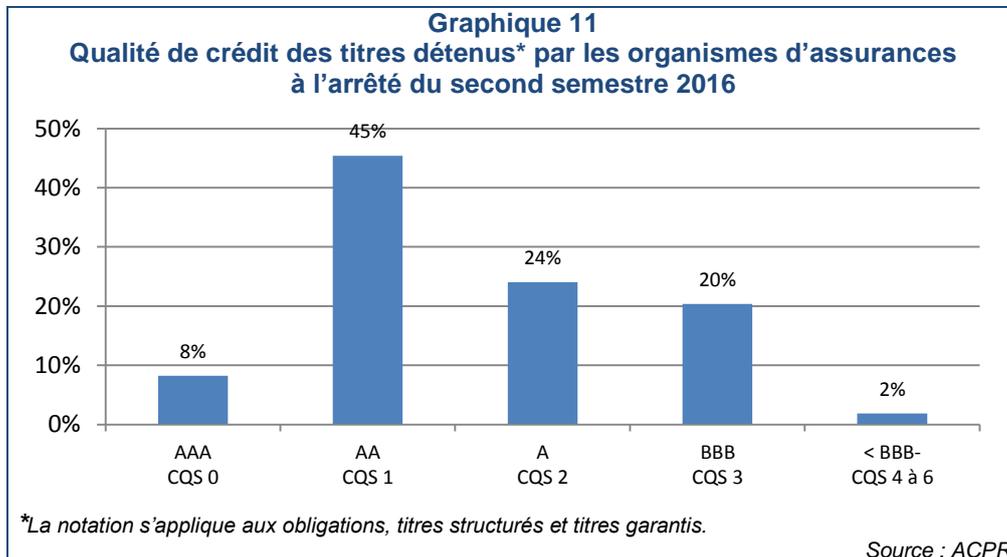
Plus généralement, les groupes affichent une diminution des expositions aux dettes souveraines (de 35,5% en 2011 à 33,8% des investissements en 2015) et au secteur financier (de 16,2% à 15,6%).

La notation des lignes obligataires détenues par les assureurs depuis 2011 est en baisse (cf. Graphique 10) de AA à AA-. Néanmoins, cette évolution résulte principalement de la baisse depuis 2012 de la notation de l'État français, auquel les assureurs français sont fortement exposés, ainsi que de souverains moins bien notés de la zone euro (notes autour de BBB).



Il convient de souligner qu'une majorité de groupes déclare que le changement de cadre réglementaire (entrée en application de la directive Solvabilité II le 1^{er} janvier 2016) a eu un impact dans la définition de leur stratégie d'investissement, ce qui rend difficile l'interprétation des mouvements observés dans la composition des portefeuilles et ne peut être uniquement attribué à une adaptation de cette stratégie à l'environnement de taux bas.

Les données disponibles au titre de 2016 ne font pas apparaître d'évolution majeure par rapport à 2015. Ainsi moins de 2% des titres notés ont une la notation inférieure à BBB- (CQS 4 à 6), et plus de 50% une notation égale à AAA et AA (cf. Graphique 11).



3.3 La mise en place d'outils macroprudentiels

En dépit de la remontée récente des taux, le rendement des nouvelles obligations acquises reste inférieur à celui du portefeuille historique impliquant une baisse progressive du rendement de l'actif général des assureurs. Cette dilution de l'actif des assureurs est de nature à accroître les risques suivants :

- Un risque de rachat massif en cas de hausse brutale des taux de marché et avec l'apparition d'offres alternatives d'investissements à meilleur rendement (assureurs nouveaux entrants sur le marché, supports d'épargne bancaire).
- Un risque de coûts de fonctionnement, pour les acteurs prélevant des chargements sur encours insuffisants pour couvrir leurs frais et qui n'équilibrent leur résultat qu'à l'aide de la part de produits financiers

qu'ils prélèvent. L'ampleur de ce risque dépend directement de la structure de coûts et des contrats en portefeuille ;

- Un risque d'engagement de taux, pour les acteurs qui garantissent des taux techniques très élevés ou qui ont contracté des engagements de versement immédiat des résultats dégagés dans un exercice donné.

Des dispositions réglementaires nouvelles renforcent les capacités d'intervention des autorités pour faire face aux situations d'urgence et sauvegarder l'intérêt des assurés.

Ainsi, l'article 49 de la loi du 9 décembre 2016 **relative à la transparence, à la lutte contre la corruption et à la modernisation de la vie économique dite « Sapin II »** modifie l'article L. 631-2-1 du Code Monétaire et Financier en dotant le Haut Comité de Stabilité Financière (HCSF) de nouveaux pouvoirs macroprudentiels relatifs au secteur de l'assurance (cf. Encadré 2). Les mesures introduites sont de deux types :

- La possibilité pour le HCSF de moduler la provision pour participation aux bénéficiaires : cette provision a eu tendance à augmenter ces dernières années, mais il s'agit de s'assurer qu'elle atteigne un niveau suffisant au regard de l'intérêt à long terme des assurés.
- Des mesures conservatoires prises par le HCSF en cas de crise majeure et pour une période limitée, afin de réduire le risque systémique : ces mesures sont très similaires aux pouvoirs de police administrative, dont dispose l'ACPR, déjà applicables individuellement à un organisme en difficulté.

