

Risques

Les cahiers de l'assurance

Au cœur des risques

- ◆ Denis Kessler

L'assurance vie : la fin d'un cycle ?

- ◆ Florence Aurelly
- ◆ Jean Berthon
- ◆ Renaud Dumora
- ◆ Romain Durand
- ◆ Patrice-Michel Langlumé
- ◆ Antoine Lissowski
- ◆ André Masson
- ◆ Nicolas Moreau
- ◆ Pierre Petauton

L'assurance européenne dans la crise

- ◆ Léo Costes
- ◆ Denis Duverne
- ◆ Daniel Havis
- ◆ Thomas Jacquet
- ◆ Yann Le Pallec
- ◆ Antoine Lissowski
- ◆ Patrick Peugeot
- ◆ Jacques Richier

Études et livres

- ◆ Yann Algan
- ◆ Philippe Bielec
- ◆ Pierre Bollon
- ◆ Pierre Cahuc
- ◆ Stéphane Carcillo
- ◆ Stéphanie de Flaugergues
- ◆ Nicolas Guillaume
- ◆ Yves Pizay
- ◆ Pierre-Charles Pradier



C omité éditorial



Jean-Hervé Lorenzi

Directeur de la rédaction

François-Xavier Albouy et Charlotte Dennerly

Société

Pierre Bollon et Pierre-Charles Pradier

Études et livres

Gilles Bénéplanc et Daniel Zajdenweber

Risques et solutions

Arnaud Chneiweiss et Philippe Trainar

Analyses et débats

Jean-François Lequoy

Arielle Texier

Marie-Dominique Montangerand

Secrétaire de rédaction

C omité scientifique



Luc Arrondel, Philippe Askenazy, Didier Bazzocchi, Jean Berthon

Jean-François Boulier, Marc Bruschi, François Bucchini, Gilbert Canameras

Pierre-André Chiappori, Michèle Cohen, Alexis Collomb, Michel Dacorogna,

Georges Dionne, Brigitte Dormont, Patrice Duran, Louis Eeckhoudt, François Ewald

Didier Folus, Pierre-Yves Geoffard, Claude Gilbert, Christian Gollier

Marc Guillaume, Sylvie Hennion-Moreau, Dominique Henriët, Vincent Heuzé

Jean-Pierre Indjehagopian, Meglena Jeleva, Gilles Johanet, Elyès Jouini, Dorothée de Kermadec - Courson

Jérôme Kullmann, Dominique de La Garanderie, Patrice-Michel Langlumé, Régis de Larouillère

Claude Le Pen, Robert Leblanc, Florence Legros, François Lusson, Florence Lustman, Olivier Mareuse

Pierre Martin, André Masson, Luc Mayaux, Erwann Michel-Kerjan, Alain Moeglin

Marie-Christine Monsallier-Saint-Mleux, Stéphane Mottet, Michel Mougeot, Bertrand Munier,

Stéphane Pallez, Carlos Pardo, Jacques Pelletan, Pierre Pestieau, Pierre Petauton, Pierre Picard

Manuel Plisson, Jean-Claude Prager, André Renaudin, Angelo Riva, Christian Schmidt, Côme Segretain

Jean-Charles Simon, Kadidja Sinz, Olivier Sorba, Didier Sornette, Lucie Taleyson, Patrick Thourot

Alain Trognon, François de Varenne, Nicolas Véron, Jean-Luc Wybo

Sommaire - n° 92 -

1. *Société* Au cœur des risques

Entretien avec

Denis Kessler, *Président-directeur général, Scor*

9

2. *Risques et solutions* L'assurance vie : la fin d'un cycle ?

Daniel Zajdenweber, <i>Introduction</i>	23
Patrice-Michel Langlumé, <i>Il était une fois l'assurance vie</i>	25
Pierre Petauton, <i>Tempête sur l'assurance vie</i>	35
Romain Durand et Florence Aurelly, <i>Réalités et croyances</i>	39
Antoine Lissowski, <i>Risques démographiques et risques financiers</i>	44
Nicolas Moreau, <i>Assurance et financement des entreprises</i>	48
Jean Berthon, <i>Propositions de réforme</i>	54
Renaud Dumora, <i>Vive le « diversifié »</i>	57
André Masson, <i>Le viager : une épargne pour « vieux pauvres » ?</i>	62

3. *Analyses et débats* L'assurance européenne dans la crise

Philippe Trainar, <i>Introduction</i>	81
Daniel Havis, Patrick Peugeot et Jacques Richier, <i>Faut-il partir à la conquête de l'Europe ?</i>	84
Denis Duverne et Léo Costes, <i>Situation et défis de l'assurance européenne dans la crise</i>	91
Yann Le Pallec, <i>L'assurance européenne face à la crise</i>	96
Thomas Jacquet, <i>L'assurance européenne : la revanche à venir des actionnaires ?</i>	101
Antoine Lissowski, <i>En attendant Solvabilité II</i>	106

4. *Études et livres*

Nicolas Guillaume et Yves Pizay, <i>Vivre au quotidien avec Solvabilité II</i>	113
Philippe Bielec et Stéphanie de Flaugergues, <i>L'évaluation des risques professionnels : un outil de dialogue social rentable</i>	118

Actualité de la Fondation du risque

Yann Algan, Pierre Cahuc et Stéphane Carcillo, <i>Chaire de recherche « Sécurisation des parcours professionnels »</i>	131
Jean-Pierre Daniel, <i>Les 12 défis de l'assurance. Revenir aux fondamentaux</i> par Pierre Bollon	135
Katia Béguin, <i>Financer la guerre au XVII^e siècle. La dette publique et les rentiers de l'absolutisme</i> par Pierre-Charles Pradier	136

Éditorial

Jamais, en un début d'année, l'incertitude ne fut aussi complète. Incertitude, parce que nul ne sait réellement quel sera l'impact de cette deuxième année de réductions coordonnées des déficits publics en Europe et aux États-Unis. Incertitude, parce qu'on ne connaît guère le calendrier des évolutions probables des politiques économiques en Europe du fait d'un ralentissement plus marqué de la croissance et de la proximité des élections allemandes. Incertitude enfin, parce que l'accord fiscal et budgétaire entre républicains et démocrates aux États-Unis n'a été qu'esquissé. Tout cela pour dire que la variable des ajustements la plus probable sera l'investissement et donc sa source même, c'est-à-dire l'épargne. Si l'on ajoute que l'économie mondiale se trouve confrontée à un double phénomène – le rééquilibrage entre consommation et épargne dans les pays émergents et l'impact largement à venir du vieillissement sur les marchés financiers, de l'emploi et des biens et services –, on est encore plus perplexe sur les actions à mener. C'est là toute l'originalité et l'intérêt de ce numéro 92 de *Risques*. Car toutes les parties de ce numéro sont dédiées à la crise actuelle, aux difficultés qu'elle pose à l'assurance et aux solutions qui peuvent être apportées dans cette situation si difficile.

C'est évidemment l'apport magistral de Denis Kessler, à la fois chef d'entreprise et économiste, de dépeindre cette période comme une rupture majeure de l'économie mondiale et de nous éclairer sur ce que sera le monde à venir. Nul n'est mieux placé qu'un réassureur pour intégrer dans sa réflexion la succession de chocs auxquels notre monde est confronté. Et Denis Kessler nous rappelle à quel point la théorie du risque est centrale pour appréhender ce début de siècle.

Un de ces chocs, c'est évidemment celui qui frappe l'assurance vie aujourd'hui perturbée par la faiblesse des taux et donc des rendements proposés au client. L'impact commercial en est une conséquence logique, d'autant plus que la fiscalité et les conditions réglementaires fixées pour l'épargne liquide viennent clairement bouleverser les équilibres précédents. Le dossier qui est proposé, composé de neuf contributions, permet de saisir toutes les subtilités de la situation et de se faire finalement une opinion optimiste sur cette classe de produits d'épargne pour peu que l'on soit capable de la faire évoluer.

De son côté, le dossier « L'assurance européenne dans la crise » est un exceptionnel descriptif des stratégies, des acteurs, des barrières qui limitent encore le marché unifié. Et enfin, l'évolution du dossier Solvabilité II, dont personne ne sait aujourd'hui ce qu'il adviendra, est un élément-clé. Au fond, ce numéro de *Risques* répond parfaitement à la période, aux défis qui nous attendent et aux évolutions que l'assurance doit opérer pour affirmer sa résilience.

Jean-Hervé Lorenzi

1.

Au cœur des risques



■ Denis Kessler

Président-directeur général, Scor

Denis Kessler

Président-directeur général, Scor

Entretien réalisé par François-Xavier Albouy,
Gilles Bénéplanc, Jean-Hervé Lorenzi
et Arielle Texier

Risques : Lors d'une conférence, vous aviez déclaré : il faut laisser la crise travailler. Que diriez-vous aujourd'hui sur cette crise ?

Denis Kessler : Une crise, c'est un moment d'intense transformation, de profonde évolution et de véritable mutation. Beaucoup de phénomènes économiques et sociaux s'accroissent, les organisations et institutions sont sous pression, les politiques sont remises en question. C'est ce que j'appelle le « travail de la crise ». Les tensions s'exacerbent, les difficultés se multiplient, les choix paraissent de plus en plus cruciaux. Beaucoup de choix et de réformes qui ont été différés, retardés ou remis à plus tard doivent désormais être faits, sous la pression des événements. C'est donc un moment de travail intense, difficile à vivre, souvent marqué par une certaine confusion, qui génère des tensions et des incompréhensions. Tous les acteurs sont directement ou indirectement concernés. C'est le cas des entreprises qui, face aux conséquences de la crise économique et financière, doivent s'adapter sans délai. Nombre d'entreprises ont fait un travail d'adaptation en profondeur pour réduire leur endettement, restructurer leur bilan, redéployer leurs capitaux, se réorganiser. Les pouvoirs publics sont également obligés d'accomplir, face à la crise, ce qu'ils reportaient à plus tard. Durant toute la période qui a précédé l'éclatement de cette crise, les États ont laissé filer leurs déficits, qui ont fini par littéralement exploser. La dette s'est accumulée, il a fallu attendre qu'elle soit devenue insoutenable pour constater qu'il y avait urgence à réduire les déficits publics. Ainsi, la crise oblige les pouvoirs publics, *nolens volens*, à modifier radicalement leurs politiques budgétaires pour réduire leurs déficits, par l'augmentation des

impôts ou par la réduction des dépenses publiques. C'est le cas aussi des organisations internationales. Devant l'ampleur de la crise et de ses conséquences, les institutions internationales ont dû se réformer. Prenez le cas du G7-G8. C'est après la faillite de Lehman Brothers en 2008 que l'on a élargi cette instance à vingt pays pour y inclure par exemple le Brésil ou l'Inde. Le FMI a dû changer ses statuts, la Commission européenne a dû modifier ses politiques. Des institutions sont nées comme le Forum de stabilité financière. Les autorités monétaires ont également profondément évolué, comme le montrent les reformulations de politique monétaire opérées par la Fed ou la BCE. De nouvelles législations ont vu le jour dans de nombreux domaines, prudentiels bien entendu, mais pas uniquement.

Le travail de la crise opère même dans les esprits. Au cours de cette période, beaucoup d'idées germent, des prises de conscience apparaissent, des solutions du passé se révèlent soudain désuètes. Et des choix qu'on n'est pas capable de faire hors période de crise deviennent possibles. Attention, cette prise de conscience ne se fait pas de manière immédiate et simple. Lors de l'éclatement d'une crise, beaucoup d'observateurs prétendent qu'elle est conjoncturelle, qu'elle correspond au cycle économique classique, que le ralentissement est transitoire. Au début, on recourt à la pharmacopée keynésienne traditionnelle : on essaye de soutenir la demande en laissant filer les déficits et en baissant les taux d'intérêt. Souvent, on cherche d'abord à adoucir ses conséquences par des mesures conjoncturelles, comme la France l'a fait en soutenant son industrie automobile. Mais devant l'aggravation de la crise, les esprits évoluent. On reconnaît progressivement qu'elle est structurelle et que les remèdes traditionnels de politique économique auxquels on a eu recours au début apparaissent inopérants, quand ils ne sont pas pervers...

Résoudre une crise « structurelle », comme son nom l'indique, suppose de procéder à des réformes « structurelles » dans tous les domaines – économique, social, institutionnel ou politique.

On voit là le rôle quelque peu paradoxal d'une crise. Elle rend les situations extrêmement difficiles, graves, voire parfois périlleuses, mais elle permet aussi de faire mûrir les esprits, de débloquer des situations, bref de progresser. Finalement, dans certains pays, notamment le nôtre, on ne paraît pouvoir progresser qu'à chaud. Ceci est d'ailleurs vrai aussi pour nombre d'entreprises. Quand y survient une crise aiguë – pertes importantes, forte baisse de l'activité, chute du cours de Bourse –, c'est souvent l'occasion d'engager des évolutions en profondeur qu'il n'a pas été possible de faire à froid, lorsque les parties prenantes ne comprenaient pas la nécessité d'agir. Et ce constat semble – malheureusement – vrai pour une grande majorité de collectivités humaines. Une collectivité humaine en crise est contrainte de faire des choix. Il est évidemment irrationnel d'attendre cette crise pour prendre des décisions qui auraient pu justement la prévenir ou l'atténuer, mais force est de constater que cette loi semble assez généralisée...

L'histoire fourmille d'exemples de ce processus qui commence par la négation du problème, la procrastination face aux décisions à prendre pour le résoudre, et l'action dans l'urgence quand on est en crise. Le cas patent est celui des conséquences du vieillissement de la population. Notre société vieillit, on le sait depuis des décennies. La fin du baby-boom remonte au milieu des années 1960. Tout le monde comprend aisément qu'un régime de retraite par répartition va subir le choc du vieillissement. On aurait pu préparer cette échéance il y a quarante ans, trente ans, à froid... Mais en réalité, on a attendu en France l'arrivée à l'âge de la retraite des générations du baby-boom pour commencer à prendre quelques décisions, d'ailleurs tout à fait insuffisantes ; et entre le constat initial des conséquences du vieillissement et aujourd'hui, on a abaissé l'âge de la retraite à 60 ans, ce qui allait exactement dans le sens opposé de celui qu'il aurait fallu emprunter ! Voilà donc ce que j'appelle le travail

de la crise : les esprits évoluent, les réalités deviennent tellement obsédantes que ceux qui ont la responsabilité de les régler ne peuvent plus reculer, forcés et contraints !

L'autre exemple actuel que l'on peut citer est le problème de la compétitivité. Pendant des décennies, on a nié le problème de la compétitivité du pays. Pourtant, les comparaisons internationales démontraient clairement le décrochage de la France. Le coût du travail a augmenté, les charges également, la fiscalité s'est alourdie, alors que l'europanisation et la globalisation progressaient et que nous avions rejoint la zone euro qui ne permet plus les dévaluations monétaires. Il a fallu attendre que le déficit du commerce extérieur atteigne un record, que les délocalisations se multiplient et que les entreprises mettent la clef sous la porte pour que l'on reconnaisse l'ampleur de la crise de compétitivité que connaît le pays. Personne ne semble avoir entendu le tocsin... et la France s'est lancée il y a à peine douze ans dans une politique de réduction du temps de travail qui a fortement réduit la compétitivité de notre site de production et grevé les finances publiques ! Quelle malédiction fait qu'il aura fallu attendre la récession économique et la hausse du chômage pour qu'enfin on admette qu'il y a un problème de compétitivité et de coût du travail alors qu'il existe depuis vingt ans ?

Or s'il y a crise, c'est précisément parce que, dans les périodes qui l'ont précédée, le corps politique et le corps social ne sont pas parvenus à poser les véritables problèmes en temps et en heure. Ils se sont livrés à une dénégation généralisée des problèmes alors même qu'ils étaient déjà patents. Trop d'acteurs politiques et sociaux sont « myopes », obsédés par le court terme, caractérisés par un taux d'actualisation très élevé. Et ceci conduit à négliger les problèmes de moyen et long termes... qui ne sont traités que lorsqu'on ne peut plus faire autrement. De façon surprenante, il apparaît que c'est l'État qui a le taux de préférence pour le présent le plus élevé, alors que dans la littérature économique, il était censé avoir un taux de préférence pour le présent beaucoup plus faible que les entreprises et les citoyens. C'était à l'État de faire valoir la rationalité de moyen et long termes que les

« esprits animaux » décrits par Keynes n'étaient pas capables d'avoir. Or que constate-t-on aujourd'hui ? La demande de sens, d'organisation et de moyen terme émane du monde des entreprises, parce qu'elles ne peuvent pas être gérées dans l'improvisation, l'instabilité, l'imprévisibilité. Les stratégies d'entreprise – choix des lignes de métier, des investissements, des technologies... – reposent sur un horizon de long terme. C'est la grande inversion historique : le monde de l'entreprise demande aux États du long terme et de la prévisibilité, alors que l'État vit au jour le jour, multiplie les plans d'urgence et de crise, change les règles du jeu en permanence. En réalité, l'État, en situation de déficit, vit au jour le jour. Dans un de ses articles de 1958, James Tobin, Prix Nobel d'économie, disait que lorsque les contraintes de liquidité des agents économiques s'exacerbent leur rationalité disparaît. Ceci explique les phénomènes de l'usure où, face à des échéances importantes, certains ménages endettés acceptent de payer des taux d'intérêt astronomiques qui repoussent certes leur problème mais surtout l'aggravent. Faire des choix rationnels suppose un horizon temporel long... et donc des finances en ordre !

Lorsque j'enseignais, j'avais une prédilection pour un cours qui s'appelait « Cycles, croissance et fluctuations ». Je le commençais en disant : le cycle et les fluctuations, c'est la normalité. La constance, la stabilité absolue, c'est anormal. Un système économique, par construction, est instable. Il est forcément animé. Et on peut faire l'inventaire de tous les cycles : les courts, les longs, les oscillatoires, ceux dont les oscillations vont s'atténuant et ceux dont elles vont s'amplifiant, les cycles sectoriels. On peut commencer par le cycle du cochon et terminer par le cycle de Kondratieff. Pour initier un cycle, il suffit d'un petit choc, qu'il soit du côté de l'offre ou du côté de la demande, qu'il porte sur les prix ou les quantités, qu'il soit d'origine technologique ou d'origine naturelle ; ensuite, lorsqu'il est amorcé, il y a toutes chances pour qu'il se poursuive dans le temps. Et les différents cycles interagissent entre eux, ce qui explique les variations et fluctuations économiques. Un système dont l'économie est stable est en réalité un peu inquiétant car ce n'est pas une

situation « normale ». L'opinion n'aime pas cette instabilité. Il suffit de faire l'hypothèse que les citoyens ont une aversion au risque, ce qui semble être un fait, et ils n'aimeront pas les fluctuations de l'activité économique. La fluctuation est associée au risque, qu'il s'agisse de la dégradation de l'emploi ou de la baisse des revenus, que cette dégradation soit transitoire ou non. Le citoyen aura tendance à voter pour tout candidat promettant d'éradiquer le cycle, d'éliminer les fluctuations et d'apporter de la constance. Promettre d'assurer la constance, la régularité, c'est promettre d'éliminer ce qui est vécu par la majorité de nos concitoyens comme le risque, et donc c'est vaincre la crise. Cela explique en grande partie que le débat politique soit centré sur les promesses de statuts, de garantie de l'emploi, de lois protégeant contre les licenciements, de nationalisation censée éviter la faillite, de fonds d'intervention, etc. Il suffit de remarquer que le maître mot qui est apparu sur toutes les lèvres et dans tous les programmes, qui figure dans tous les communiqués du G20, est celui de « stabilité ».

Ces questions sont, selon moi, au cœur du problème politique des sociétés modernes. Et ce résultat repose sur deux hypothèses vraisemblables : premièrement, l'aversion au risque est particulièrement forte et répandue, et tend à augmenter, en moyenne, en période de crise ; et deuxièmement, nous sommes entrés davantage dans un monde de chocs, d'incertitudes et de fluctuations, amplifiés notamment par la mondialisation et l'accélération des changements technologiques, ainsi que par la multiplication des troubles géopolitiques.