Encadré 2 : L'article 49 de la loi relative à la transparence, à la lutte contre la corruption et à la modernisation de la vie économique dite « Sapin II »

(...) [Le Haut Conseil de Stabilité Financière] peut, sur proposition du gouverneur de la Banque de France et en vue de prévenir l'apparition de mouvements de hausses excessives sur le prix des actifs de toute nature ou d'un endettement excessif des agents économiques, fixer des conditions d'octroi de crédit par les entités soumises au contrôle de l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution ou de l'Autorité des marchés financiers et ayant reçu l'autorisation d'exercer cette activité, lorsque ces entités consentent des prêts à des agents économiques situés sur le territoire français ou destinés au financement d'actifs localisés sur le territoire français.

Il peut, sur proposition du gouverneur de la Banque de France, président de l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution, **moduler les règles de constitution et de reprise de la provision pour participation aux bénéficiaires pour l'ensemble ou un sous-ensemble [des entreprises d'assurance, des mutuelles et des institutions de prévoyance]** ;

Il peut, sur proposition du gouverneur de la Banque de France, président de l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution, après avis du collège de supervision de cette autorité, **à l'égard de l'ensemble ou d'un sous-ensemble [des entreprises d'assurance et de réassurance, des mutuelles et des institutions de prévoyance]**, afin de prévenir des risques représentant une menace grave et caractérisée pour la situation financière de l'ensemble ou d'un sous-ensemble significatif de ces personnes ou pour la stabilité du système financier, prendre les mesures conservatoires suivantes :

- a) Limiter temporairement l'exercice de certaines opérations ou activités, y compris l'acceptation de primes ou versements ;**
- b) Restreindre temporairement la libre disposition de tout ou partie des actifs ;**
- c) Limiter temporairement, pour tout ou partie du portefeuille, le paiement des valeurs de rachat ;**
- d) Retarder ou limiter temporairement, pour tout ou partie du portefeuille, la faculté d'arbitrages ou le versement d'avances sur contrat ;**
- e) Limiter temporairement la distribution d'un dividende aux actionnaires, d'une rémunération des certificats mutualistes ou paritaires ou d'une rémunération des parts sociales aux sociétaires.**

Le Haut Conseil de stabilité financière décide [de ces] mesures pour une période maximale de trois mois, qui peut être renouvelée si les conditions ayant justifié la mise en place de ces mesures n'ont pas disparu, après consultation du comité consultatif de la législation et de la réglementation financières. Les mesures prévues au c) ne peuvent être maintenues plus de six mois consécutifs.

Dans sa décision, le Haut Conseil veille à la protection de la stabilité financière et des intérêts des assurés, adhérents et bénéficiaires.

L'éventuelle application de ces différentes mesures devra se faire au regard de l'équilibre entre l'intérêt à long terme des assurés, le respect des engagements contractuels passés et une solvabilité durable. Bien que les situations soient très différentes d'un organisme à l'autre, la présente analyse indique notamment qu'en provisionnant davantage, les assureurs tiennent dans l'ensemble compte du fait que les revalorisations passées des contrats d'assurance vie ne sont plus compatibles avec le niveau durablement bas des taux d'intérêt et se préparent à une éventuelle remontée rapide de ces derniers.

Listes des graphiques

GRAPHIQUE 1 :	Provisions d'assurance vie depuis 2005 (en milliards d'euros) .	4
GRAPHIQUE 2 :	Répartition des entités par taux technique moyen (par poids des PM) en 2015	5
GRAPHIQUES 3 :	Décomposition du taux de rendement de l'actif et taux de participation aux résultats.....	8
GRAPHIQUE 4 :	Taux de revalorisation, TRA et TME depuis 2013	9
GRAPHIQUE 5 :	Projection du TRA des 15 principaux assureurs vie et mixtes à horizon 2025.....	10
GRAPHIQUE 6 :	Niveau de richesses depuis 2007 des 12 principaux assureurs vie et mixtes.....	11
GRAPHIQUES 7 :	Collecte nette sur les supports en euros et les UC	12
GRAPHIQUE 8 :	Arbitrages hebdomadaires des supports UC vers euros (en millions d'euros).....	13
GRAPHIQUE 9 :	Part des primes de l'assurance en cas de décès et de l'assurance des dommages corporels dans l'ensemble des primes des assureurs vie et mixte.....	14
GRAPHIQUE 10 :	Ventilation des obligations (en valeur de marché) détenues par les groupes d'assurance par niveau de notation.....	15
GRAPHIQUE 11 :	Qualité de crédit des titres détenus par les organismes d'assurances à l'arrêté du second semestre 2016.....	15

Listes des tableaux

TABLEAU 1 :	Allocation des placements hors UC des assureurs vie en valeur nette comptable (en %)	9
-------------	--	---

Listes des encadrés

ENCADRE 1 :	Les composantes de la participation aux résultats	6
ENCADRE 2 :	L'article 49 de la loi relative à la transparence, à la lutte contre la corruption et à la modernisation de la vie économique dite « Sapin II »	16



61, rue Taitbout
75009 Paris
Téléphone : 01 49 95 40 00
Télécopie : 01 49 95 40 48
Site internet : www.acpr.banque-france.fr