Comme je l'avais déjà développé dans *Risques* en 2006, un des concepts-clefs pour expliquer les sociétés modernes est celui de vulnérabilité, le sentiment d'une menace permanente, de pouvoir être atteint de diverses façons dans son intégrité physique, morale, psychique, patrimoniale. On ressent une menace, sans toutefois pouvoir l'identifier avec précision, et l'on craint pour son emploi, sa santé, son patrimoine, ses proches... Le monde paraît hostile, et l'on est prompt à accuser des phénomènes abstraits

– l'Europe, la globalisation, les étrangers, les nouvelles technologies, la science... Et le sentiment généralisé de vulnérabilité engendre souvent une demande politique forte de sécurité, au sens large du terme. Mais cette demande peut malheureusement aussi dériver en populisme. Les menaces n'ont pas besoin d'être réelles, identifiées, quantifiées pour engendrer le sentiment de vulnérabilité : il suffit qu'elles soient perçues comme telles. Dans un tel contexte, les opinions publiques vont exprimer une demande de sécurité plus forte, dans tous les domaines. Ressentant douloureusement les fluctuations économiques et les adaptations que les crises rendent nécessaires, l'opinion va se tourner vers ceux qui vont leur promettre d'atténuer, d'éliminer, voire d'éradiquer les risques et les incertitudes. Mais ceux qui font ces promesses ne peuvent pas les tenir car, par construction, les fluctuations et les risques qui y sont attachés sont inhérents au système lui-même. L'attitude par rapport au risque – et son évolution – est ainsi la matrice fondamentale qui permet d'expliquer la plupart des phénomènes économiques et financiers, tous les mécanismes qui permettent de se protéger partiellement contre les risques des divers marchés, toutes les institutions dont la mission est de gérer les risques. Et l'attitude face au risque explique aussi largement l'évolution du « marché » politique : en période d'amplification des fluctuations, d'accentuation des oscillations, les demandes de « couverture » sont beaucoup plus importantes, ce qui se traduit notamment par des demandes nombreuses et variées d'intervention de l'État. Selon la belle expression d'Ulrich Beck, nous sommes bel et bien pleinement entrés dans la société du risque.

Par ailleurs, la nature des risques évolue pendant la crise. Les fluctuations classiques laissent place à des chocs, des ruptures. En 2007, on a vu apparaître dans la littérature économique, notamment anglo-saxonne, toute une série de concepts tels que *discontinuités*, *disruptions*, *disparités*, *dislocations*, *disasters* et *distress*. Tous ces mots évoquent des ruptures, des cassures, des chocs. Au cœur de la crise, les variables économiques ne sont plus « continues ». Cette situation de crise aiguë est évidemment très perturbante pour les agents économiques. Nos concitoyens n'aiment déjà pas les

fluctuations, ils n'aiment pas la volatilité, mais ce qui leur est vraiment insupportable, ce sont les chocs. La faillite brutale de Lehman Brothers, les files des clients devant les guichets de la banque Northern Rock, le blocage complet du marché monétaire, les nationalisations inattendues des banques furent des chocs extrêmement mal ressentis par l'opinion publique. Tout à coup, les gens réalisent que leurs dépôts pourraient disparaître, qu'ils ne seraient pas remboursés, que leur épargne pourrait être perdue. Le risque systémique, sorte de choc suprême, qui avait été complètement évacué de notre univers mental, de nos représentations, est brutalement réapparu sur le devant de la scène politique. Le défaut partiel de la Grèce, en mars 2012, fut un autre traumatisme, précisément parce que la défaillance d'un État souverain de la zone euro aurait semblé inconcevable quelques années plus tôt.

Quand les chocs se multiplient et gagnent en intensité et en gravité, on constate aussi que ceux qui sont en charge de les prévenir et de les gérer ne sont pas toujours prêts. Ils hésitent à intervenir, atermoient, envisagent diverses solutions, semblent perdus, ce qui rajoute une nouvelle couche d'incertitude et alimente l'angoisse. Les chocs, les discontinuités sont beaucoup plus anxiogènes que la variabilité, la fluctuation ou la volatilité. Et le fait que les responsables en charge paraissent particulièrement démunis face à un choc qu'ils n'ont pas ou mal anticipé, et qu'ils ne savent pas véritablement gérer, explique la tétanie de l'opinion qui assiste à la multiplication des plans de crise, des plans d'urgence, de sauvetage... L'urgence domine, l'urgence absolue domine absolument ! Bref, face à la crise, il y a donc une demande très forte de sécurité – aversion au risque oblige – qui ne peut être que très partiellement satisfaite, et la gestion elle-même de la crise rajoute souvent de l'incertitude. D'où la difficulté de briser ce cercle.

Risques : Pourquoi nous semble-t-il aujourd'hui être passés d'un régime de fluctuations à un régime de chocs ? Avons-nous trop misé sur le système de protection, soit à l'intérieur des entreprises, soit à l'extérieur (protection des dividendes, etc.) ?

Denis Kessler : Plus les économies sont ouvertes, plus elles sont interconnectées, plus les fluctuations sont fortes et plus les chocs se multiplient, par construction. Il est bien connu que des fluctuations qui s'entrecroisent et interagissent peuvent donner des fluctuations dites « explosives » et créer des chocs. Une troupe qui marche à pas cadencé sur un pont peut entraîner son écroulement. C'est le phénomène de résonance. Et dans des sociétés aussi complexes que les nôtres, les chocs de diverses natures peuvent aussi interagir les uns avec les autres : choc pétrolier ou de matières premières, choc technologique, financier, naturel, géopolitique.

Ce monde de chocs – surtout si l'on prétend que leur origine se situe hors des frontières – est évidemment éprouvant pour beaucoup de citoyens, qui en conséquence commencent à rejeter la globalisation et tout ce qui peut y être rattaché, et qui demandent un retour du protectionnisme. Ce n'est pas un hasard si les périodes de crise sont toujours propices au retour du nationalisme. La partie devient ainsi très difficile pour ceux qui prônent la discipline de la globalisation, de l'ouverture des frontières et de l'adaptation au monde par la poursuite de réformes structurelles. Alors que la montée des incertitudes devrait conduire à une meilleure coordination des politiques économiques et financières, on assiste à la résurgence de politiques nationales isolées, divergentes, précisément celles qui entraînent les fluctuations les plus erratiques et l'accentuation de la crise. La solution par le haut suppose coordination et coopération.

Par ailleurs, on assiste à une interaction croissante entre des chocs de diverses natures et de diverses origines. Prenons un exemple. En 2010, la Russie et l'Ukraine ont connu une vague de sécheresse. Vladimir Poutine a décidé le 15 août 2010 un embargo sur les exportations de céréales, embargo adopté également par l'Ukraine. Vers qui ces deux pays exportent-ils leurs céréales ? Notamment vers certains pays arabes, qui ont limité leur production nationale de céréales dans le cadre de la nouvelle spécialisation internationale du travail. L'embargo s'est donc immédiatement traduit dans les pays

importateurs par une explosion du prix des céréales. Or les produits à base de céréales représentent dans ces pays une part très importante du budget des ménages. Dans le même temps, il y a eu d'importantes inondations au Pakistan, l'un des principaux producteurs de coton au monde, dont le prix a lui aussi fortement augmenté. Ces deux chocs se sont produits presque simultanément. L'augmentation du prix des céréales, puis celle du prix du coton ont ainsi pesé lourdement dans le pouvoir d'achat des pays importateurs, ce qui a entraîné des troubles sociaux qui ont déclenché à leur tour ce que l'on a appelé le Printemps arabe. C'est ainsi que des chocs naturels dans certains pays peuvent engendrer des chocs politiques dans d'autres pays. Bien entendu, il faut se garder de tout « mécanisme ». C'est d'ailleurs le propre des chocs que d'être stochastiques tant dans leur manifestation que dans leurs conséquences.

Risques : Comment vit-on quand on est le patron d'une entreprise qui reçoit des chocs tous les jours ?

Denis Kessler : Pour un réassureur, le monde des chocs constitue un univers quasi-quotidien. La réassurance traite des risques rares, de la queue de distribution des risques, par définition plus aléatoire que le centre de la distribution. À ce titre, lorsque les chocs économiques se multiplient en période de crise, le réassureur est moins surpris que d'autres agents économiques. Quand les gens entrent dans un monde de chocs, cela est tout à fait déroutant – au sens propre du terme – et souvent insupportable. Le monde économique traditionnel repose sur des variables continues, qu'il s'agisse des taux de change, des taux d'intérêt, des prix ou des quantités, des revenus ou des stocks... Même si l'on parle de fluctuation ou de volatilité, on a toujours affaire à des variables continues, qui peuvent suivre des fonctions sinusoïdales, exponentielles, logarithmiques, etc. En réalité, les variables économiques suivent un petit nombre de figures fondamentales qui permettent de les représenter graphiquement. Ce sont généralement des fonctions continues et dont il est possible de calculer la dérivée, donc le sens de leur évolution à partir d'un point donné. Le monde des chocs est au contraire celui des

discontinuités, un monde où il n'y a plus ni dérivées, ni tendances, un monde qui perd donc beaucoup de prévisibilité. On peut avoir une rupture de série – par exemple, tout d'un coup plus d'offre ou plus de demande quel que soit le prix offert ou demandé. On peut avoir un point de rebroussement, où la courbe s'inverse brutalement. Du jour au lendemain, une série s'interrompt, la courbe s'arrête. Reprenons le cas de Lehman : le vendredi vous y avez des dépôts, le lundi la banque a disparu. C'est un cas de choc, de rupture totale. Or la théorie économique comme les mathématiques financières savent bien traiter les variables continues, dont la modélisation et les traitements informatiques sont beaucoup plus simples à maîtriser. Mais la théorie et la modélisation des chocs, des interactions qui donnent naissance à des chocs, est encore lacunaire. Le risque systémique – où le risque se généralise à l'ensemble du système – est en quelque sorte le choc suprême. Son anticipation reste un défi. La réassurance, bien que non systémique, est pleinement immergée dans ce monde de chocs. Toute la science de la réassurance consiste à appréhender ces chocs et à en absorber les conséquences. Il ne s'agit pas, bien entendu, de parvenir à les éliminer, mais de les combiner au sein d'un portefeuille de risques en minimisant leur corrélation. Le réassureur compose en effet des portefeuilles de risques qui se manifestent comme des chocs, mais qui ne sont pas – ou peu – corrélés entre eux. On peut ainsi opérer une mutualisation unique de risques extrêmes, depuis un tremblement de terre à Tokyo jusqu'à un ouragan à New York, un tsunami en Méditerranée, une pandémie ou l'explosion d'une grande usine. Faisons simplement attention au fait que des phénomènes en apparence pas ou peu corrélés pour des gravités faibles ou moyennes peuvent le devenir lorsque la gravité augmente fortement.

Risques : Dans un monde où justement il y a de plus en plus de chocs, par rapport au secteur de l'assurance où l'on mesure les risques, comment le *risk management* est-il organisé à Scor pour que vous puissiez mesurer l'ampleur de ces chocs ?

Denis Kessler : De manière générale, l'industrie de la

réassurance a considérablement progressé en matière de science du risque. L'approche traditionnelle était trop focalisée sur les évolutions continues. Désormais, la réassurance a pleinement intégré cette culture des chocs et des discontinuités. Prenons un exemple dans la réassurance vie. Le risque le plus important est le risque de pandémie. Les autres déviations de mortalité – de sous ou de surmortalité – ne posent pas de problèmes majeurs et la science actuarielle fournit tous les outils d'analyse. Mais mesurer les risques et les conséquences d'une pandémie qui n'arrive que très rarement – une fois tous les deux siècles ? – est très compliqué. Évidemment, on a un cas historique bien connu, celui de la grippe espagnole de 1918-1919 qui a entraîné plusieurs dizaines de millions de morts. Auparavant, on peut citer l'épidémie de peste noire. Dans un monde ouvert, où le brassage des populations va croissant, comment estimer le risque de pandémie ? L'offre sanitaire est différente de celle prévalant au lendemain de la Première Guerre mondiale, la recherche médicale progresse beaucoup plus vite, les moyens de prévention sont plus rapidement mis en œuvre que dans le passé, la coordination internationale est beaucoup plus efficace grâce à l'OMS. Face à un tel choc de pandémie, faute de références historiques, il faut procéder à des modélisations sophistiquées, à tout un jeu d'hypothèses (sur l'exposition par âge, sur le niveau d'éducation, de revenus...), de manière à estimer ses conséquences pour l'économie en général et pour l'assurance et la réassurance en particulier. Afin d'appréhender au mieux ce choc de mortalité, nous avons travaillé sur la pandémie avec des scientifiques pour affiner nos modèles et estimer les conséquences d'une pandémie réellement globale. Depuis l'émergence d'un virus inconnu dans un petit village au Cambodge, on peut simuler sa progression potentielle compte tenu de toutes les interactions liées aux mouvements de personnes et de biens à travers le monde, et prédire de manière approximative quand l'épidémie surviendrait à New York ou à Rio... On peut établir clairement que la population assurée est moins exposée que la population en général, et que la population réassurée est moins exposée que la population assurée. L'impact du niveau d'éducation, d'accès au système de soins

ou encore de l'âge sur le risque individuel d'être victime d'une pandémie a également été analysé très précisément. Ce travail très important nous permet aujourd'hui de mieux apprécier le risque de pandémie et donc d'être en mesure de le porter dans nos livres. En ce qui concerne Scor, il faut ainsi démontrer notre capacité à absorber un tel choc de pandémie sans mettre en danger la solvabilité du groupe. Nous devons démontrer que notre souscription de risques de mortalité reste compatible avec l'appétit aux risques que nous avons choisi de respecter, avec nos limites de risque et notre niveau de capital. Compte tenu de nos engagements, le risque le plus important pour Scor est d'ailleurs ce risque de pandémie, davantage que celui de la pire des catastrophes naturelles à laquelle nous sommes exposés.

Ce travail d'analyse du risque extrême est évidemment effectué pour quantité d'autres risques, et à chaque fois nous devons vérifier que notre souscription est compatible avec notre niveau de capital. L'analyse des taux de retour, ou en d'autres termes de la fréquence de ces événements et de leur gravité maximale, est également fondamentale. Dans la théorie des chocs, un choc n'en est pas un s'il se produit très souvent ! Un véritable choc représente par exemple une probabilité de retour de 1 tous les 200 ans, soit une probabilité d'occurrence de 0,5 % par an. Cet univers de probabilités de 0,5 % par an concerne des risques dont il est par nature difficile de se soucier. La sensibilité au risque n'apparaît en effet que pour les fréquences moyennes ou fortes. Quand la fréquence d'un risque est de 10 % de chances sur une année, les trois quarts des citoyens ne s'en inquiètent pas. Alors imaginez quand elle tombe à 0,5 %, voire à 1/1 000... Dans nos bases de données sur les risques, nous arrivons à des probabilités aussi faibles que 1/100 000 par an. Par exemple, on estime à une chance sur 100 000 par an la probabilité de la chute d'un astéroïde sur Paris, comme celui qui s'est écrasé en Sibérie en 1908. Toute la difficulté consiste donc à traiter ces problèmes à fréquence très faible et à intensité très forte, à ne pas les négliger et à tâcher de limiter leurs effets par la prévention quand c'est possible. Or ce sont ces événements d'ampleur

inattendue, en tout cas là où ils surviennent – comme les inondations en Thaïlande en 2011 ou le passage de Sandy à New York –, qui doivent être pris en compte par ceux qui gèrent les grands risques.

Risques : La gestion des risques en cas de mort et en cas de vie s'est faite la plupart du temps avec des taux d'intérêt relativement élevés. Pour vous, que les taux d'intérêt soient si bas en ce moment, est-ce une aberration qui va se corriger ou est-ce vraiment un sujet de préoccupation fort ?

Denis Kessler : C'est un vrai sujet de préoccupation. La crise a démontré que le traitement keynésien par recours au déficit budgétaire ne marchait pas. Une crise structurelle ne peut se résoudre avec davantage de déficit ! Lorsqu'il ne s'agit que de fluctuations cycliques, même un monétariste peut consentir à laisser jouer raisonnablement les stabilisateurs automatiques. S'il n'y a aucune dégradation structurelle, le déficit va se réduire de lui-même à la fin du creux d'activité, la reprise générant une augmentation des recettes fiscales. Et lorsque la crise est arrivée à partir de 2007, beaucoup ont considéré que même si elle était de forte amplitude, elle restait conjoncturelle et qu'il convenait de soutenir l'activité avec plus de déficit. Cette erreur de diagnostic a malheureusement été commise dans plusieurs pays, dont la France. Or la croissance n'est pas revenue, le déficit et la dette publique ont explosé, et certains pays font face à des problèmes de refinancement importants, comme en témoigne la crise de la dette souveraine. Compte tenu de cette dégradation des finances publiques, les politiques budgétaires expansionnistes ont dû être stoppées et même inversées, surtout en économie ouverte. Et il faut rappeler la faible coordination internationale des politiques nationales, y compris en Europe. Face à l'échec de l'instrument budgétaire et à la poursuite de la crise, on a recouru à la politique monétaire. Le choix a ainsi été fait d'injecter massivement des liquidités dans le système économique, avec des taux directeurs extrêmement faibles, et de permettre aux banques centrales d'acheter directement ou indirectement des titres de dettes publiques. Depuis le début de la crise, les bilans des grandes

banques centrales – Fed, BCE, Banque d'Angleterre – ont plus ou moins triplé, une augmentation historique. Avec quelle efficacité ? Depuis le début de la crise, le multiplicateur budgétaire s'est avéré très faible, voire négatif ; le multiplicateur monétaire est lui aussi devenu très faible, comme en témoigne l'évolution de l'activité économique qui était censée bénéficier d'une politique aussi expansive et qui, en Europe tout au moins, a replongé dans la récession. Ces injections massives de liquidités ont peu d'effets car ce qui sort de la banque centrale y revient ou reste détenu sous forme de liquidités par les agents économiques qui ont tendance à thésauriser. Ceux-ci n'ont pas confiance dans les politiques suivies, ils ne croient pas à une reprise rapide et donc ils accumulent les liquidités fournies par les banques centrales sans les investir ni les consommer. Et s'agissant des banques, dont les prêts diminuent et les dépôts augmentent, elles redéposent ces surplus de liquidités à la banque centrale. En l'espace de seulement quatre ans, les deux moteurs d'action sur la conjoncture semblent ainsi devenus impuissants à agir sur l'économie. Ni le multiplicateur budgétaire, ni le multiplicateur monétaire ne semblent réellement opérants. Et tout cela en dépit de taux d'intérêt nominaux comme réels à des plus bas historiques, du fait de leur subvention par les politiques des banques centrales. Mais si ces politiques sont sans efficacité, elles ne sont pas sans effets. Et le premier d'entre eux est d'opérer l'un des plus grands transferts de richesse des dernières décennies. Avec ces politiques, les épargnants sont ainsi en train de s'appauvrir considérablement, à l'avantage d'abord des États qui bénéficient d'un taux de financement extrêmement bas de leur déficit.

Risques : Mais que peuvent devenir nos 1 500 milliards d'assurance vie à la française ?

Denis Kessler : Les assureurs et les assurés sont des victimes collatérales du refinancement des États par les banques centrales. Il n'est en effet pas possible, pour des sociétés d'assurance dommages et des sociétés d'assurance vie, de fonctionner convenablement avec des rendements obligataires entre 1 et 2 %. Pour les banques, on augmente de manière

considérable les exigences de fonds propres (avec Bâle II, Bâle II.5 et Bâle III), mais elles bénéficient de ressources bon marché avec la politique monétaire. Les assureurs sont, eux, victimes d'une forme de double peine : ils doivent à la fois faire face à des exigences accrues en fonds propres, que préfigure Solvabilité II, et à une politique monétaire qui mine leur rentabilité, qui contracte – voire annule – leur cash-flow, au profit du système bancaire et surtout des États.

Risques : Ce qui est curieux, c'est que les réassureurs arrivent à sortir de ces difficultés.

Denis Kessler : La réassurance est en effet davantage protégée des fluctuations économiques que l'assurance. Notre matière première, c'est le risque assuré. Après une grande catastrophe comme le tsunami au Japon, le besoin de protection contre ce type de risque demeure – voire s'accroît –, indépendamment de la politique monétaire du Japon. La matière première des réassureurs, le risque, est largement décorrélée du cycle économique. Il survient, il se manifeste, il s'amplifie relativement indépendamment du cycle économique. C'est une des raisons pour lesquelles les *cat bonds* – comme celui que Scor a lancé en octobre, Atlas VII – ont tant de succès. Les investisseurs recherchent justement des placements alternatifs qui ne soient pas directement liés au cycle économique ou au cycle financier. C'est exactement la caractéristique du *cat bond*, dont le rendement *in fine* dépendra d'abord et avant tout de la survenance, ou non, du risque de catastrophe sous-jacent. Lequel, naturellement, ne dépend pas de la politique monétaire ou des fluctuations des marchés. On peut généraliser cette analyse à toute la réassurance. Même si elle est moins réductible que les *cat bonds* aux seuls événements catastrophiques, la réassurance reste très largement décorrélée du cycle économique, orthogonale à celui-ci en quelque sorte. C'est d'ailleurs un sujet théorique intéressant. On connaît les secteurs, les valeurs dits « cycliques », c'est-à-dire qui évoluent en phase avec l'ensemble de l'activité économique. Dans le cas de la réassurance – comme pour quelques autres activités –, on pourrait dire qu'elle est acyclique du point de vue

économique. Ce qui ne veut pas dire qu'elle n'a pas de cycle, mais que celui-ci est largement indépendant du cycle économique.

Risques : Pourquoi les *bonds* de longévité ne marchent-ils pas ?

Denis Kessler : Pour un *cat bond* qui se rattache à un ou plusieurs événements (tremblements de terre, tempêtes...), ceux-ci sont assez faciles à caractériser, à la fois géographiquement, dans leur intensité, et dans leur datation. Dans le cas d'une pandémie, nous sommes face à un sujet beaucoup plus complexe. Par exemple, une pandémie peut durer plusieurs années. La datation de son début et de sa fin n'est pas évidente, pas plus que ne le sont ses causes. Pour surmonter ces difficultés, les *mortality bonds* sont dits paramétriques, sur la base d'indices représentant l'évolution générale de la mortalité. De fait, les protections proposées correspondent alors à des évolutions très nettes, qui supposeraient une évolution majeure de la mortalité. Scor a ainsi effectué un *swap* de mortalité qui envisageait 25 % d'augmentation de la mortalité par rapport à sa tendance anticipée. Les *mortality bonds* vont se développer, c'est à peu près certain, mais la nature même du risque rend la modélisation de sa couverture beaucoup plus complexe que celle des catastrophes naturelles.

Il faut aussi revenir sur l'importance majeure des données dont on dispose pour garantir le succès de tels instruments. Vous noterez ainsi que les *cat bonds* concernent à l'heure actuelle principalement le Japon, l'Europe et les États-Unis. Pourquoi les *cat bonds* ne sont-ils pas développés dans d'autres régions ? Parce que les données y sont généralement insuffisantes ou imprécises. Aux États-Unis, par exemple, on dispose pour les événements naturels de bases de données au moins au niveau de chaque comté ; tandis qu'en Chine, il sera difficile de disposer d'autant de données à la maille d'une province, qui peut être grande comme plusieurs fois la France ! Pour assurer ou réassurer des risques, pour émettre des produits comme des *cat bonds*, il est indispensable d'avoir un système d'information développé, car

aucun preneur de risque ne peut accepter de s'engager à l'aveugle, que ce soit un réassureur ou un souscripteur d'obligations catastrophes. Dans certains pays qui ont été touchés récemment par des grandes catastrophes, comme la Thaïlande, la Nouvelle-Zélande, l'Australie ou le Chili, l'investissement dans la connaissance des risques est devenu un enjeu majeur pour créer un marché d'assurance et de réassurance efficace et efficient. Bien faire notre métier suppose une connaissance très forte des données, sur longue période si possible. C'est pourquoi les *cat bonds* de Scor ne couvrent que des régions très bien modélisées et pour lesquelles nous disposons de données abondantes.

Risques : Revenons à la situation de Scor, comment l'avez-vous rétablie ?

Denis Kessler : La société était dans une situation critique en novembre 2002. Après un plongeon vertigineux du cours de Bourse en octobre, une assemblée générale devait se tenir le mardi 5 novembre 2002, avec en point d'orgue une augmentation de capital que les actionnaires s'apprêtaient à refuser sans changement de management. C'est pour cela que les administrateurs m'ont sollicité pendant le week-end de la Toussaint 2002, deux jours avant l'assemblée générale, en me demandant de leur répondre sans délai. Ayant accepté, j'ai présidé l'assemblée générale le 5 novembre 2002, après avoir été nommé par le conseil d'administration le 4 au soir, et avoir obtenu que les actionnaires votent pour la recapitalisation. Malgré des conditions de marché particulièrement défavorables, nous avons réussi à lever 380 millions d'euros, encaissés le 12 décembre, à peine plus d'un mois après cette fameuse assemblée générale. Nous avons préparé un plan d'urgence intitulé « *Back on Track* », que nous avons appliqué sans délai, avec beaucoup de détermination. Quand une entreprise est en grande difficulté, la sauver est une véritable course de vitesse. Une entreprise est déjà par construction entropique : en période de crise, l'entropie atteint des sommets... Les clients s'interrogent et cherchent à réduire leurs expositions, les actionnaires envisagent avec beaucoup de réticence de participer à la recapitalisation, quand ils ne soldent pas leurs positions, les collaborateurs

sont inquiets pour leur avenir et certains quittent volontairement l'entreprise. Les banquiers prennent peur et veulent réduire leur concours – ils exigeaient alors 100 % de collatéral pour les lettres de crédit que demandaient nos clients. Quant aux agences de notation, elles envoient des signaux forts en exprimant leur doute sur la solvabilité de la société. Il faut, dans une telle crise, essayer de juguler cette entropie qui s'auto-entretient et devient germinatoire : les mauvaises nouvelles circulent plus rapidement que les bonnes ! Dans cette course de vitesse, nous avons dû adopter un nouveau plan de souscription, mettre en *run-off* des pans entiers de l'activité, changer les équipes quand c'était nécessaire, changer la gouvernance, changer la politique d'investissement... Tout ceci sous la pression, en agissant au jour le jour. Il fallait obtenir des résultats à une vitesse record, dans une industrie marquée par le long terme. Nous nous sommes hélas rendu compte en 2003 que l'entreprise allait encore beaucoup plus mal que nous le craignons, que les réserves avaient été grossièrement sous-estimées, et il a donc fallu lancer une seconde augmentation de capital à peine un an après, cette fois-ci de 750 millions d'euros. C'était naturellement une épreuve particulière de venir solliciter les investisseurs pour la seconde fois en moins d'un an. Il fallait à la fois convenir que tout n'avait pas été vu initialement, et s'engager à ce que le bilan effectué soit cette fois aussi exhaustif que possible. Dans le même temps, les agences de notation avaient dégradé notre notation à BBB-, menaçant de nous placer en catégorie spéculative sans nouvelle augmentation de capital. Nous étions confrontés à des attentes ingérables : les clients demandaient la garantie aux actionnaires, les actionnaires demandaient la garantie aux clients, les agences de notation demandaient les deux garanties. Malgré cette situation a priori inextricable, nous avons réussi cette seconde augmentation de capital de 750 millions d'euros juste avant Noël 2003, grâce au soutien de nos actionnaires qui ont permis de sauver l'entreprise et de la remettre sur les rails. La phase la plus critique était ainsi surmontée. D'une situation d'actif net négatif, avec une capitalisation qui était tombée à 300 millions d'euros et un chiffre d'affaires qui était descendu jusqu'à 2,4 milliards d'euros, nous

sommes repartis de l'avant. Et, aujourd'hui, les fonds propres se montent à 4,7 milliards, la capitalisation boursière est de l'ordre de 4 milliards, et nous franchissons les 10 milliards de chiffre d'affaires en 2013. Nous dégageons environ 600 millions de cash-flow opérationnel sur l'année, et nous avons versé plus d'un milliard de dividendes à nos actionnaires au titre des exercices 2005 à 2011.

Tout cela ne s'est évidemment pas fait en un jour. Après le plan de sauvetage « *Back on Track* » – on a déraillé, on se remet sur les rails –, nous avons lancé un plan dénommé « *Moving Forward* » – rien ne sert d'être sur les rails si on n'avance pas. Nous avons retrouvé de l'allant, mais il fallait accélérer : ce fut le plan « *Dynamic Lift* ». Et après ce dernier, nous sommes entrés dans le plan actuel, « *Strong Momentum* » : nous gagnons en taille, mais encore faut-il garder la vitesse. Le « *Momentum* », c'est cela, conserver la vitesse et la croissance. Au cours de toutes ces années, nous avons réalisé trois acquisitions majeures – Revios, Converium, Transamerica Re – et restructuré le groupe de A à Z. Comme j'ai souvent l'occasion de le dire, la seule chose qui n'ait pas changé dans ce groupe en dix ans, c'est le nom ! Car plutôt que de changer le nom, comme beaucoup nous le conseillaient, nous avons préféré changer la réalité du groupe. Nous avons refondé sa structure juridique, ses statuts – en devenant parmi les premiers une société européenne –, son organisation, avec des filiales opérationnelles dédiées à chacun de nos pôles d'activité, sa politique de souscription, son modèle interne, sa politique des ressources humaines, et même ses locaux, quasiment dans le monde entier. Bref, nous avons procédé à une refondation intégrale, et l'entreprise est devenue *genuinely global*. J'insiste, pas une entreprise internationale, une entreprise globale. Global, c'est beaucoup plus compliqué qu'international. Global, par exemple, cela veut dire des politiques de rémunération identiques du Japon au Chili. Ensuite, les principes mis en œuvre étaient : la gestion optimale du capital ; la gestion optimale des risques – et nous avons beaucoup progressé sur la constitution d'un portefeuille de risques qui minimise les besoins en capital ; l'optimisation de la diversification ;

la fongibilité du capital, car il est absurde d'avoir un excès de capital ici et de ne pas en avoir là, de ne pas pouvoir le bouger, ce qui nous a conduit à transformer nos filiales en branches et fait de Scor l'un des réassureurs dont la fongibilité du capital est la plus élevée. Grâce à tous ces efforts, toutes ces adaptations, nous avons eu des résultats. Un exemple récent témoigne du chemin parcouru quand on se souvient des heures sombres de 2002-2003 : Scor a émis cette année une dette perpétuelle en francs suisses au taux de 5,25 %, le plus faible de toutes les émissions comparables qui avaient été réalisées depuis le début de l'année.

Au final, l'essentiel est certainement la rapidité d'exécution et la profondeur des changements opérés dans l'entreprise. Sans elles, les forces entropiques dominent. Il faut donc toujours avoir trouvé une solution au problème au moment où il est révélé, sans quoi le doute s'insinue et la sanction du marché peut être fatale.

Mais rapidité d'exécution ne veut pas dire négliger le long terme ou les décisions structurantes, bien au contraire. Nous avons ainsi beaucoup investi au point de vue scientifique. Et recruté et intégré beaucoup de talents. C'était essentiel pour donner de la force au

groupe. Partout dans le monde, nous avons décidé qu'il s'agissait d'un investissement stratégique. À défaut d'avoir beaucoup de capital tout court, il a été essentiel de renforcer notre capital humain. Vitesse d'exécution, choix structurants à long terme : nous avons mené une véritable « guerre de mouvement ». Les guerres de position sont (presque) toujours perdues, surtout dans une économie aussi globalisée et concurrentielle. Il nous fallait donc cette agilité, cette mobilité incroyable pour rebondir et progressivement rattraper notre retard et pouvoir ensuite commencer à surprendre nos concurrents.

Quand ils voient ces résultats, quand ils observent cette capacité d'exécution, les actionnaires prennent confiance, ils vous soutiennent. Donc vous pouvez faire des acquisitions et engager le cercle vertueux, le mouvement exactement opposé à celui dans lequel nous étions pris il y a dix ans. Scor a restauré sa crédibilité et a pu ensuite capitaliser sur celle-ci pour avancer. De ce point de vue, les plans stratégiques, je les ai cités, ont été très importants : nous énonçons nos objectifs et nous les tenons. La crédibilité se construit ainsi. Le redressement d'une entreprise, c'est très long : en plus du reste, il faut être déterminé, tenace ; avoir une vision, une volonté et des valeurs !

2.

L'assurance vie : la fin d'un cycle ?

-
- Daniel Zajdenweber
Introduction
 - Patrice-Michel Langlumé
Il était une fois l'assurance vie
 - Pierre Petauton
Tempête sur l'assurance vie
 - Romain Durand et Florence Aurelly
Réalités et croyances
 - Antoine Lissowski
Risques démographiques et risques financiers
 - Nicolas Moreau
Assurance et financement des entreprises
 - Jean Berthon
Propositions de réforme
 - Renaud Dumora
Vive le « diversifié »
 - André Masson
Le viager : une épargne pour « vieux pauvres » ?

INTRODUCTION

Daniel Zajdenweber

Depuis 2008, l'assurance vie, longtemps le placement préféré des Français après l'immobilier, subit un « désamour » inquiétant. Cela se manifeste par une décollecte au profit d'autres placements liquides jugés presque aussi rémunérateurs et aussi peu risqués : livrets bancaires, surtout les livrets défiscalisés, comptes à terme, etc. Certes, la crise économique et financière explique en partie cette décollecte. Avec des taux d'intérêt inférieurs à 3 %, les assureurs ne peuvent pas faire des miracles sauf à prendre des risques, comme ils l'ont fait par exemple en investissant dans des obligations souveraines grecques, espagnoles ou italiennes, qu'ils ont ensuite cédées à perte, ou en investissant dans des obligations d'entreprises, considérées avant la crise comme plus risquées que les obligations souveraines. Quant aux actions, la baisse spectaculaire des grands indices européens par rapport aux sommets des douze dernières années (niveau moyen de l'indice CAC 40 en l'an 2000 : 6 000, avec un record absolu à 6 813 en septembre de cette année-là) et la quasi-stagnation de l'indice Dow Jones à New York (niveau moyen en l'an 2000 : 10 500 avec un record absolu à 14 164 en octobre 2007) – baisse et stagnation couplées à une très forte volatilité – ont durement affecté les performances des contrats en unités de compte. Pourtant, l'assurance vie « à la française » ne manque pas de ces attraits qu'aucun autre placement ne peut offrir : faible fiscalité relative dès lors que le contrat a été ouvert il y a plus de huit ans, même avec un montant initial symbolique ; capital garanti dans le cas des contrats en euros, contrairement aux placements en sicav et

autres fonds communs ; grande liquidité avant l'échéance ; contournement des droits de donation et de succession (dans certaines limites fiscales ou limites appréciées par les tribunaux en cas de bénéficiaires contestés par des héritiers réservataires), à tel point que plusieurs auteurs ont qualifié l'assurance vie de « couteau suisse » de l'épargne. Or, les Français continuent d'épargner (16,1 % ⁽¹⁾ en 2011), ce qui est contraire à la logique économique classique – confrontés à une baisse de la rémunération de leur épargne, les ménages auraient dû la réduire, donc consommer plus – mais est conforme à la théorie keynésienne de l'épargne de précaution. En conséquence, la crise financière n'a pas réduit le taux d'épargne et ne suffit pas à expliquer la décollecte de l'assurance vie.

Partant de ce constat sur la fin du cycle de croissance de l'assurance vie, huit professionnels de l'assurance proposent leurs analyses des causes, tant économiques que démographiques, du « désamour » envers l'assurance vie. Ils en analysent aussi les conséquences sur le financement de l'économie et proposent des solutions du côté de l'offre des assureurs, susceptibles de redonner de l'intérêt à ce « couteau suisse ». Par exemple, des aménagements du Perp, un allongement de la durée de détention au-delà de huit ans, une généralisation des contrats dits « diversifiés », facilitée par une fiscalité adaptée, etc.

Patrice-Michel Langlumé détaille l'historique de l'assurance vie en France, dont le développement doit beaucoup aux associations d'épargnants. Il expose ses

remarques et critiques sur les aménagements de l'assurance vie actuelle et sur les autres produits d'épargne proposés en complément par les assureurs et les bancassureurs. **Pierre Petauton** développe lui aussi un historique, mais dans une perspective d'analyse conjoncturelle. Il montre que les propositions actuelles, notamment celles du rapport Gallois, ne répondent pas aux attentes des épargnants. **Romain Durand** et **Florence Aurelly** exposent les idées forces, les croyances qui ont prévalu lors de la phase d'expansion de l'assurance vie, mais qu'il faudra abandonner au profit d'autres croyances, compte tenu du nouveau paysage économique. **Antoine Lissowski** analyse les paramètres démographiques et financiers de l'assurance vie qui vont durablement l'affecter, notamment dans le cadre de la réglementation Solvabilité II. **Nicolas Moreau** décrit les conséquences de la décollecte sur le financement des entreprises. Il propose plusieurs aménagements de l'assurance vie susceptibles de favoriser leur financement. **Jean Berthon** revient sur les incohérences dans la gestion des assureurs concernant les rémunérations

des contrats et propose des réformes fiscales et réglementaires pour favoriser l'épargne longue. **Renaud Dumora**, comme le titre de son article l'indique, prône un développement des contrats dits « diversifiés », moins liquides que les contrats en euros, mais sensiblement plus rémunérateurs et surtout plus favorables à l'épargne de long terme.

Le dernier article est le résultat des travaux de recherche d'un universitaire, **André Masson**. Il imagine ce que pourrait être un complément à l'assurance vie pour financer la retraite des propriétaires immobiliers dont les revenus sont faibles. Ce produit d'épargne n'existe pas encore. Il ne se substituerait pas à l'assurance vie, mais il donnerait aux assureurs un nouveau marché où leur compétence en risque viager pourrait s'exercer avec profit.

Note

1. Source : Insee, enquête sur le taux d'épargne des ménages.

IL ÉTAIT UNE FOIS L'ASSURANCE VIE

Patrice-Michel Langlumé

Président, École supérieure d'assurances

L'assurance vie a d'abord été un contrat mixte (en cas de vie et en cas de décès), exonéré de toute fiscalité, mais mal vendu car pas assez rentable pour les sociétés d'assurance et trop chargé en frais précomptés. La création d'associations d'épargnants performantes et peu chargées en frais, suivie par toutes les sociétés et mutuelles d'assurance, a fait de l'assurance vie le produit d'épargne favori des Français, car il était à la fois rentable, liquide et sans risque. L'évolution récente des marchés financiers, associée à une baisse prolongée et, semble-t-il, durable des taux d'intérêt, aggravée par la hausse des prélèvements fiscaux, signe l'arrêt de la croissance de l'encours des placements en assurance vie, voire son recul, au profit d'autres produits d'épargne longue, dont le plan d'épargne retraite populaire (Perp) et les contrats de prévoyance.

Récit d'une ascension

■ Jusqu'en 1976, trois types de contrats

Jusqu'en 1976 et depuis la Libération, l'assurance vie en France comptait trois grandes catégories de contrats :

- les contrats garantissant le risque décès ;
- les contrats garantissant la survie de l'assuré ;
- les contrats mixtes.

Ces contrats bénéficiaient d'une exonération de toute fiscalité.

◆ Les contrats garantissant le risque décès

Ces contrats garantissaient le versement d'un capital ou d'une rente à un bénéficiaire déterminé au décès de l'assuré :

- soit lorsqu'il survenait avant le terme convenu (assurance temporaire décès) ;
- soit lors de sa survenance (assurance vie entière).

◆ Les contrats garantissant la survie de l'assuré

Par ces contrats, l'assureur s'engageait, en contrepartie du versement de primes, à payer un capital ou une rente à une date déterminée si l'assuré était encore en vie. En cas de décès avant la date déterminée au contrat, l'assureur n'était tenu à aucun versement.

Pour les contrats prévoyant une rente, on distinguait :

- l'assurance de rentes immédiates, contrat par lequel, en contrepartie d'une prime unique, l'assureur s'engageait à servir au bénéficiaire une rente déterminée à une périodicité convenue, sous réserve de l'existence de l'assuré. La rente était soit viagère, soit temporaire (pour une période déterminée) ;

- l'assurance de rente différée. Ce contrat comprenait deux phases :

- une phase de constitution de la rente par le versement de primes périodiques, jusqu'à une date déterminée (en général, le départ à la retraite) ;
- une phase de versement de la rente à partir du début de la retraite. Ce contrat pouvait prévoir une réversion de la rente sur la tête du conjoint ou de tout autre tiers.

◆ Les contrats mixtes

Ces contrats associaient une assurance en cas de vie et une assurance temporaire décès. Une fraction des primes payées servaient à la constitution d'un capital en cas de vie et l'autre fraction des primes payées finançait la constitution de la garantie décès.

Ces trois grandes catégories de contrats étaient proposées par les réseaux salariés des principales sociétés d'assurance vie, notamment l'UAP, les AGF et le Gan ; les agents généraux et les courtiers étaient très peu présents sur le marché de l'assurance vie, et il n'existait pas de sociétés d'assurance vie filiales d'une des trois grandes banques françaises, le Crédit Lyonnais, la BNP et la Société Générale. UAP, AGF, Gan, Crédit Lyonnais, BNP et Société Générale sont toutes les six des entreprises nationalisées.

Pour faire face au coût de ces réseaux salariés, les contrats étaient dits « à frais précomptés », frais qui pouvaient représenter jusqu'à deux années de primes, pour un contrat d'une durée de vingt ans. En clair, un assuré qui rachetait son contrat trois ans après l'avoir souscrit ne percevait au mieux que l'équivalent des primes qu'il avait versées lors de la troisième année du contrat. Les salariés des sociétés qui commercialisaient ces contrats se gardaient bien d'expliquer les conséquences du précompte, ils se contentaient d'exposer qu'il fallait verser les primes jusqu'au terme du contrat.

75 % du chiffre d'affaires de l'assurance française, au début des années 1970, portait sur l'assurance non-vie.

■ 1976, création de l'Afer et du complément de retraite

En 1976, deux hommes, Gérard Athias et André Le Saux, participent à la constitution d'une association sans but lucratif visant à regrouper des épargnants désireux de se constituer un complément de retraite, et ce en leur proposant d'adhérer à un contrat collectif d'assurance vie souscrit par l'association auprès d'une société d'assurance vie. Cette association prend pour raison sociale l'Association française d'épargne et de retraite (Afer). M. Athias en est le président, M. Le Saux le secrétaire et le trésorier. Ils trouvent une société d'assurance vie renommée mais acteur de deuxième rang du marché, La Paix – qui deviendra Abeille Vie puis aujourd'hui Aviva Vie –, pour promouvoir ce concept.

L'Afer souscrit auprès de La Paix un contrat collectif d'assurance sur la vie en vue de la retraite. Dans le cadre de ce contrat, l'épargnant :

- adhère à l'Afer moyennant un droit d'entrée de 100 francs (aujourd'hui 20 euros) ;
- adhère au contrat collectif d'assurance sur la vie de La Paix, sa prime étant versée à l'Afer, qui la reverse intégralement à La Paix.

Pour sa part, La Paix prélève :

- 4,525 % sur les primes versées au titre des frais de chargement ;
- 0,475 % sur l'épargne gérée chaque année au titre des frais de gestion.

Pour l'ensemble des assureurs vie français, sauf les dirigeants de La Paix, prélever seulement 4,525 % sur les primes et seulement 0,475 % sur l'épargne gérée est une hérésie et rend impossible la commercialisation par leurs réseaux salariés d'un tel produit.

Personne ne croit à la réussite de cet attelage entre La Paix et cette association totalement inconnue. C'était faire peu de cas des talents de Gérard Athias pour vendre son produit à la presse financière, laquelle ne peut que constater la totale transparence des frais

perçus par La Paix alors que les autres sociétés d'assurance vie se gardent bien de communiquer sur les frais de précompte.

Un nombre significatif des lecteurs de cette presse vont être les premiers adhérents de l'Afer, d'autant qu'elle est aidée par un environnement économique exceptionnel. Nous vivons les retombées des chocs pétroliers ; l'inflation est en France de 9,4 % en 1977, 9,1 % en 1978, 10,8 % en 1979, 13,6 % en 1980 et 13,4 % en 1981.

L'État doit accepter de donner des taux de 12 % pour lever des obligations à dix ans en 1981, de 14 % en 1982, de 16 % en 1983.

Chaque année, l'Afer est à même de communiquer depuis sa création des rendements nets sur l'épargne investie de l'ordre de 10 %, puis de 12 %, puis même de 16 % en 1983, alors que les sociétés d'assurance nationalisées sont à la peine pour communiquer tant est opaque leur gestion.

Portée par cette réussite dans les années qui ont suivi son lancement, l'Afer, trente-cinq ans après sa création, réunit 710 000 adhérents, et Aviva Vie gère un encours de 40 milliards d'euros au titre de ces adhésions sur le fonds d'origine aujourd'hui en euros.

Pour répondre à l'anxiété de leurs réseaux commerciaux, les sociétés d'assurance nationalisées tentent d'améliorer leur gamme traditionnelle en proposant au souscripteur, en cas de décès avant terme pour les assurances en cas de vie, une contre-assurance permettant au bénéficiaire désigné de recevoir le capital garanti en contrepartie d'une surprime. Cette innovation intéressante donne un second souffle à ces réseaux. Malheureusement, cette modeste relance sert de prétexte pour différer la refonte de la structure pyramidale de ces réseaux, structure qui pèse de façon invraisemblable sur le coût de ces réseaux, lesquels ont besoin des frais précomptés pour perdurer. Il faudra attendre la fin des années 1990 pour voir les contrats à précomptes de commissions se raréfier.

■ 1985-2010 : vers un produit d'épargne grand public

Les Français ont profité des Trente Glorieuses pour accumuler de l'épargne ; ils veulent profiter de l'accroissement de leur espérance de vie lors de leur retraite. Or, à partir de 1985, année de la sortie du livre du professeur André Babeau *La fin des retraites*, une sourde inquiétude ne va plus quitter les Français : la pension qu'ils recevront des régimes de retraite obligatoires sera-t-elle suffisante pour maintenir le niveau de vie de leurs dernières années d'activité ?

L'Union mutualiste retraite (UMR) a publié, en novembre 2012, avec *Liaisons Sociales Magazine*, la 10^e édition de l'Observatoire français des retraites. Selon ce sondage, 76 % des Français se déclarent inquiets par le montant de leur retraite. Ils sont 71 % à se dire préoccupés par leur futur niveau de vie.

◆ Predica

Au Crédit Agricole, banque mutualiste qui ne craint pas de contrarier les sociétés d'assurance nationalisées, on a observé avec intérêt la percée de l'Afer, et on décide de l'imiter et de se laisser porter par ce souci des Français d'épargner pour leur retraite. Jean-Claude Seys – qui, avec Claude Bébéar, est certainement l'assureur français le plus entreprenant de ces vingt dernières années – est alors directeur général adjoint de la Caisse nationale du Crédit Agricole. En 1986, le Crédit Agricole crée Predica, société d'assurance vie qui lance un plan d'épargne retraite, exacte copie du produit de La Paix diffusé par l'Afer : même chargement, même transparence ; et, trois ans plus tard, en 1989, Predica passe le cap des 3 millions d'assurés.

Devant ce succès, les autres grands réseaux bancaires se lancent à leur tour dans l'assurance vie avec la création de filiales captives. On assiste alors à une véritable *blitzkrieg* de ces filiales captives. De 1987 à 1997, le chiffre d'affaires de l'assurance vie passe de 118 milliards de francs à 538 milliards de francs, l'encours géré de 450 milliards de francs à

3 148 milliards de francs, et les filiales des banques détiennent, fin 1997, 61 % du marché dit de l'assurance vie, lequel représente, en 1997, 70 % des placements financiers des ménages ! Ce dernier chiffre parle pour lui-même.

Les réseaux bancaires ont fait de ce produit, initialement voulu par ces fondateurs – MM. Athias et Le Saux – comme un produit destiné à compléter sa pension en l'absence de fonds de pension, un produit financier accessible au grand public, présenté comme un produit d'épargne liquide bénéficiant de la garantie d'un taux minimum, au demeurant élevé pendant cette période.

Disposant d'une large base de clientèle, d'une gamme comportant au départ un seul produit, un circuit d'encaissement et un système d'information communs à celui de leur maison mère, n'ayant qu'à faire basculer les produits de bilan de la banque (les livrets fiscalisés, les comptes à terme et les OPCVM) vers ce produit, les banques ont conquis ce marché au coût marginal. Jugeons, Predica en 2011 :

- réalise un chiffre d'affaires de 18,2 milliards d'euros ;
- gère 14,3 millions de contrats ;
- gère un encours de 205 milliards d'euros avec 753 collaborateurs !

Qui dit mieux ?

À ce stade, il est intéressant de rapprocher cet encours de 205 milliards d'euros, obtenu avec le concours de 7 012 agences bancaires et un fichier de 20 millions de clients, de celui de l'Afer, qui, avec 710 000 adhérents, est de 40 milliards d'euros. L'encours de l'Afer est celui d'un fonds de pension, celui de Predica d'un produit d'épargne.

Les assureurs traditionnels, dans les années 1990, laissent au bord du chemin leurs produits traditionnels et se mettent à concourir avec les bancassureurs sur ce marché de l'épargne. Fin 2011 :

- les contrats garantissant le risque décès (les temporaires et l'assurance vie entière ainsi que les contrats

mixtes, appelés aujourd'hui contrats combinés) représentent 2,9 milliards d'euros de cotisations ;

- les contrats garantissant la survie de l'assuré (rentes viagères et rentes différées) représentent 6,2 milliards d'euros de cotisations ;
- les contrats décès accidentel, invalidité et dépendance représentent 8 milliards d'euros de cotisations.

En additionnant ces trois chiffres d'affaires, on obtient pour ce qui est l'assurance vie française, comme on l'entend au niveau mondial, un total de 17,1 milliards d'euros pour 2011. Si l'on ajoute ce chiffre d'affaires de 17,1 milliards d'euros aux 47,9 milliards d'euros des cotisations 2011 des assurances de biens et de responsabilité, on obtient un chiffre d'affaires 2011 de 65 milliards d'euros, dans lequel l'assurance vie, hors épargne, représente 26 % du total, soit sa part en 1976 !

◆ Le Perp

Le 21 août 2003, la loi crée un plan d'épargne retraite populaire (Perp), qui permet d'obtenir, à partir de l'âge de la retraite, un revenu régulier supplémentaire. Le capital constitué est reversé sous forme d'une rente viagère (1).

Souscrire un Perp revient à souscrire un contrat d'assurance vie. Trois types de contrat sont possibles :

- acquisition d'une rente viagère différée ;
- constitution d'une épargne convertie en unités ou points de rente ;
- constitution d'un capital converti en rente viagère.

Les versements du Perp peuvent être programmés ou libres, sans conditions de montant. L'épargne versée sur un Perp est en principe bloquée jusqu'à l'âge de la retraite. Il est cependant possible de récupérer son épargne de façon anticipée, notamment dans les cas suivants :

- invalidité,
- décès du conjoint ou du partenaire de Pacs,

- expiration des droits aux allocations chômage,
- surendettement.

En cas de décès du bénéficiaire avant ou après la liquidation des droits à la retraite, la rente acquise peut être reversée sous forme de rente viagère au conjoint survivant ou à tout autre bénéficiaire expressément désigné dans le plan, ou sous forme de rente éducation pour ses enfants mineurs.

L'organisme gestionnaire du Perp est tenu d'informer régulièrement le souscripteur de l'évolution du compte et de lui communiquer une estimation de la rente viagère qu'il devra verser à l'assuré. Il peut prélever des frais de gestion de compte mais doit informer tous les ans le souscripteur du montant de ces frais.

Sa fiscalité est très avantageuse. Les sommes versées sont déductibles chaque année du revenu imposable, dans la limite de 10 % des revenus de l'activité professionnelle (après déduction des frais professionnels), et ce dans la limite de huit fois le plafond annuel de la sécurité sociale de l'année précédente (soit 266 976 euros en 2013 !). À la sortie du Perp, les prestations servies sont soumises à l'impôt sur le revenu.

Ce rappel des caractéristiques du Perp, car, en 2012, les assureurs traditionnels semblent trouver en lui leur salut face au désamour qui frappe le produit d'épargne ayant fait la fortune des bancassureurs.

Selon une enquête réalisée par Harris Interactive pour Deloitte auprès de 4 000 actifs et retraités [2012], la perspective de la retraite reste le principal motif d'épargne de 60 % des actifs. L'âge moyen de début de préparation à la retraite est de 45 ans.

En 2003, les assureurs traditionnels avaient avec le Perp l'opportunité de reconquérir un de leurs marchés naturels, celui de la préparation de la retraite, à travers – enfin – l'équivalent d'un fonds de pension à la française (2), et d'investir largement en actions, car la durée d'un tel plan, de l'ordre de

vingt-cinq ans en moyenne, permet de l'adosser à des engagements de long terme.

Huit ans après son introduction sur le marché, fin 2011, 2 150 000 Perp ont été ouverts, les quatre cinquièmes par des bancassureurs, dont 707 971 pour la seule Predica. L'encours géré est de 7,5 milliards d'euros, l'encours moyen de 3 400 euros. Les détracteurs du Perp moquent cet encours moyen. Ils ont tort ; après vingt-cinq ans d'existence, soit trois fois plus en nombre d'années, l'encours moyen d'un contrat d'épargne souscrit auprès de Predica n'est que de 14 000 euros.

La tragique absence des assureurs sur le marché de la retraite se lit à travers deux chiffres : en 2011, les régimes de base ont versé 275,4 milliards de prestations au titre de la retraite, les assureurs, 6,2 milliards !

Comment expliquer que les assureurs traditionnels ne saisissent pas cette opportunité de s'échapper de leur position de challenger sur un marché de l'épargne financière qui n'est pas le leur, marché sur lequel ils reconnaissent aujourd'hui ne pas couvrir leurs coûts car notamment trop gourmands en fonds propres ?

Il est difficile de comprendre cette erreur stratégique, dictée sans doute par crainte de la transparence imposée à l'égard des frais de gestion et de l'obligation de communiquer chaque année sur le montant de la rente viagère qui sera versée à l'assuré, mais aussi par des erreurs de jugement du type : « les épargnants français ne veulent pas autre chose qu'une sortie en capital », alors même que le succès du régime complémentaire et facultatif des agents du service public, des anciens agents et de leurs conjoints, créé en 1967, Préfon Retraite, pourtant géré par la CNP, AXA, Allianz et Gan-Groupama, montre à l'évidence le contraire.

De 1997 à 2011, l'encours géré par les assureurs au titre de l'épargne collectée passe de 538 milliards de francs à 1 334,7 milliards d'euros – 1 133,9 milliards en euros et 200,8 milliards en unités de compte –

et fait du marché français de l'assurance vie le premier marché européen et le troisième mondial par le volume des primes encaissées.

Les premiers signes du déclin

Mais 2011 est la première année de la phase de déclin du cycle de vie de ce produit d'épargne. Ce déclin est annoncé par le recul du chiffre d'affaires du leader de la bancassurance, devenu le deuxième assureur vie français, Predica. Son chiffre d'affaires recule en effet de 12 %, passant de 22,1 milliards d'euros en 2010 à 18,2 milliards en 2011.

■ Stabilisation des parts de marché

Lancé en 1976, le produit aura connu une phase de croissance de vingt ans jusqu'en 1997, date à partir de laquelle les parts de marché vont se stabiliser, les bancassureurs se situant entre 61 % et 66 % jusqu'en 2010 sur la période 1997-2010.

■ Concurrence intensive

Sa phase de maturité va durer treize ans, de 1997 à 2010, phase durant laquelle la concurrence est intensive. L'attrait originel du produit, des rendements nets élevés, tend à disparaître ; c'est la guerre sur les taux nets obtenus et sur les frais sur versement, guerre qui s'avère périlleuse car elle trouble les épargnants, lesquels ne comprennent pas ces écarts ; la souscription en ligne ouvre un nouveau front entre les acteurs sur le niveau des frais sur versement ; le marché est saturé.

◆ L'attrait originel du produit, des rendements nets élevés, tend à disparaître

Le tableau ci-contre permet de suivre l'évolution des performances du fonds en euros de l'Afer, précurseur de ce produit d'épargne placé au sein de l'assurance vie, en distinguant le taux brut avant frais de gestion du contrat (0,475 %) et le taux net.

Année	Taux brut Afer avant frais de gestion	Taux net Afer
2011	3,92 %	3,43 %
2010	4,01 %	3,52 %
2009	4,62 %	4,12 %
2008	4,85 %	4,36 %
2007	4,92 %	4,42 %
2006	4,83 %	4,33 %
2005	4,91 %	4,41 %
2004	5,25 %	4,75 %
2003	5,55 %	5,05 %
2002	5,80 %	5,30 %
2001	6,23 %	5,72 %
2000	6,65 %	6,14 %
1999	6,74 %	6,23 %
1998	6,73 %	6,22 %
1997	7,03 %	6,52 %
1996	7,35 %	6,84 %
1995	7,95 %	7,44 %
1994	8,24 %	7,72 %
1993	9,82 %	9,30 %
1992	9,79 %	9,27 %
1991	9,76 %	9,24 %
1990	9,75 %	9,22 %
1989	10,14 %	9,62 %
1988	10,58 %	10,05 %
1987	10,88 %	10,35 %
1986	12,04 %	11,51 %
1985	12,62 %	12,09 %
1984	13,52 %	12,96 %
1983	16,68 %	16,13 %
1982	15,33 %	14,78 %
1981	14,01 %	13,47 %
1980	13,08 %	12,54 %
1979	11,48 %	10,95 %
1978	11,08 %	10,55 %
1977	10,31 %	9,78 %

AXA France annonce, le 15 novembre 2012, un rendement de 2,90 % net pour l'exercice 2012, contre 3 % en 2011, sur les fonds en euros de ses principaux contrats d'assurance vie.

◆ Guerre sur les taux nets obtenus et sur les frais sur versement (année 2011)

Le tableau ci-dessous est l'illustration de cette guerre qui voit, à une extrémité, Allianz délivrer un

taux net sur son fonds en euros de 2,80 % avec des frais sur versement de 4,80 % et, à l'autre extrémité, Suravenir (filiale assurance vie du Crédit Mutuel Arkéa) délivrer un taux net sur son fonds en euros de 3,75 % avec aucun frais sur versement.

Distributeurs (contrats)	Fonds euros	Taux net	Frais sur versement
ACMN Horizon Patrimoine	ACMN Vie	3,20 %	3,50 %
Afer	Afer	3,43 %	2,00 %
AG2R (Terre d'Avenir 2)	AG2R	3,04 %	4,50 %
Agipi [AXA] (Clerc)	AXA	3,50 %	4,65 %
AGPM (Plan Eparmil)	AGPM	3,51 %	2,50 %
Allianz (Idealis)	Allianz	2,80 %	4,80 %
Altaprofits (Titres@Vie)	Swiss Life	3,01 %	0,00 %
Apicil (Performance Absolue vie)	Apicil	3,61 %	0,00 %
Assurancevie.com (Puissance Av)	Suravenir	3,75 %	0,00 %
Aviva Sélection International	Aviva Sélection	3,41 %	4,31 %
AXA (Capital Ressources)	AXA Capital Ressources	3,00 %	4,85 %
Bred (Rytmo)	Prepar Vie	2,90 %	0,00 %
Caisse d'Épargne (Nuances)	Nuances Sécurité	3,20 %	3,00 %
Cardif Multiplus 3	Cardif Sécurité	3,30 %	4,75 %
Cardif (Multiplus Web)	Cardif Sécurité	3,30 %	1,00 %
Carrefour (Carrefour Horizons)	Carrefour Avenir	3,25 %	3,50 %
Crédit Agricole (Espace Liberté)	Prédieuro	3,30 %	4,00 %
France Mutualiste (Livret RM)	France Mutualiste	3,33 %	1,00 %
Gan (Gan Patrimoine Stratégies)	Gan Patrimoine	3,00 %	4,50 %
Generali Phi	Generali	3,00 %	4,50 %
GMF Altinéo	GMF	3,20 %	3,00 %
HSBC Stratégie Patrimoine	HSBC	3,25 %	3,00 %
La Banque Postale (Vivaccio)	Vivaccio	2,90 %	3,00 %
LCL (Gulliver)	LCL Gulliver	3,00 %	3,00 %
La Mondiale Partenaires (Orelis)	La Mondiale Partenaires	3,00 %	5,00 %
Macif Actiplus	Macif	3,45 %	3,00 %
Macif Livret Vie	Macif	2,85 %	0,00 %
MACSF RES	MACSF	3,65 %	1,00 %
Maif (livret Cap)	Maif	3,05 %	2,20 %
Matmut Vie Épargne	Matmut	3,20 %	3,00 %
Mutex	Mutex	2,90 %	4,50 %
Société Générale (Ébène)	Sogécap	3,50 %	2,50 %
Swiss Life (Swiss Life Expert)	Swiss Life	3,01 %	4,50 %

◆ La souscription en ligne ouvre un nouveau front entre les acteurs

À partir de 2005, on constate le démarrage de la souscription en ligne sur Internet. Suravenir et Generali sont les précurseurs, Generali crée même une société d'assurance vie dédiée exclusivement aux souscriptions en ligne, e-Cie Vie.

Dès fin 2006, l'encours géré par Suravenir au titre du contrat Symposium Vie, souscrit uniquement en ligne, est de 740 millions d'euros.

Dès 2006, la souscription en ligne de ce produit d'épargne, présenté comme de l'assurance vie, représente 2 % de la collecte. L'argument commercial des assureurs sur le Web : l'absence de frais sur versement contre 3 % à 5 % pour les autres acteurs, y compris les bancassureurs.

Ces contrats plaisent aux épargnants internautes, car ils sont exonérés de frais sur versement, mais aussi parce qu'ils donnent accès à une gamme de fonds provenant de différentes sociétés de gestion, alors que les contrats de base des bancassureurs et des assureurs traditionnels ne proposent que des supports financiers « maison ».

Ces contrats sont souscrits par des épargnants aguerris, qui prennent plaisir à composer eux-mêmes leurs allocations d'actifs et qui apprécient comme des avantages concurrentiels :

- que les versements soient investis dès le lendemain dans le fonds choisi ;
- une valorisation du contrat instantanée. Les souscripteurs peuvent prendre connaissance de la valeur quotidienne de rachat de leur contrat.

Les épargnants aguerris sont aussi la cible privilégiée de l'Afer, laquelle perçoit le danger et, lors de son assemblée générale du 29 mai 2007, annonce une réduction des frais de versement sur ses contrats à compter du 1er juin 2007, ramenant ceux-ci à :

- 2 % pour les versements sur son fonds en euros,
- 1 % pour les versements en unités de compte.

◆ Saturation du marché

En 1997, l'assurance vie représentait 70 % des placements financiers des ménages ; fin 2010, elle représente toujours 70 % des placements financiers des ménages français.

■ La phase de déclin commence en 2011

Elle est caractérisée par le retrait progressif de certains acteurs, un recul de la collecte et par le choix des épargnants pour d'autres produits.

◆ Le retrait discret mais certain des bancassureurs

L'Autorité des marchés financiers (AMF) a procédé, en 2010 puis en 2012, à des « visites mystères » auprès de onze bancassureurs. Les enquêteurs, qui se font passer pour des prospects en agences, peuvent suivre deux scénarios : soit le « risquophobe », peu enclin à prendre des risques ; soit le « risquophile », qui, lui, « souhaite une rentabilité supérieure au taux d'intérêt des contrats d'assurance vie en euros, quitte à prendre des risques ».

En 2010, les chargés de clientèle proposaient de l'assurance vie dans huit cas sur dix, quels que soient les profils des prospects. En 2012, l'assurance vie n'est proposée que dans 29 % des cas aux « risquophobes », les chargés de clientèle privilégiant pour eux les produits d'épargne bancaire, et dans 37 % des cas aux « risquophiles », les chargés de clientèle privilégiant pour eux les comptes titres ou les OPCVM.

Les bancassureurs ont montré, depuis leur entrée sur le marché de l'assurance vie, combien ils savaient s'adapter à toutes les évolutions en matière d'innovation financière sur les marchés, aux inflexions réglementaires et aux arbitrages entre bilan et hors-bilan. Aujourd'hui Bâle III mais aussi la volonté de répondre à l'attente de leurs clients à la recherche de placements totalement sans risque les incitent à proposer les

produits de bilan de la banque. Ils pilotent finement cette évolution majeure et veillent à éviter sa dramatisation.

◆ Le recul de la collecte

Conséquence notamment de cette retraite orchestrée avec discrétion des bancassureurs, les assureurs ont globalement collecté, sur les dix premiers mois de 2012, 94,8 milliards d'euros contre 106,4 milliards d'euros sur la même période de 2011, soit un recul de 11 %. Dans le même temps, les sommes que les assureurs ont dû verser à leurs clients ont augmenté, atteignant, pour les six premiers mois de 2012, 98,2 milliards d'euros au lieu de 91,9 milliards d'euros sur la même période de 2011, soit une augmentation de 6 %. Aussi, depuis le début de l'année, l'assurance vie enregistre une collecte négative de 3,4 milliards d'euros.

◆ Le choix des épargnants pour d'autres produits

Le 31 décembre 2011, on comptait 61,6 millions de détenteurs de Livret A. Entre janvier et octobre, le Livret A a recueilli 23 milliards d'euros. Son encours est passé de 199,1 milliards d'euros au 31 décembre 2011 à 239,9 milliards d'euros au 31 octobre 2012. Le Livret A et le Livret de développement durable (LDD) ont connu, depuis le 1^{er} janvier jusqu'à fin octobre 2012, une collecte nette de 21,3 milliards d'euros. D'un côté, une collecte négative de 3,4 milliards d'euros ; de l'autre, une collecte nette de 21,3 milliards d'euros.

Au deuxième trimestre, le taux d'épargne des ménages a atteint 16,4 % du revenu disponible brut, non loin de son record historique de 1983. Il est clair qu'une bonne partie des flux qui se portaient hier vers l'assurance vie vont vers ces livrets défiscalisés, sur lesquels la rémunération du placement reste supérieure à l'inflation. Il en sera de même si la rémunération du livret passe de 2,25 % à 2 % en février prochain.

En revanche, il est très probable que la nouvelle élévation de 25 % du plafond du Livret A au début

de 2013, où il atteindra 22 950 euros, va être un nouveau levier pour la croissance de l'encours du livret. Ce niveau de plafond attire les économies de personnes aisées à la recherche d'une épargne défiscalisée, et ce d'autant plus facilement que, depuis le 1^{er} janvier 2009, la distribution du Livret A est assurée par l'ensemble des banques, donc par leurs banquiers habituels et non plus seulement par le réseau des Caisses d'Épargne, de La Banque Postale et du Crédit Mutuel.

◆ Le déclin peut-il être enrayeré par un nouvel étage de taxation conduisant à une fiscalité plus faible au-delà d'une durée de détention plus longue, par exemple de douze ans, le gouvernement reprenant une suggestion de la FFSA de 2008 ?

Cela paraît impossible :

- d'une part, parce qu'il est probable que le gouvernement, en cette période d'austérité budgétaire, se contentera de faire bénéficier de l'avantage accordé aux contrats allant au terme de douze ans, l'avantage accordé aujourd'hui aux contrats allant au terme de huit ans faisant bénéficier d'une fiscalité moins favorable qu'actuellement ceux qui sortiront au terme de huit ans ;

- d'autre part, parce que les épargnants seront réticents à s'engager sur une durée plus longue, à un moment où le produit entre dans sa phase de déclin.

◆ Le déclin peut-il être enrayeré en proposant des contrats adossés à des fonds structurés de nouvelle génération, de fonds de dettes privés, de fonds flexibles ou encore immobiliers à travers des SCPI ou des OPCI ?

En aucun cas. Ces produits séduiront peut-être les rares épargnants qui aujourd'hui n'ont pas une aversion au risque, mais la grande majorité des épargnants veulent aujourd'hui des taux nets fixes et garantis, ce que ne peut pas apporter ce produit d'épargne conçu en 1976.

La phase de déclin de ce produit d'épargne « à tout faire » est enclenchée, pour autant cette phase sera longue – probablement une vingtaine d'années –, car heureusement on ne déplace pas facilement vers d'autres produits 1 370 milliards d'euros, les bancassureurs en font d'ailleurs aujourd'hui l'expérience.

■ Prospective

◆ Les bancassureurs

Ils vont poursuivre le transfert des contrats arrivant à terme vers des produits d'épargne purement bancaire. En revanche, ils vont activer la mise en marché de contrats de prévoyance décès.

◆ Les autres assureurs vie

Ils réalisent que la prévoyance, avec 45 % de marge sur les affaires nouvelles, est pertinente à commercialiser.

Ils devraient aussi se rendre compte assez rapidement, avec des taux obligataires entre 2 % et 3 %, que le Perp est une opportunité exceptionnelle leur permettant d'investir en actions, et surtout qu'il est un produit appartenant au cœur de métier de l'assurance vie : la préparation à la retraite.

Peut-être percevront-ils aussi que le Perp, en cette période de fin des niches fiscales, est un produit dont la fiscalité est particulièrement intéressante pour ceux qui ont fait le plein des Livret A et LDD.

Notes

- 1. Depuis le 1er janvier 2011, il peut également être reversé sous forme de capital à hauteur de 20 %.*
- 2. L'épargne versée est bloquée jusqu'à l'âge de la retraite.*

TEMPÊTE SUR L'ASSURANCE VIE

Pierre Petauton

Membre agrégé, Institut des actuaires

En 2011, on assistait, pour l'assurance vie, simultanément à une diminution de 14 % du chiffre d'affaires et à une progression de 25 % des prestations. Le solde est resté négatif pour la plupart des mois de 2012.

Ces mouvements sont clairement liés à la crise et, en particulier, à la défiance des ménages, qui, durant cette période, ont préféré garder des liquidités. Les retraits qu'ils ont effectués ont été surtout des rachats partiels et non pas des résiliations définitives. On peut d'ailleurs penser que ces mouvements pourraient se poursuivre pour les contrats les plus anciens.

Alors que les épargnants sont inquiets et refusent majoritairement les placements risqués, le rapport Gallois propose à contre-courant l'encouragement fiscal des contrats en unités de compte et l'allongement de la durée des contrats. La possibilité de rachat constitue en fait une assurance insolvabilité des épargnants.

Une situation inédite et préoccupante

Au mois de janvier 2012, la Fédération française des sociétés d'assurances annonçait, lors de sa conférence de presse annuelle, que l'assurance vie avait vu, en 2011, son chiffre d'affaires diminuer de 14 %, tandis que les prestations avaient dans le même temps progressé très fortement (+ 25 %). Toutefois la collecte nette annuelle restait légèrement positive, mais moindre qu'en 2008, première année de crise. Une tendance récessive avait débuté en août 2011 et s'est poursuivie jusqu'en septembre 2012, la décollecte ayant atteint en un an près de 9 milliards d'euros. Cependant le stock des provisions, c'est-à-dire les avoirs des assurés, a continué à croître en raison de l'attribution des intérêts pour les contrats en euros et de la valorisation des unités de compte.

Cette situation inédite mérite d'être analysée, ce que nous ferons dans un premier temps. À partir de là, nous émettrons quelques hypothèses sur la poursuite des affaires, sans néanmoins risquer une prévision. Bien entendu, il faudra imaginer les contre-mesures que les assureurs pourraient prendre face à une conjoncture déprimée.

Les caractéristiques de la récession observée

Le phénomène touche à peu près toutes les entreprises. « Ils ne mouraient pas tous, mais tous étaient frappés. » (Jean de La Fontaine, « Les animaux malades de la peste » vers 7.).

Globalement, après une période de « trente glorieuses » (1980-2010), la situation était si nouvelle qu'elle apparaissait catastrophique.

■ Les raisons sont-elles endogènes ?

Certains évoquaient la fatalité des cycles dans l'assurance. Cette théorie a souvent été évoquée en assurance de dommages pour expliquer les alternances de périodes bénéficiaires et déficitaires, dans des activités où les incertitudes de l'appréciation des risques et la vigueur de la concurrence tarifaire amenaient bon nombre de sociétés à faire parfois du dumping, en espérant pouvoir redresser la barre si leurs pronostics se révélaient inexacts. Certains n'ont pas survécu à leurs imprudences, mais ce qui est étonnant est que de telles erreurs, dénoncées vivement au moment du désastre, étaient oubliées dix ans plus tard. Maurice Allais a employé l'expression « cycle de l'oubli » pour caractériser de telles situations.

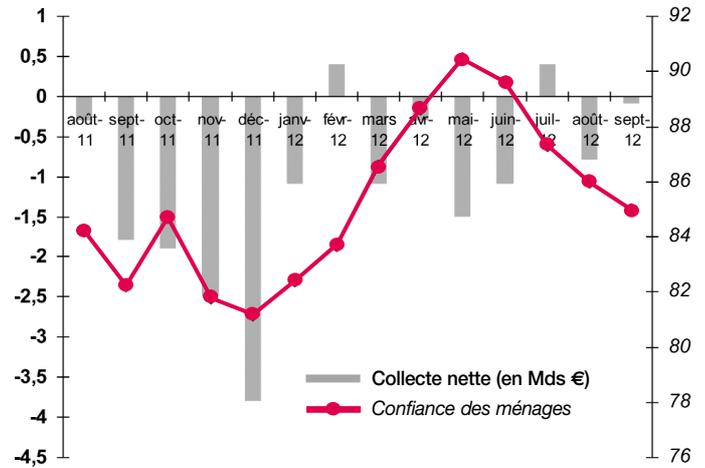
En assurance vie, on n'a pas constaté de façon courante un tel phénomène, dans la mesure où les méthodes tarifaires ont été prudentes et très réglementées, et où la concurrence est restée marginale. L'explication des cycles ne semble donc pas adéquate, et c'est peut-être dommage, car elle aurait permis d'espérer un retour à bonne fortune dans un délai raisonnable.

Mais alors, a-t-on affaire à un retournement profond, à un « déclin » de l'assurance vie ? Je ne le pense pas, non par crainte d'être rangé dans la catégorie des infâmes « déclinistes », mais simplement parce que les conditions structurelles de la souscription des contrats n'ont pas été modifiées, en particulier d'un point de vue fiscal.

■ L'explication paraît être uniquement la crise financière

Le graphique ci-contre (graphique 1) met en regard l'évolution de la collecte nette (cotisations moins prestations), presque toujours négative sur quatorze mois, avec un indice Insee synthétique de confiance des ménages à son minimum en décembre 2011. La période électorale de mai-juin voit diverger les deux courbes, puisque la confiance des ménages est maximale alors que la décollecte reprend.

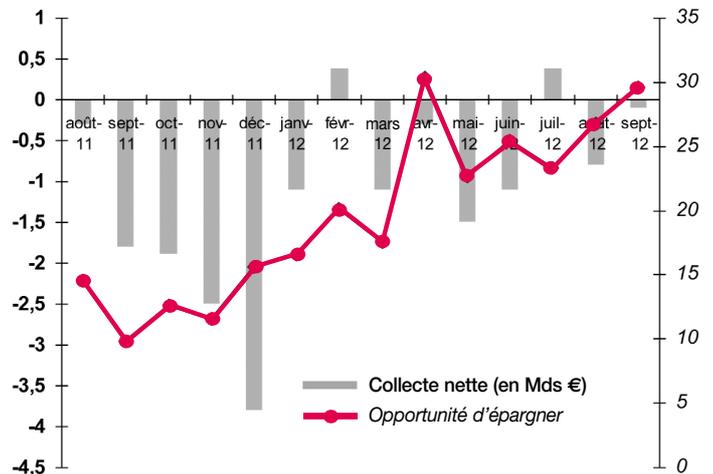
Graphique 1



Source : Pierre Petauton, d'après les chiffres publiés par l'Association française de l'assurance et l'Insee (Confiance des ménages, indicateur synthétique).

Si au lieu de l'indice synthétique on s'intéresse à l'opinion des ménages sur l'opportunité d'épargner, on voit des évolutions plus en phase à partir de mai-juin 2012, comme cela se manifeste dans le graphique suivant (graphique 2).

Graphique 2



Source : Pierre Petauton, d'après les chiffres de l'Association française de l'assurance et l'Insee (Confiance des ménages, opportunité d'épargner).

Au cours de l'année 2011, on a assisté à une forte régression des placements financiers des ménages et à une préférence nette pour la liquidité, les flux

d'accroissement des trésoreries ayant été multipliés par trois par comparaison à 2010, alors que dans le même temps les apports à l'assurance ont été divisés presque par quatre. Pourtant, à la fin de 2011, l'assurance était encore le placement préféré des Français, atteignant la somme de 1 507 milliards d'euros, soit 41,2 % de leur épargne financière.

Au premier semestre de 2012, d'après la Banque de France, on aurait eu une légère reprise de l'assurance vie en supports euros, mais des flux négatifs sur les unités de compte.

Enfin, la hausse des plafonds du Livret A et du Livret de développement durable au 1^{er} octobre 2012 a bien évidemment attiré les épargnants soucieux de sécurité.

Les pronostics et les voies de développement

Il est des circonstances conjoncturelles dont les effets sont temporaires et contre lesquels il est vain de se prémunir, et des évolutions structurelles de l'environnement financier qui nécessitent une nouvelle stratégie. La difficulté est de savoir devant quel type de modifications on se trouve.

■ La conjoncture

La hausse des plafonds des livrets réglementés appartient au premier type ; une fois les nouveaux maxima de versement atteints, les anciennes options d'épargne seront retrouvées.

L'observation des rachats effectués en 2011 par une enquête de la FFSA montre qu'ils ont été partiels dans trois quarts des cas et qu'ils étaient liés à des besoins de consommation dans une période de crise. On doit constater là que les contrats d'assurance vie ont rendu un service aux titulaires dans le besoin ; ce fait est un argument en faveur des nouvelles

souscriptions, puisque le motif de précaution de l'épargne est préservé. Toutefois, tant que la croissance n'est pas revenue, la faculté de rachat devrait continuer à s'exercer, et particulièrement dans les entreprises qui possèdent les contrats les plus anciens, car ils recèlent plus d'épargne accumulée.

À l'occasion du changement de majorité, il n'y a pas eu de modification sensible du cadre fiscal de l'assurance vie et peu de nouveaux projets se sont manifestés, si ce n'est la préconisation de Louis Gallois dans son rapport du 5 novembre 2012 :

- allonger la « durée » des contrats d'assurance vie par une adaptation de leur régime fiscal ;
- avantager fiscalement les contrats en unités de compte (c'est-à-dire investis en actions) et les « contrats diversifiés » par rapport aux contrats dits en euros (placements essentiellement obligataires).

Une mission parlementaire (Karine Berger et Dominique Lefebvre) sur la réforme de l'épargne financière devrait examiner la proposition.

Ces idées ne répondent pas aux inquiétudes actuelles des épargnants ; elles intéressent principalement les entreprises. Comme on l'a vu, le public recherche aujourd'hui plus de sûreté dans ses placements, avec une liquidité garantie, et ne souhaite donc pas aller vers les placements risqués. D'ailleurs, les tentatives précédentes d'orientation des placements de l'assurance vie vers les actions ont été décevantes : la loi Thomas de 1997 a été abrogée en 2002, les contrats DSK constituent moins de 1 % des encours et les contrats dits NSK ont eu encore moins de succès.

■ Les évolutions structurelles sous-jacentes

Le vieillissement de la population et la persistance de l'inégalité de fortune en faveur des seniors font que les préoccupations de transmission du patrimoine aux descendants restent durablement d'actualité.

De même, l'appétence pour une couverture de la dépendance ne peut que s'accroître.

À l'inverse, l'assurance décès en couverture des prêts pourrait être moins dynamique si le marché immobilier subit un déclin, et, pour ce qui concerne les prêts à la consommation, les résultats risquent de se dégrader, notamment pour les garanties incapacité et chômage.

Conclusions provisoires

La crise économique a jusqu'à présent peu entamé les facultés d'épargne des Français, mais la crise financière a considérablement accru la phobie du risque.

Les concepts économiques sont observables en « partie double », comme la comptabilité qui les retrace. Lorsqu'on parle d'épargne, on est amené à s'interroger sur les investissements qui en sont la contrepartie. L'État voit toujours dans l'assurance vie l'aspect placements et financement de l'économie au sens large, même s'il a un intérêt particulier pour le financement de sa dette. Le très récent rapport Gallois suggère un allongement de la durée des contrats et un avantage aux contrats en unités de compte par un aménagement de la fiscalité. Ces idées sont favorables aux entreprises mais ne répondent absolument pas aux préoccupations actuelles des épargnants.

Quant aux mesures tentant d'augmenter la durée de détention des contrats par la pénalisation des

sorties précoces, elles ont eu comme effet de détourner les épargnants de l'assurance. Il ne faudrait pas oublier qu'à partir des années 1970 l'amélioration des valeurs de rachat a certainement contribué au décollage de l'assurance vie. D'ailleurs, la liquidité partielle de l'épargne des assurés s'est manifestée depuis 2011 par des rachats partiels qui ont permis de faire face aux difficultés financières des ménages : cette assurance de l'insolvabilité a un avantage qui devrait être rappelé, mais un prix qui est pour l'assureur la diminution de la collecte nette.

Bibliographie

Association française de l'assurance (www.ffsa.fr et www.gema.fr, chiffres de l'assurance vie, 24/09/2012 et 22/10/2012).

Fédération française des sociétés d'assurances, conférences de presse des 26/01/2012 et 27/06/2012 (www.ffsa.fr).

Banque de France, « Épargne des ménages », tableaux de bord trimestriels (disponibles sur le site Internet de la BDF).

GALLOIS L., « Pacte pour la compétitivité de l'industrie française », rapport au Premier ministre, Commissariat général à l'investissement, 5 novembre 2012, p. 67.

Insee, enquêtes mensuelles de conjoncture auprès des ménages, séries longues (disponibles sur le site Internet de l'Insee).

RÉALITÉS ET CROYANCES

Romain Durand

Président-directeur général, Actuaris International

Actuaire associé IA (1)

Florence Aurelly

Directeur financier, Legal & General France

Actuaire qualifié IA, Cera (2)

*« Les révolutions qui commencent sont en réalité
des croyances qui finissent » (3)*

L'assurance vie française est en crise. Même si certains mois en collecte positive permettent aux assureurs de se réjouir, force est de constater que les niveaux de collecte brute stagnent alors que les rachats et décès croissent, portés par le vieillissement naturel des portefeuilles. L'intersection des deux phénomènes produit une tendance à la décollecte nette qui ne peut qu'inquiéter la profession. En face d'un tel phénomène, l'idée que l'assurance vie doit vivre une révolution s'impose peu à peu. Et cette révolution doit nous amener à réfléchir aux réalités qui ont sous-tendu la formidable croissance des dernières années. Mais ces réalités sont souvent devenues des croyances qui semblent arriver à leur terme. Nous avons choisi d'évoquer six réalités devenues largement des croyances : la première est que l'assurance vie pourrait connaître un nouvel âge d'or sous sa forme actuelle ; la deuxième est que l'assurance vie serait toujours un véhicule de préparation de la retraite ; la troisième, que le produit d'assurance vie serait le véhicule adapté à la préparation de la retraite ; la quatrième, que la transformation d'organisations centrées sur l'épargne en organisations centrées sur le risque serait simple ; la cinquième, que l'assurance vie serait encore utile à l'État ; la sixième, que l'assurance vie pourrait dans sa forme actuelle financer les entreprises industrielles.

Croyance numéro 1

Certains pensent que le recul actuel de l'assurance vie est un phénomène conjoncturel, comme on en a souvent connu au cours des dernières années. Et nombreux sont les éléments qui justifient cette hypothèse « conjoncturelle ». La crise figure au premier rang de ces éléments. Moindres revenus, moindre visibilité, pertes importantes en Bourse ont leur influence. Mais cette crise, comme d'autres avant elle, n'a pas jusqu'ici entamé de manière significative le taux d'épargne des ménages. Les niveaux incroyables de l'épargne française ne semblent pas en avoir souffert (4). Le réflexe de précaution a continué de jouer, les ménages ont maintenu un fort niveau d'épargne pour se rassurer face à la crise. Au mieux, pourrait-on dire que c'est l'épargne financière qui a souffert de la crise. Et sans doute certaines formes d'épargne ont-elles bénéficié d'une recherche accrue de sécurité de la part des épargnants. L'immobilier, vu à tort ou à raison comme un actif plus sûr car réel, a bénéficié d'un engouement pour la sécurité des placements (5). Les actions ont quant à elles été entraînées dans la chute des actifs risqués. Étonnamment, l'assurance vie ne semble plus faire partie de ces actifs sans risque puisqu'elle n'a pas particulièrement bénéficié du « *flight for safety* », au moins depuis 2010. Il n'empêche, certains continuent de penser que ce désamour n'est qu'une histoire de conjoncture. Une fois la crise passée, les affaires reprendront, forcément sous la forme de « bons vieux » contrats en euros. Cette vision est peut-être valide, auquel cas le reste de notre article ne serait fondé que sur des craintes inutiles.

Croyance numéro 2

La deuxième croyance, c'est que l'assurance vie serait un outil de préparation de la retraite. Ni les populations qui aujourd'hui possèdent des contrats, ni la structure de ces mêmes contrats ne permettent de défendre cette idée (6). Les

hommes de marketing ont maintenant pris l'habitude de lire l'ensemble des phénomènes de consommation à la lumière de la progression de la « cohorte » des baby-boomers. Semblable à une vague qui balaie tout sur son passage, cette génération aura déterminé par son nombre et par sa richesse les grands mouvements de consommation dans le monde au cours des trente dernières années.

L'histoire de la musique, des voitures, des mouvements sociaux et politiques et de la consommation se confond avec leur histoire. Ceci n'est pas seulement vrai en matière de biens matériels, mais aussi en matière d'épargne. C'est la découverte des besoins de cette génération en matière de retraite, d'accumulation à long terme qui a changé la nature des contrats d'assurance vie et l'industrie de l'assurance elle-même. Centrée sur le décès, et part marginale des primes, l'assurance vie est devenue un véhicule d'épargne et l'acteur dominant de l'industrie, éclipsant l'IARD. Entre 1980 et 2000, cette génération peut accumuler parce qu'elle possède de l'argent et qu'elle craint pour son avenir. C'est l'instant où le contrat en euros devient en France le « couteau suisse » de l'assurance, permettant tout à la fois accumulation à long terme mais aussi à court terme, outil d'épargne ou de protection. Aujourd'hui, ces baby-boomers possèdent l'essentiel des portefeuilles d'assurance vie.

Et leur préoccupation principale n'est plus l'accumulation en vue de la retraite, puisqu'ils ont atteint cette dernière ou sont en train de l'atteindre... En conséquence, que va devenir cet outil, à l'instant où les baby-boomers commencent à partir à la retraite (7) ? Ce départ à la retraite ne peut que nourrir à terme un mouvement de désépargne avec pour conséquence une décollecte en matière d'assurance vie. Et c'est peut-être le début de ce mouvement que nous observons aujourd'hui : c'est alors un mouvement de fond déterminé par la démographie, le plus dur des maîtres (« *The Hand That Rocks The Cradle Is The Hand That Rules The World* » (8)). Vouloir vendre du contrat « euro » tout simple à des individus dont la préoccupation principale est de consommer (9) et garantir un revenu de retraite sera de plus en plus

difficile. Par ailleurs, le renouvellement des portefeuilles en visant des populations plus jeunes n'est pas simple dans la mesure où ces dernières n'ont aujourd'hui que des capacités d'épargne limitées (10).

Croyance numéro 3

Ce qu'exige la retraite, c'est une garantie d'accumulation dans une première phase, puis une garantie de revenus à long terme. Or, le produit aujourd'hui commercialisé, s'il comprend bien la partie accumulation en (quasi-) franchise d'impôts, ne comprend rien en matière de « garantie de bonne fin » ou de revenus après la phase d'accumulation. Le contrat en euros, dont il ne s'agit pas ici de contester les qualités (11), est marqué par une conception très financière et insuffisamment « assurance ». Il ressemble aujourd'hui un peu trop à un ersatz de compte d'épargne ou de sicav obligataire. Il y ressemble tellement qu'il surrégagit à chaque mouvement du taux du Livret A, devenu son concurrent direct. Ce dernier monte-t-il que la collecte de l'assurance vie baisse (12). Certains assureurs arrivent à demander à l'État le même régime fiscal que celui du Livret A pour l'assurance vie. Une telle mesure aboutirait à poursuivre l'alignement de l'assurance vie sur les comptes d'épargne et à faire disparaître un peu plus la spécificité de ce produit. L'assurance vie est désormais entrée dans le champ de concurrence des produits de très court terme.

Cette caractéristique l'éloigne des nécessités de l'épargne de long terme, liée au cycle de vie. Qui plus est, de nombreux assureurs ont habitué leurs clients à ne les voir que comme des fournisseurs de produits financiers de moyen terme, entamant leur crédibilité de vendeurs de solutions de protection. Or, un produit de retraite doit aussi proposer une « garantie de bonne fin » qui permet de maintenir l'effort d'épargne pendant les « accidents de la vie » et de faire en sorte que celui-ci ne soit pas perdu à cause d'une invalidité, d'un décès. Un produit de retraite doit enfin régler le sort du revenu à l'issue de la phase d'épargne : c'est tout le problème de la rente. L'étendue de la protection

accordée par les systèmes étatiques en France a caché cet aspect de l'épargne longue. Le recul inéluctable de l'intervention de l'État le fera apparaître avec force.

Croyance numéro 4

La réaction naturelle de la collecte en assurance en cas de vie consiste pour certains à parler d'un recentrage vers l'assurance de protection. Et ce recentrage ne sera sans doute pas simple : on peine à reconnaître du risque d'assurance dans les produits qui forment l'essentiel du chiffre d'affaires et des provisions (mais pas forcément des résultats) des assureurs aujourd'hui. La dérive n'est certes pas neuve, et, depuis des années, la rédaction des conditions générales rend difficile l'identification de la part « liée à la durée de la vie humaine ». Plus encore, la formation des actuaires et des assureurs vie fait désormais la part belle aux calculs concernant les actifs. Et on peut penser que le grand sacrifié a été le « passif » dans ce mouvement. Loin de lui prêter l'attention primordiale qu'il mérite en assurance, le passif fait, à notre avis, l'objet d'une attention plus limitée que celle portée aux actifs. En France, il faut parfois rappeler que l'assureur vie ne vend pas un « contrat d'épargne » mais un contrat de capital différé en cas de vie avec une contre-assurance de la provision mathématique en cas de décès. Combien en sont conscients dans les compagnies, dans les réseaux ? Qui a vendu des « vies entières » à part les vendeurs par correspondance qui dominent ce marché ? Combien de personnes – au-delà des équipes techniques – connaissent les effets de la sélection médicale et financière, les mixtes, combinées, termes fixes et autres contrats de grande branche, etc. ?

La perte de savoir-faire en matière d'assurance « de protection » a été importante en France. Les réseaux ont été peu formés aux produits de risques au plan individuel. En fait, le produit de protection est aujourd'hui l'apanage des assureurs collectifs, et c'est dans ces départements que ce savoir est resté. Les gros opérateurs dans ce domaine sont aussi ceux qui peuvent prétendre demain renforcer leurs activités de prévoyance individuelle. Mais, du fait de sa faible

taille, de sa complexité, de son caractère très éloigné de la pratique « épargne » de l'assurance, ce domaine n'est pas souvent au centre des débats.

Croyance numéro 5

L'assurance vie n'a-t-elle pas perdu de son intérêt pour l'État ? C'est sans doute une question dont les conséquences sont lourdes à court et à moyen terme pour les assureurs. Le pacte implicite qui unissait l'État à l'assurance vie n'était pas très complexe. Les assureurs se voyaient dotés d'un avantage fiscal non négligeable (déduction puis réduction fiscale et successions) dont la contrepartie entraînait l'investissement des fonds collectés dans des obligations d'État. Ces obligations constituaient plus de 70 % des actifs des assureurs. En contrepartie de cette collecte « miraculeuse » et à même de financer de manière nationale les besoins de l'État français, ce dernier faisait en sorte que l'on n'entrave pas cette activité. Tout allait donc pour le mieux dans le meilleur des mondes : les assureurs, à l'abri d'une fiscalité des plus attractives⁽¹³⁾, collectaient en masse un produit simple, apportaient à l'État un aliment à même de combler son déficit, permettaient de garder une dette « nationalisée » et... y perdaient doucement leur âme.

Cette belle façade ne pouvait que se craquer avec le temps. Avec la crise de 2002, la recherche de rendement devint impérative pour les assureurs vie. Et cette recherche passait par un changement dans la composition des actifs détenus. La détention plus large des obligations non françaises devenait possible grâce à l'arrivée de l'euro, et les *spreads* la rendaient attrayante⁽¹⁴⁾. Après la crise de 2008, les assureurs succombent à la tentation des obligations « *corporate* », toujours dans la recherche de plus de rendement. Car, à partir de l'instant où le produit ne comprend pas une composante viagère à même de générer des rendements, le salut vient du rendement financier. En procédant de la sorte, les assureurs ont rompu, *nolens volens*, lentement mais sûrement le pacte qui les liait à l'État. La rupture sera d'autant plus rapide que les

États cherchent à limiter les déficits et donc le besoin de financement de leur budget.

Croyance numéro 6

Périodiquement, les assureurs doivent répondre à des demandes pressantes de l'État de financer l'industrie. La forme en varie, mais le fond est presque toujours le même : obligation ou incitation forte à investir dans les PME, les start-up, voire d'une manière générale dans l'industrie et les actions. Le dernier épisode de cette pièce éternellement rejouée se trouve dans le rapport Gallois. Ce dernier recommande que la durée de l'assurance vie soit allongée et que les contrats en unités de compte (UC) et ceux dits « eurodiversifiés » soient favorisés grâce à des incitations fiscales. Cette mention des contrats UC et eurodiversifiés touche au cœur du problème : la structure actuelle des produits des contrats d'assurance vie en euros limite leur capacité à financer des actifs risqués. Ces contrats sont et restent des produits de court terme, et, même s'ils prétendent parfois l'inverse, les assureurs sont techniquement contraints par des produits qui garantissent au client une sortie à tout instant, une liquidité instantanée, une absence de pénalité en cas de sortie « anticipée »⁽¹⁵⁾. Cette caractéristique, qui utilisait au mieux la liquidité des obligations, s'adapte mal à l'investissement significatif dans des produits à risque qui réclament des horizons plus longs d'investissement. L'assurance vie doit avoir des horizons techniques d'investissement plus longs et des formes (UC, eurodiversifiés) plus adaptées à ce défi.

La révolution de l'assurance vie des années 1980 était fondée sur des réalités (génération préparant sa retraite, nécessité de financement des déficits, faible besoin de protection, etc.) qui sont devenues des croyances au cours des années 2000. La fin de ces croyances change la nature même de l'activité des assureurs vie, et ce durablement. La révolution qui les attend demande d'affronter de nouvelles réalités et de nouvelles questions des clients. Ces nouvelles réalités (déficits réduits, compensation d'une protection

sociale étatique en recul, nécessaire financement de l'industrie, début de la phase de désépargne pour une grande partie des assurés) donneront à leur tour naissance à de nouvelles croyances capables de mouvoir l'industrie.

Notes

1. *Institut des actuaires.*

2. *Chartered Enterprise Risk Analyst.*

3. *Gustave Le Bon, Psychologie des foules, 1895.*

4. *Taux d'épargne des ménages : 16,1 % en 2011 contre 16,4 % en 2009 et 14,7 % en 2007 (Insee, comptes nationaux, base 2005).*

5. *Taux d'investissement en logement : 9,1 % en 2011 contre 8,8 % en 2009 (Insee, comptes nationaux, base 2005).*

6. *Le taux de détention d'un contrat d'assurance vie pour les populations de 60 à 69 ans est de 46 % contre 22 % pour les moins de 30 ans (Insee Première, n° 1361, juillet 2011).*

7. *« Les trois principaux motifs de détention d'un contrat d'assurance en cas de vie ou de capitalisation cités par les ménages début 2010 sont "avoir une réserve d'argent en cas d'imprévu" (38 % des ménages détenteurs), "faire bénéficier un proche" (29 %) et "préparer ou compléter la*

retraite" (27 %) » (Insee Première, n° 1361, juillet 2011).

8. *William Ross Wallace, What Rules The World, 1865.*

9. *L'émergence d'une consommation des retraités est un phénomène important rendu possible par l'amélioration du niveau des pensions et de l'état de santé des personnes âgées. La première phase de la retraite ne se traduit pas par une baisse significative de la consommation (à l'inverse de la situation des générations précédentes).*

10. *Qui plus est, les baby-boomers utilisent leur épargne pour aider leurs enfants ou petits-enfants, ce qui ajoute encore à la décollecte.*

11. *Le contrat en euros a offert aux assurés à la fois la sécurité et le rendement dans une combinaison improbable rendue possible par une période exceptionnelle de baisse des taux.*

12. *« Les épargnants privilégient l'épargne plus liquide, notamment le Livret A dont la rémunération s'améliore » (Insee Première, n° 1402, juin 2012).*

13. *Mais rognée au fil des ans : on ne peut pas empêcher l'État de succomber à ses instincts.*

14. *Jusqu'à ce que l'on découvre l'odieuse réalité : le spread n'était qu'une prime de risque avec en contrepartie... des risques non négligeables.*

15. *Les assureurs insistent bien sur le fait que cette liquidité n'est que peu ou pas utilisée par les clients ; il n'empêche qu'elle est bien présente dans les contrats et doit être prise en compte dans la gestion des risques de la compagnie.*

RISQUES DÉMOGRAPHIQUES ET RISQUES FINANCIERS

Antoine Lissowski

Directeur général adjoint, Direction financière, CNP Assurances

La première année de décollecte de l'assurance vie suscite des interrogations sur le statut de cet instrument vu comme « placement préféré des Français ». Malgré les effets de la crise financière sur ses performances, l'assurance vie demeure une réponse appropriée aux besoins de protection des ménages. L'allongement de la durée de vie et les incertitudes économiques renforcent la pertinence d'une gestion sécurisée et à long terme de l'épargne, qu'aucune autre catégorie d'acteurs financiers n'est en mesure de proposer. Mais la réglementation et les produits doivent rapidement être adaptés au nouvel environnement économique et réglementaire.

L'année 2012 peut apparaître comme l'« *annus horribilis* » de l'assurance vie française, si l'on considère que, pour la première fois, la collecte nette de la profession a été négative sur l'ensemble d'une année. Même si le dernier trimestre marque une amélioration, un tel recul n'avait jamais été enregistré dans le passé. Faut-il pour autant sonner le glas du statut de « placement financier préféré des Français » et croire que l'assurance vie n'a plus d'avenir ? L'analyse des mouvements récents incite à plus de prudence.

La crise financière a certes modifié le comportement des ménages depuis quelques années, mais elle a aussi renforcé le besoin de sécurité auquel l'assurance vie répond. Les vertus de cet instrument de protection, combinaison unique de solutions financières, assurancielles, juridiques et fiscales, restent précieuses pour permettre aux ménages de gérer leur patrimoine

et leurs revenus futurs. Et la capacité des assureurs à gérer les risques sur le long terme demeure la meilleure réponse à ces préoccupations. Pour autant, il est clair que la crise, ici comme ailleurs, implique de faire évoluer et les produits et les modèles économiques.

La collecte brute de l'assurance vie capitalisation a connu depuis le début des années 2000 une croissance soutenue pour atteindre 137 milliards d'euros en 2007. Elle a ensuite reculé en 2008 (122 milliards d'euros) pour reprendre sa progression en 2009 et en 2010, année record (144 milliards d'euros), avant de revenir à 124 milliards d'euros en 2011. On a donc clairement une rupture, à partir des premières manifestations de la crise financière, du *trend* régulier qui portait le produit depuis une décennie. Mais, première observation, dès que la situation a paru se stabiliser, la collecte a repris à un rythme très rapide. Deuxième observation, les rachats, composante principale des prestations versées aux assurés, ont connu

deux pics : l'un, modéré, en 2008, et le second, de forte ampleur, à partir de la fin 2011 et pendant les trois premiers trimestres de 2012.

Plusieurs explications à cela

Une explication démographique d'abord, avec l'arrivée au terme de sa période d'activité d'une classe d'âge qui entre en phase de désépargne, et des raisons économiques ensuite.

Le rendement des contrats en euros, affecté par la baisse tendancielle des taux d'intérêt, est désormais tangent à celui de produits plus liquides comme les livrets réglementés et les placements bancaires. Dans une ambiance d'aversion au risque, les attitudes d'attente apparaissent en effet peu coûteuses. Placer court et liquide en attendant de voir paraît rassurant. En outre, des retraits partiels ont été effectués par les ménages affectés par la crise, dont la consommation s'ajuste avec retard à la baisse des revenus. Plus spécifiquement, la double crise des dettes souveraines et des bilans bancaires a fortement impacté l'assurance vie depuis deux ans. Le coût direct de la crise grecque et le coût induit par le dérisking opéré sur d'autres signatures souveraines ont non seulement affecté les rendements mais surtout fait redécouvrir qu'il n'y a pas de placement sans risque.

D'un autre côté, les débats autour des normes prudentielles bancaires ont incité les établissements de crédit à réorienter la collecte sur leur propre bilan, au détriment de contrats d'assurance vie, quand bien même ces derniers correspondent mieux aux besoins des clients. Tout cela alors que les négociations autour de Solvabilité II ont convaincu les assureurs de l'urgence de modifier leur profil de rendement-risque.

Dans ce contexte peu favorable, les débats récurrents sur la fiscalité de l'assurance vie ont aussi pu jouer un rôle dissuasif. Les pouvoirs publics ont jusqu'à présent fait preuve de sagesse, mais cela n'a pas suffi à éteindre définitivement toutes les craintes. Au total,

compte tenu de tous ces éléments, une collecte sur dix mois de près de 95 milliards d'euros, contre 106 milliards l'an dernier, et une collecte nette mensuelle redevenue positive en octobre montrent que le marché fait preuve d'une belle résilience. Cela ne doit pas surprendre : les besoins des ménages sont plus aigus que jamais, et aucune alternative sérieuse ne leur est aujourd'hui proposée.

En substance, l'assurance vie est une sorte de « couteau suisse » de l'épargne-prévoyance : le même instrument permet de répondre à plusieurs catégories de motivations, suivant les combinaisons rassemblées dans un ou plusieurs contrats.

La préparation de la retraite figure au premier rang de ces préoccupations. L'allongement de la vie, l'incertitude concernant les taux de remplacement obtenus lors de la cessation d'activité, l'impasse dans laquelle se trouvent les régimes publics ou conventionnels pour garantir à terme un niveau suffisant de revenus, tous ces éléments conduisent les ménages à épargner plus et plus précocement. En l'absence d'un régime de fonds de pension en France, les solutions disponibles tournent toutes autour des techniques de l'assurance vie, qui seules offrent la possibilité d'enchaîner une phase d'épargne et une phase de rente au sein du même contrat. La préparation à la retraite est d'ailleurs la principale motivation exprimée par les souscripteurs de contrats.

Plus généralement, la protection à long terme du patrimoine et des revenus est au cœur des attentes d'une population vieillissante dans un contexte de crise économique et de croissance ralentie. Même si cette dimension est plus souvent implicite qu'explicite pour les assureurs eux-mêmes, il faut souligner que leur métier est principalement aujourd'hui de couvrir des risques financiers. C'est ce que révèle l'analyse de la répartition du capital économique (le « SCR », dans le langage de Solvabilité II) des sociétés d'assurance telle qu'elle apparaît dans les mesures de place faites à l'occasion de la préparation du nouveau régime prudentiel européen. La part du capital venant couvrir les risques d'actifs est tout à fait

prépondérante dans les activités vie (et d'ailleurs aussi très importante en non-vie).

À la lumière des soubresauts de la crise financière, depuis 2007, il est d'ailleurs clair que les deux caractéristiques offertes par les contrats en euros, la garantie du capital et sa disponibilité à tout moment, ont une grande valeur en période de turbulence et donc un coût élevé pour les assureurs qui en portent l'engagement à long terme. De même, les contrats de retraite français, qui comportent des engagements de flux au-delà d'une phase d'épargne préalable pouvant elle-même être longue, sont de véritables défis financiers. En plus de ces préoccupations, le risque de dépendance devient une source de recherche de protection supplémentaire.

À cela s'ajoutent des considérations spécifiques autour de la transmission et des successions, ainsi que le souci de limiter les prélèvements publics sur les fruits de l'épargne accumulée par les ménages. Les motivations « biométriques », c'est-à-dire relatives à la durée et à la qualité de la vie humaine, les motivations économiques liées à l'instabilité de l'environnement financier et les motivations civiles et fiscales se combinent ainsi pour maintenir un puissant courant d'épargne-prévoyance vers les sociétés vie. Il est même vraisemblable que le niveau plus faible des rendements financiers, associé à l'atonie économique, aura finalement pour effet de renforcer la propension à épargner, pour maintenir une espérance de revenus de remplacement suffisants, dès lors que l'ajustement des comportements de consommation aura eu lieu.

Face à ces besoins, l'assurance vie offre une combinaison particulière de savoir-faire qu'aucun autre acteur n'offre de la même manière. En substance, il est en effet nécessaire de disposer de plusieurs types de compétences dans la même organisation :

– compétence actuarielle, pour gérer les risques biométriques sur des horizons longs, et définir les engagements ou contrats permettant de couvrir ces risques ;

– compétence en *asset and liability management* (ALM), pour adosser des actifs financiers aux engagements ainsi identifiés ;

– compétence financière, pour combiner les deux précédentes et optimiser les actifs financiers nécessaires ;

– compétence opérationnelle, pour accompagner la vie des contrats sur de très longues périodes, au gré des événements marquants de la vie des clients et de leur entourage et des changements fiscaux et réglementaires ;

– et, enfin, une compétence commerciale sophistiquée, pour donner aux clients, à des époques différentes de leur vie, le conseil le plus approprié à leur situation et à leurs attentes du moment.

Tout cela dans le cadre d'engagements juridiques précis validés par le respect d'une réglementation prudentielle adaptée.

Quelles institutions peuvent offrir cette palette de services

Les banques n'ont pas de savoir-faire en matière de gestion de la longévité. Spécialisées dans le crédit, les banques de détail n'ont pas l'expertise en gestion d'actifs aussi diversifiés. Et elles sont maintenant absentes de la partie la plus longue de la courbe des taux.

Les gestionnaires d'actifs sont des experts en gestion de portefeuille mais ne disposent ni de fonds propres ou de bilans permettant de porter des engagements, ni de compétences techniques vie, ni d'une pratique de l'ALM.

Les fonds de pension traditionnels n'offrent pas d'engagements comparables à ceux des assureurs. Ils ajustent *ex post* leurs prestations à la valeur de leurs actifs, soit en faisant appel à des sponsors, soit en réduisant leurs prestations.

Restent donc les assureurs, qui, jusqu'à présent et malgré les vicissitudes financières des dernières décennies – l'instabilité financière ne date pas de 2007 mais elle a débuté à la fin des années 1980 –, ont protégé leurs clients de la volatilité générale des marchés et fait face à leurs engagements dans une période d'accroissement de la longévité.

Mais il est clair qu'ils doivent répondre à plusieurs défis. Pour ne citer que ceux qui résultent des évolutions financières, on évoquera les mouvements de taux et l'arrivée de Solvabilité II. Au fil du temps, le rendement des contrats descend au niveau des taux courts, ou du moins à celui des taux des produits administrés liquides tel le Livret A, dont la baisse n'épouse pas le mouvement général de décline des taux de marché. Cela réduit évidemment l'attractivité des fonds en euros et renforce le risque d'une vague de rachats dans l'hypothèse d'une remontée brutale des taux de marché. Le ralentissement de la collecte ainsi que la gestion financière des assureurs peuvent, dans une certaine mesure, réduire la sensibilité des bilans à ce risque de rachat. Toutefois, il faut admettre que le risque est difficile à évaluer et que les remèdes disponibles pour les gestionnaires sont limités.

Les modélisations des rachats reposent sur des hypothèses assez arbitraires, aucune remontée significative et durable des taux n'étant intervenue depuis que l'assurance vie a pris son ampleur actuelle. La comparaison entre le rendement des contrats en euros et les taux du marché peut évidemment provoquer des retraits. Mais les comportements des clients sont affectés par des considérations multiples : âge des détenteurs, situation civile et fiscale, place de l'assurance vie dans le patrimoine, anticipations diverses... Il faut donc être circonspect dans le choix des paramètres des modèles de rachat.

Les orientations de gestion permettant de parer à ce risque sont déjà pratiquées par les différentes compagnies : volant de trésorerie important et achat d'actifs moins sensibles à la hausse des taux. Mais c'est la structure même des garanties apportées aux clients qui devient aujourd'hui précieuse, et donc coûteuse. Le contrat en euros comporte le double engagement

d'une garantie du capital et d'une totale liquidité pour le client. En termes financiers, l'option ainsi donnée aux clients a un prix très élevé dans le contexte actuel. C'est pourquoi il apparaît nécessaire de rallonger la durée des contrats en attribuant des avantages financiers ou fiscaux en contrepartie des détentions longues.

Une autre piste consiste à favoriser la transformation des contrats en euros en contrats en unités de compte sans perte d'antériorité fiscale (transferts Fourgous) et à étendre cette faculté à des contrats en euros diversifiés. Offrant une forte garantie sur le capital au terme, et non à chaque instant, ces contrats sont mieux protégés contre le risque de rachats massifs. Leur gestion peut dès lors inclure plus d'actifs à long terme et à liquidité réduite. Leur espérance de rendement est ainsi améliorée sans prise de risque supplémentaire. Avec des contrats multisupports composés, selon les attentes des clients, d'unités de compte classiques, combinant une espérance de rendement élevée et une forte volatilité, de contrats en euros, au capital garanti disponible à tout moment mais au rendement modeste, et d'« eurodiversifiés », plus dynamiques mais moins liquides, les épargnants pourront piloter la composition de leur patrimoine financier plus efficacement en temps de crise.

La mise en place de Solvabilité II intervient dans ce contexte délicat. Indépendamment de sa date d'entrée en vigueur officielle, cette nouvelle norme influence déjà puissamment la gestion de l'assurance vie. Sans entrer dans le détail, il suffit de rappeler ici l'impact qu'aura la qualité de l'adossement actif-passif et de la composition des actifs sur les besoins de capital des sociétés. Il en découle mécaniquement que toutes les garanties financières proposées sont maintenant analysées en termes d'options vendues et tarifées.

La protection du capital et la liquidité permanente ne sont plus des biens gratuits offerts aux clients, mais des engagements spécifiques comportant un coût. Ici aussi le client va être conduit à opérer des choix entre le niveau de protection souhaité et le prix, en termes d'espérance de rendement, qu'il est prêt à consentir pour l'obtenir.

ASSURANCE ET FINANCEMENT DES ENTREPRISES

Nicolas Moreau

Président-Directeur général, AXA France

Membre du Comité de direction, Groupe AXA

En charge de la supervision des entités internationales,

AXA Global Direct et AXA Assistance

Cet article a pour objectif de présenter les différents freins au financement par les assureurs vie de l'économie sur le long terme ainsi que les évolutions réglementaires qui pourraient favoriser un retour vers des investissements contribuant plus massivement au financement de l'économie.

Concernant les fonds en euros, certaines contraintes sont liées au cadre comptable et réglementaire européen, d'autres sont posées par le cadre réglementaire français : de façon générale, depuis 2005, les assureurs se sont largement désengagés des actions. Des évolutions du cadre réglementaire français sont proposées concernant à la fois le passif et les actifs éligibles dans les fonds en euros pour permettre une augmentation de l'allocation en actifs finançant l'économie par les assureurs. Concernant les unités de compte (UC), les assureurs courent un risque important et croissant lié à l'application du délai de renonciation, risque qu'il conviendrait de limiter par une évolution du Code des assurances.

Introduction

Les freins à l'investissement en actifs permettant de financer l'économie sont nombreux dans les contrats d'assurance. La durée des passifs des fonds en euros des assureurs est un atout majeur pour financer l'économie durablement dont seuls les assureurs peuvent se prévaloir. Ce potentiel est cependant largement limité par, d'une part, la nature même des engagements des assureurs concernant les fonds en euros et, d'autre part, les nouvelles règles Solvabilité II et IFRS. Par

ailleurs, le flou de la réglementation concernant certains actifs fait peser sur les assureurs un risque juridique.

Cet article propose des évolutions de la réglementation qui permettraient d'augmenter l'investissement en actifs risqués dans les fonds en euros. Ces évolutions visent à faciliter la diffusion du fonds en euros diversifié – alternative au fonds en euros traditionnel –, à tirer parti des possibilités laissées par Solvabilité II et enfin à sécuriser le cadre juridique des opérations des assureurs. Concernant les unités de compte (UC), le niveau d'investissement en actifs risqués dépend à la fois de l'appétit au risque de l'assuré et du niveau de

risque proposé à l'assuré par l'assureur. Sur ce dernier point, les assureurs sont confrontés à une insécurité juridique permanente liée au délai de renonciation : tant que cette insécurité ne sera pas levée par un amendement du Code des assurances, les assureurs ne pourront pas se permettre de favoriser la vente des UC les plus investies en actions.

Éléments de contexte

Les fonds des sociétés d'assurance vie représentent environ 1 400 milliards d'euros : environ 200 milliards d'euros de fonds en UC et environ 1 200 milliards d'euros de fonds généraux en euros. Malgré la phase de décollecte que connaît l'assurance vie depuis le deuxième semestre 2011, les encours des fonds généraux sont en légère progression grâce aux revenus des investissements.

Les fonds en UC sont investis pour une large part en actions, 60 % en moyenne chez AXA France. L'assureur conseille l'assuré lors de la calibration du risque à prendre : taux d'unité de compte dans l'épargne globale, choix des UC plus ou moins risquées, campagnes de marketing ciblant certains fonds. La part de risque dépend ensuite des projets du client et de son appétit au risque. Les fonds en euros des assureurs vie sont les plus contraints en termes d'allocation d'actifs alors qu'ils bénéficient de passifs très longs : la durée moyenne des contrats d'assurance vie est de quatorze ans.

Principaux freins au financement de l'économie

Les cadres de Solvabilité II et IFRS sont les freins principaux au financement de l'économie par les assureurs, et ce pour deux raisons.

- Les calculs de risque permettant d'évaluer le niveau

de fonds propres minimal sont calibrés sur des risques rares (probabilité de 1/200) – et donc très élevés – sur un horizon très court (un an), et ce alors même que les passifs des assureurs sont très longs ! Cela induit une charge en capital élevée pour les actifs permettant de financer les entreprises, y compris sur le crédit. Par exemple, même après prise en compte de l'effet diversification, la charge en capital est pour AXA France de 11 % pour des émissions obligataires d'entreprises BBB à cinq ans et d'environ 30 % pour les actions françaises et européennes.

- Par ailleurs, ces réglementations reposent sur les valeurs de marché des actifs, ce qui accroît la volatilité des indicateurs financiers des compagnies. Augmenter la détention d'actifs risqués accroît la volatilité du résultat et du ratio de solvabilité et complique la communication financière de la société d'assurance. La volatilité du ratio de solvabilité est accentuée par un effet ciseau : le capital disponible (numérateur) baisse lorsque les marchés baissent, et l'exigence de capital (dénominateur) augmente lorsque les marchés actions baissent.

Concernant l'assurance vie, les investissements en actifs risqués sont aussi largement contraints par les garanties inhérentes au fonds en euros :

- les contrats garantissent aux clients une liquidité permanente, quelle que soit la situation des marchés financiers ;
- et garantissent l'épargne accumulée, y compris les rendements passés (effet cliquet).

Ces garanties élevées nécessitent une gestion actif-passif rigoureuse. Cela suppose l'adossement des passifs avec des actifs de même durée, soit une allocation avec une majorité d'obligations.

Le premier risque d'une société d'assurance vie est le *mismatch* actif-passif, qui peut provenir notamment d'investissements trop importants dans des actifs risqués qui perdraient de la valeur.

La nécessaire adaptation de la gestion des fonds

Progressivement, les assureurs ont adapté la gestion des fonds en euros, limitant massivement les investissements en actions au profit du développement du crédit.

Depuis 2005, avec les nouvelles normes comptables et l'anticipation des règles de Solvabilité II, les assureurs ont réduit drastiquement l'allocation actions de leurs fonds en euros : la part actions des fonds en euros d'AXA France est passée de 11 % à 4 %.

Au sein de la poche actions d'AXA France, plus de 50 % correspondent à des investissements en private equity. La légère croissance dans le portefeuille d'AXA de cette classe d'actifs, qui pourtant coûte cher en capital, est en partie liée au fait que les investissements sont non cotés et induisent une volatilité moindre dans les comptes de la compagnie. La poche immobilière cible a été maintenue.

L'investissement s'est largement concentré en taux avec :

- une diversification sur le crédit entreprise assez massive ainsi que récemment sur les prêts. Pour AXA France, les investissements en prêts représentent presque 10 % du programme d'investissement de 2012 ;
- un investissement en obligations bancaires. Il est intéressant de noter que ces investissements sont un moyen indirect de financer l'économie – le rôle majeur des banques étant de financer l'économie ;
- des investissements en obligations gouvernementales, qui sont restés structurellement très importants en raison de la durée longue des portefeuilles.

Certaines évolutions réglementaires permettraient, d'une part, de faire revenir les assureurs sur les actions et, d'autre part, de sécuriser le cadre juridique des investissements crédit.

Evolutions réglementaires favorisant le financement de l'économie

Certaines évolutions réglementaires, concernant le passif et l'actif, favoriseraient les investissements en actifs risqués, actions et crédit, des fonds en euros et permettraient de relâcher les contraintes limitant les investissements finançant les entreprises.

■ Concernant le passif des assureurs

Toute possibilité de lever les contraintes liées aux garanties offertes par le fonds en euros traditionnel est susceptible d'augmenter la part d'actifs risqués dans les allocations. Le fonds en euros diversifié, prévu par le Code, permet de libérer des contraintes de gestion actif-passif : notamment, il est prévu qu'avant le terme le client rachète son contrat à la valeur de marché, sans garantie.

Certaines modifications pourraient être apportées au contrat en euros diversifié prévu actuellement dans le Code des assurances pour faciliter la démarche commerciale et la fidélisation du client, simplifier la gestion des contrats et préserver la capacité des « eurodiversifiés » à investir en actifs risqués.

- Notamment, il est important que le support du fonds en euros diversifié puisse être intégré au sein des contrats d'assurance vie, à côté du fonds en euros classique et des unités de compte, dans les offres multi-supports. Cela faciliterait le discours commercial et permettrait d'accélérer la collecte de l'« eurodiversifié », par exemple via des arbitrages au sein de contrats existants.

- Par ailleurs, certaines règles techniques d'actualisation des passifs ou de revalorisation de la garantie pourraient être amendées : l'actualisation des passifs à un

taux technique plus faible que les taux de marché revient à ajouter mécaniquement une garantie en cours de vie qui limite la propension de l'assureur à investir en actifs risqués. A contrario, l'assureur pourrait avoir intérêt, pour fidéliser le client, à le faire profiter des bonnes performances du marché financier en revalorisant sa garantie au terme : la règle de participation aux bénéfices actuelle est contraignante, notamment dans les premières années du contrat.

- Enfin, les règles d'éligibilité des actifs mis en représentation des engagements ainsi que les règles d'utilisation des dérivés pourraient être les mêmes que pour les fonds en euros classiques. Cela simplifierait la gestion actif-passif des fonds en euros diversifiés.

■ Concernant les actifs

◆ Favoriser les participations stratégiques et clarifier leur définition

Le modèle standard en Solvabilité II prévoit un traitement différencié pour les participations stratégiques (choc calibré à - 22 %) et les actions (choc calibré à - 39 %). AXA France envisage d'étudier la possibilité de lancer un fonds de participations stratégiques sur des plus petites valeurs boursières. Ces investissements permettraient aux PME françaises de bénéficier d'un investisseur solide qui s'engagerait durablement à leur côté. Pour AXA, ce projet buterait sur les contraintes liées au modèle interne Solvabilité II, certifié par l'Autorité de contrôle prudentiel, qui devrait être adapté et bénéficier de la distinction entre participation stratégique de long terme et autres investissements en actions. Notamment l'horizon d'un an sur l'ensemble des lignes est aujourd'hui peu compatible avec un investissement dans la durée.

Par ailleurs, une clarification de la définition d'une participation stratégique de long terme serait utile : la qualification de participation stratégique est aujourd'hui assez aléatoire : elle dépend de l'appréciation des auditeurs qui s'appuient sur un faisceau non objectif de critères. L'aléa lié à cette qualification

– dont les enjeux en cas de traitement différencié en Solvabilité II sont cruciaux – empêche une démarche de grande ampleur de participations stratégiques dans des PME, par exemple. Enfin, il serait intéressant que ces participations puissent échapper à la règle d'évaluation à la valeur de marché.

◆ Clarifier le cadre réglementaire relatif aux obligations d'émetteurs privés

La réglementation des actifs en représentation des engagements des assureurs peine à suivre l'évolution des instruments financiers, les investissements crédit sont ainsi menacés par l'interprétation des textes que pourrait faire le régulateur. Les sociétés d'assurance détiennent des obligations émises par des entreprises (ou des banques) pour 37 % de leurs actifs. Pourtant, la réglementation française est floue sur les conditions d'admissibilité de ces obligations.

- Le terme usuel d'« obligations », qui concerne des actifs aux caractéristiques financières et aux profils de risque équivalents, revêt des réalités juridiques différentes : obligations, *Euro Medium Term Notes* (EMTN), placement privé... Si l'assureur investit indifféremment en obligations, EMTN ou placement privé – regardant plutôt le risque propre de la ligne de crédit (émetteur, séniorité de l'actif, durée) –, le Code des assurances, lui, différencie les actifs en fonction de leur cadre juridique, ce qui occasionne certaines impasses : les EMTN, par exemple, ne sont pas listés dans le Code des assurances alors qu'ils sont très largement utilisés par les émetteurs (À noter que ces EMTN sont aussi largement utilisés par certains acteurs en support d'unités de compte ; éclaircir l'éligibilité des EMTN permettrait d'élargir la gamme unités de compte).

- Par ailleurs, le Code des assurances reconnaît comme admissibles les obligations qui font l'objet de négociations sur un marché en fonctionnement régulier. Cette notion établit un lien entre liquidité et admissibilité des actifs qui mérite d'être clarifié. En effet, le critère de liquidité est contestable car fluctuant (il dépend de l'émission, des investisseurs,

de l'environnement économique) et ne prenant pas en compte l'horizon de long terme des assureurs.

◆ Faire évoluer le cadre réglementaire relatif aux prêts

Les assureurs cherchent à diversifier de plus en plus leurs investissements crédit, tout en optimisant le couple rendement-risque des actifs. Dans ce cadre, les assureurs ont intérêt à investir dans des prêts, intérêt aligné avec celui des pouvoirs publics d'accélérer la capacité des acteurs à financer l'économie.

Certaines évolutions réglementaires sont nécessaires : actuellement, les prêts à des sociétés cotées sont inclus dans un ratio de 10 % des actifs concernant un ensemble d'actifs hétéroclite (prêts, actions non cotées, investissements alternatifs). À terme, ce ratio pourrait limiter ces investissements : par exemple, aux États-Unis, les prêts représentent environ 15 % des actifs. Il serait donc utile d'élargir le cadre autorisé d'investissement en prêts.

limiter le risque lié au délai de renonciation

Enfin, concernant les unités de compte, il est nécessaire de limiter le risque lié au délai de renonciation actuellement encouru par les assureurs pour leur permettre de favoriser la vente des UC les plus risquées. Les sociétés d'assurance ont intérêt à promouvoir les investissements en unités de compte, notamment pour des questions d'optimisation des fonds propres immobilisés. En revanche, même si les UC les plus risquées leur donnent l'opportunité de prendre une marge plus élevée, le risque réglementaire lié au délai de renonciation ne les incite pas à les vendre.

Le droit de renonciation est initialement prévu pour assurer la protection des souscripteurs de

contrats d'assurance vie qui auraient été trompés. Ce droit se décline en deux temps :

– tout souscripteur dispose d'un délai de trente jours à compter de la souscription pour renoncer à son contrat. L'assureur doit alors restituer les sommes versées ;

– après trente jours, le point de départ de ce délai est prorogé tant que les informations prévues par la loi n'ont pas été remises au souscripteur. Cette prorogation était illimitée pour les contrats souscrits avant 2005. Depuis 2006, la prorogation est limitée à huit ans.

En pratique, ce droit de renonciation est utilisé par les souscripteurs pour « effacer » les pertes financières constatées sur leurs contrats en UC, la renonciation obligeant l'assureur à restituer la totalité des « sommes versées », et ce quelle que soit l'attitude du souscripteur (rachats, réorientations d'épargne, nantissement du contrat) depuis la souscription de son contrat.

- Pour les contrats souscrits avant 2005, une jurisprudence constante fait droit à ces demandes au motif de l'absence de note d'information distincte des conditions générales.

- Malgré une modification législative en 2005, qui prévoit un encadré en première page des conditions générales au lieu d'une note d'information séparée, l'insécurité juridique subsiste compte tenu de la complexité des informations à fournir à l'assuré et des différentes interprétations qui peuvent être faites de la réglementation.

Cette insécurité s'est renforcée depuis deux ans :

– par une jurisprudence récente, qui remet en cause le contenu même des encadrés (décembre 2010) ;

– par la pratique de place, qui a évolué en défaveur des assureurs : d'une part, il arrive que les juges acceptent de faire droit à la renonciation en référé (procédure simplifiée applicable lorsqu'il n'y a pas de

difficulté au fond) ; et, d'autre part, certains courtiers font renoncer l'ensemble de leurs clients dès qu'il y a un sujet de baisse de l'épargne et/ou mécontentement.

En synthèse, les assureurs encourent un risque systémique : tout évènement affectant la valeur des UC est susceptible de déclencher des demandes massives de renonciation, et ce au détriment de la solvabilité des entreprises d'assurance et de la mutualité des assurés. Si par ailleurs l'action de groupe venait à être admise en droit français, ce risque serait encore amplifié...

Les assureurs ont travaillé à une proposition de modification du Code des assurances qui s'inscrit dans le consensus de place pour faire converger les règles d'information et de commercialisation entre banque et assurance. Cette proposition est tenue à la disposition du législateur.

Conclusion

Les freins à l'investissement en actifs risqués dans les contrats d'assurance sont nombreux. En agissant à la fois sur la réglementation des actifs (favoriser les participations stratégiques et rénover la prise en compte du crédit dans le Code des assurances) et sur celle des passifs (favoriser l'évolution des fonds en euros traditionnels vers le fonds en euros diversifié), les marges de manœuvre des assureurs sur les fonds en euros en matière d'actifs finançant l'économie seraient significativement élargies.

Par ailleurs, une évolution du Code des assurances pour circonscrire le droit au délai de renonciation des détenteurs d'unités de compte permettrait à l'assureur de promouvoir plus largement les investissements en actions au sein des UC.

PROPOSITIONS DE RÉFORME

Jean Berthon

Président, Faider

L'assurance vie n'est plus ce qu'elle était. Sous l'effet des marchés, qui ont entraîné les taux à des niveaux bas jamais atteints, sous l'assaut des pouvoirs publics, qui ont enchaîné les réformes fiscales et réglementaires, sans oublier l'impact des avantages accordés à des produits d'épargne à court terme, l'assurance vie semble vaciller sur ses bases. L'assurance vie ne serait-elle pas en train de perdre son statut envié de placement préféré des Français ? Des soldes négatifs depuis août 2011, à l'exception de février, juillet et surtout de la surprise d'octobre 2012, qui a vu parallèlement un afflux massif de capitaux vers l'épargne réglementée et une collecte nette nettement positive pour l'assurance vie. Mais cette embellie ne doit pas masquer l'effet extrêmement négatif du doublement prévu des plafonds des livrets d'épargne, qui au demeurant vont priver l'économie des flux de capitaux à long terme dont elle a dramatiquement besoin. À noter qu'il fallait remonter aux mois noirs d'octobre (et décembre) 2008 pour retrouver des chiffres aussi mauvais de collecte d'assurance vie.

Certes l'encours continue à croître, mais n'est-ce pas principalement sous l'effet de la performance des actifs gérés ? Celle-ci, à vrai dire, ne cesse de baisser depuis plus de dix ans pour les fonds en euros et se rapproche dangereusement du taux d'inflation, lui-même en moyenne relativement stable. En effet, ces fonds, qui constituent toujours la plus grande part des supports investis en assurance vie, sont par nature investis massivement en produits de taux, produits souscrits pendant une phase prononcée de baisse des rendements obligataires (sans compter, dans certains cas, avec l'impact des moins-values dues à la crise de la dette en Europe).

D'autre part, le régime fiscal de l'assurance vie, contrairement à ce que certains affirment, a été sensiblement modifié depuis quelques années : modification des modalités de ponction des prélèvements sociaux et des cotisations sociales, introduction de nouvelles cotisations sociales, modifications de la taxation en cas de décès pour les contrats supérieurs à 152 500 euros.

Et, pour finir, il ne faut pas passer sous silence les modifications à venir de la réglementation prudentielle prises au niveau européen, qui s'imposeront en France et dont l'impact sur l'allocation d'actifs et donc sur la rentabilité des placements risque d'être important.

Face à ces défis et à ces évolutions, que peut-on faire pour que l'assurance vie, ce « couteau suisse » de l'épargne, comme l'avait appelée François Perrin-Pelletier lors d'une intervention remarquable – formule souvent reprise depuis lors –, retrouve son lustre et redevienne le placement préféré des Français, pour autant qu'elle ait perdu cette caractéristique, à tout le moins le support privilégié de l'épargne à long terme.

Plusieurs types de mesures devraient être mises en œuvre : elles concernent l'équité, la transparence, la gouvernance et, enfin, la rentabilité.

Un élément essentiel de la confiance repose sur le sentiment d'être traité avec équité. Or, de nombreux exemples nous prouvent que le système actuel d'affectation des participations aux bénéfices conduit à des traitements divergents selon l'ancienneté du contrat ou sa commercialisation. À cet égard, la dernière étude approfondie menée par l'Autorité de contrôle prudentiel (ACP) dans ce domaine est sans appel : seules 14 % des compagnies (l'échantillon porte sur 99 % du marché concerné), représentant 2,1 % (!) des provisions mathématiques, déclarent avoir un taux de revalorisation unique ! Entre le premier et le dernier quartile, le taux moyen pondéré de revalorisation varie de 2,40 % à 3,64 % en 2011. Cela pourrait certes s'expliquer par une différence de performance, c'est-à-dire de qualité de gestion. Mais tel n'est sans doute pas le cas, car, en examinant les écarts au sein d'un même établissement, on constate que le poids des organismes enregistrant un écart de plus de 500 points de base (!) entre le taux le plus faible et le taux le plus fort s'élève à plus de 30 % (!) des provisions mathématiques de l'échantillon. La Fédération des associations indépendantes de défense des épargnants pour la retraite (Faider) ne cesse de le demander, il faut inscrire l'équité de traitement dans les textes, et il suffit d'une modification simple des arrêtés A. 331-3 à A. 331-9 dans laquelle on imposerait un taux brut de rémunération identique pour tous les assurés (hors contrats à capital variable et hors contrats adossés à un actif cantonné). Elle a reçu une fin de non-recevoir de l'Administration sur ce sujet. Les assureurs seraient-ils prêts à accepter

qu'on en débâte simplement et directement avec ou sans l'intervention des pouvoirs publics ?

Un autre sujet paraît devoir s'imposer petit à petit, ne serait-ce qu'à travers l'application des textes européens. Il s'agit de celui de la transparence. Beaucoup d'assurés soupçonnent les contrats d'être une cascade de frais, véritable machine à commissions prélevées sur l'assuré et reversées sous forme de rétrocessions dont la justification est loin d'être évidente. La transparence, ici comme dans l'attribution des participations aux bénéfices (PB), aurait pour premier effet salutaire de permettre une comparaison des politiques de rémunération entre les acteurs de l'assurance vie mais aussi celle des autres formes d'épargne gérée, à condition bien sûr que ces règles s'imposent à tous. De ces comparaisons devraient découler une modération des taux de commissionnement ainsi que, peut-être, la remise en question de certaines pratiques commerciales.

De même, il serait souhaitable que soit mis à la disposition des assurés un vrai rapport de gestion périodique du fonds en euros, expliquant les opérations effectuées, l'état des comptes de provisions et les décisions d'affectation de la PB entre distribution et affectation à la provision pour participation aux bénéfices (PPB).

Enfin, les contrats associatifs fournissent l'exemple d'une structure efficace permettant aux assurés d'être représentés auprès de la compagnie et de participer aux décisions concernant le contrat. Ne devrait-on pas s'en inspirer et offrir aux assurés qui le souhaiteraient la possibilité de participer à une association de représentation indépendante qui ferait valoir leurs droits auprès de l'assureur ?

Bien sûr, il faut obtenir des pouvoirs publics la stabilité des conditions de fiscalité et des prélèvements sociaux. C'est la condition pour que l'épargne puisse s'investir à long terme sans crainte de voir son environnement fiscal bouleversé. Rappelons que l'assurance vie est une épargne longue, fruit d'une décision d'investissement pour un avenir lointain. Dans une

enquête menée auprès des adhérents des associations membres de la Faider en 2010, il ressortait que la première motivation des souscripteurs était la préparation de la retraite. Venaient ensuite la fiscalité et la transmission du patrimoine. Toutes les enquêtes d'opinion se rejoignent sur ces points.

Comment lutter contre le déclin de la rémunération des contrats en euros ? Elle est aujourd'hui inéluctable car résultat de la baisse de la rémunération des actifs à taux fixe. Jamais les taux des emprunts d'État en France ou en Allemagne n'ont été aussi bas, jusqu'à être négatifs pour les durées courtes. Or, les fonds en euros sont principalement investis en obligations et risquent de l'être de plus en plus si l'on anticipe l'application des règles de solvabilité II, qui non seulement pénalisent fortement tout autre mode d'investissement mais encore favorisent outrageusement l'investissement en titres d'État. Il faut donc de façon urgente trouver des palliatifs. Toutefois, le fonds en euros est par nature très majoritairement obligataire, ne serait-ce que par la contrainte de la garantie en capital annuelle.

Il existe cependant, depuis 2005, une catégorie de contrats dits « diversifiés », où la garantie ne s'exerce qu'au terme du contrat et qui permettent donc une plus grande souplesse de gestion, et en particulier d'investir de façon beaucoup plus significative dans des actifs risqués comme les actions dont la rentabilité espérée est plus importante. Aujourd'hui, ces contrats sont distincts des contrats en euros et des multi-supports classiques et doivent donc être souscrits indépendamment, sans transfert possible des uns aux autres. Le détenteur d'un contrat classique devrait donc en demander le remboursement pour souscrire un nouveau contrat diversifié s'il veut transférer son épargne sur un produit plus rémunérateur mais qui continue à présenter l'avantage d'une gestion de long

terme, ce qui n'est pas le cas de bien des unités de compte à support OPCVM. En effet, ce qui distingue l'assurance vie de la gestion collective classique c'est que, par l'effet de la mutualisation dans le temps et pas uniquement dans l'espace, le gestionnaire peut, s'il n'est pas soumis à des contraintes réglementaires contradictoires, avoir une vraie vision de long terme de ses investissements et en faire profiter l'assuré. Alors que le gestionnaire de sicav ou de fonds commun est, pour sa part, contraint par une demande de liquidité instantanée liée à la possibilité de rachat à tout moment et par la course à la performance et la référence à un benchmark, mesure court-termiste s'il en est. Voilà, s'il en était besoin, la justification de l'existence des fonds en euros, diversifiés ou non !

Il s'agit donc de permettre l'intégration de supports « diversifiés » dans les contrats multisupports actuels. Ces supports devraient bien sûr être cantonnés avec des règles de gestion et d'affectation des bénéficiaires équitables entre les différentes générations d'assurés.

Que réclame en effet l'épargnant ? Des placements sûrs et rémunérateurs, et l'on voit bien que les contrats ciblés vers les actions comme les DSK et NSK ont été un échec commercial, malgré les avantages fiscaux qu'ils faisaient miroiter ; ce qui prouve que nos compatriotes savent que la fiscalité n'est qu'un élément du choix parmi d'autres et qu'il faut toujours savoir en revenir aux fondamentaux des investissements.

Il faut donc garder à l'assurance vie ces trois lames du couteau suisse : la préparation de la retraite et la conversion en rente, rente à titre onéreux dont il faut revoir le traitement fiscal aujourd'hui fortement désavantageux, la faculté de gérer la transmission d'un patrimoine et, bien sûr, le traitement fiscal lié à son caractère d'épargne à long terme.

VIVE LE « DIVERSIFIÉ »

Renaud Dumora

Directeur général adjoint, BNP Paribas Cardif (1)

Tout le monde réclame à cor et à cri un environnement favorable à l'épargne financière de long terme. Il faut la protéger et la stimuler tant elle nous est précieuse pour la relance de l'économie, le financement de nouvelles infrastructures et la mutation industrielle. Cette épargne de long terme doit être une source de financement stable. Sa composante majeure est évidemment l'assurance vie et ses 1 360 milliards d'euros d'encours, dont 85 % sont investis dans les fonds en euros des compagnies.

L'assurance vie, une offre d'épargne indispensable

Le premier pilier du système de retraite voit se poursuivre inexorablement la dégradation des taux de remplacement. Les taux de remplacement de notre système par répartition (premier pilier : régimes de base et régimes complémentaires) se détériorent mécaniquement, sous les effets de la démographie, des tendances économiques et de l'évolution des profils de carrière. Les rapports successifs du Conseil d'orientation des retraites (COR) prévoient avec obstination des réductions du taux de remplacement (base 100 en 2008) comprises entre - 7 % et - 15 % pour les générations partant en retraite en 2030... à la double condition difficile d'une hausse sensible des cotisations (entre + 4 et + 6 points) et d'un report de l'âge de départ à la retraite d'un an complémentaire (2). Si l'équilibre du système ne reposait que sur la baisse des pensions

servies, elle serait alors de - 30 %, une baisse insupportable. Au-delà de cette tendance de fond, les taux de remplacement nets sont hétérogènes et restent fortement dépendants de la carrière avec des écarts de 30 points selon le salaire moyen, la pente et la convexité du profil de salaire. Il est plus que jamais nécessaire d'agir.

Pourtant, les deuxième et troisième piliers du système de retraite contribuent faiblement aux prestations de retraite. L'offre de retraite supplémentaire se résume *de facto* à une relativement maigre épargne collective et à un ensemble de régimes spéciaux ouverts à certaines catégories de salariés ou d'indépendants. Elle est hétérogène selon les catégories de salariés et d'indépendants. Le deuxième pilier, c'est-à-dire les contrats dits « article 83 », « article 39 » et « article 82 », en référence au Code général des impôts, et le Perco ne génèrent qu'une faible part des cotisations à la retraite (5,3 % en 2008 (3)) et des prestations (2,5 % en 2008). Ils représentaient un encours relativement faible avec 98 milliards d'euros à la fin 2010. Le

troisième pilier recouvre les produits individuels, comme le Perp, et des produits destinés à des catégories spéciales, comme les dispositifs « Madelin » et « exploitants agricoles » pour les indépendants, les produits Avocapi, Fonlib et Capimed pour les professions libérales et les avocats, la Prefon, etc. L'encours de ces produits s'élevait à 60 milliards d'euros à la fin 2010.

L'assurance vie, une gamme de produits efficaces

L'assurance vie offre en France une panoplie de produits d'épargne efficaces complémentaires aux trois piliers. Les trois piliers ne combleront largement pas en France les besoins d'épargne retraite. Nous ne devons pas rêver au « grand soir » de la retraite ; n'attendons plus une grande réforme ou de nouveaux mécanismes de capitalisation. Voyons les choses d'un point de vue pragmatique : les outils pour répondre aux besoins existent déjà. Les clients de l'assurance vie l'ont bien compris, qui possédaient collectivement un encours de 1 360 milliards d'euros à la fin 2011. En France, la gamme offerte est large et complète, allant du fonds en euros aux unités de compte en passant par le contrat d'assurance vie diversifié (le « diversifié »). Les mécanismes éprouvés du multisupport fournissent un moyen efficace de panacher les différentes composantes et ainsi d'adapter les garanties aux besoins et aux envies de chacun.

■ Le fonds en euros

Le fonds en euros est un bon produit mais il est sous-tarifé, insuffisamment segmenté, et sa communication est inadaptée.

La recherche de performance, une garantie en capital à tout moment, des possibilités de rachats massifs : le fonds en euros n'est pas impunément un excellent produit pour les clients. La crise, les réflexions nées de Solvabilité II, la douloureuse mise

en place de la *Market Consistent Embedded Value* (MCEV), la longue et fastidieuse gestation de la phase 2 d'IFRS 4 ont eu pour conséquence bénéfique de faire prendre conscience à tous du coût du risque du fonds en euros. Les options cachées sont apparues au grand jour sous le nom d'« options et garanties ». Elles expliquent la sensibilité des assureurs à un scénario de taux bas durables (même s'ils sont, en France, moins touchés que dans beaucoup d'autres pays européens), à un scénario de hausse des taux brutale ou à un marché actions ou immobilier fortement et durablement dégradé. Ces options ont dorénavant un coût explicite qui conduit certaines compagnies à afficher une *New Business Value* (NBV) négative. Cette NBV devient négative même pour les assureurs les plus gros et les usines les plus efficaces. Le produit est bon, il est apprécié par les clients mais il est certainement mal tarifé. Si la tarification est à revoir, les nouveaux outils de mesure de la performance utilisés ne sont pas exempts de tout reproche : environnement « risque-neutre », paramètres de calcul excessivement volatils et procycliques... Quelle est alors la bonne mesure ?

Cette mesure, même contestable, des options et garanties a mis au centre du débat quantitatif le comportement des assurés, et notamment leur fidélité. Pourtant, au-delà des encours moyens par assuré, du nombre d'opérations et de la part des unités de compte détenues par le client, le prix du produit est faiblement différencié en fonction de ces comportements. Est-il normal de traiter celui qui n'épargne que quelques années, le « mauvais frère » qui joue contre la mutualité, et celui qui se constitue une réelle épargne de très long terme ? Très souvent, les seules segmentations de comportement sont induites par les encours moyens et l'appartenance à tel ou tel réseau de distribution.

La communication centrée sur le taux nominal de participation est inadaptée : la bataille annuelle des taux servis sur un an et sa couverture médiatique sont en décalage avec les besoins des clients et les risques des assureurs. Elle donne l'illusion que le fonds en euros et les produits de court terme de type livret

jouent le même match dans la même ligue. Or, les performances sur le long terme, la richesse du fonds, sa capacité à traverser une longue période de taux bas, sa sensibilité au marché actions sont absentes des comparaisons qui fleurissent en début d'année. Se focaliser sur le taux servi de l'année, à l'instar des livrets d'épargne liquide, ne permet pas de qualifier le fonds et sa capacité à répondre à la promesse faite au souscripteur. C'est cette discipline de communication qui conduira à faire évoluer les conditions de rémunération vers le juste prix. La tarification du fonds en euros doit donc être revue. L'appétit au risque des compagnies les entraîne de plus en plus à privilégier les risques de souscription au détriment du risque de marché, beaucoup plus volatil. Elles exigeront donc une rentabilité accrue des produits à fort risque de marché, comme c'est le cas pour le fonds en euros. Cette exigence mènera certainement à des services mieux tarifés, à des segmentations plus fines, à des taux servis plus adaptés au risque porté par les assureurs.

■ Les contrats diversifiés

L'épargne longue ne peut être monolithique : chaque situation individuelle, chaque intensité d'aversion au risque, chaque profil de vie, chaque habitude de consommation génèrent des attentes différentes en termes de cotisation, de nature de prestation (rente ou capital), de performance financière, de liquidité immédiate ou différée et de protection de l'épargne contre les risques de marché.

En premier lieu, l'assurance vie dans son ensemble permet une réelle liberté dans le rythme des cotisations et dans le choix des prestations, confirmant dans ce domaine son rôle complémentaire aux trois piliers. En deuxième lieu, les trois promesses les plus importantes faites aux clients sont bien la performance espérée de leur épargne, la protection de leur capital, la liquidité qui leur est offerte pendant la période d'accumulation. Si le fonds en euros apporte une protection très forte de l'épargne collectée, sa liquidité réduit la performance offerte aux assurés. À l'autre bout du spectre, les unités de compte offrent un grand choix de supports financiers, permettant des

investissements plus agressifs mais sans garantie en capital. Il existe dorénavant en France un excellent compromis entre ces deux offres : le diversifié. En limitant au terme du contrat la garantie en capital, et grâce à des mécanismes comptables et de gestion spécifiques, il permet aux assureurs d'optimiser les investissements sur un plus long terme et d'offrir de meilleures performances.

Au regard de ces promesses, les trois produits sont parfaitement complémentaires :

	Performance espérée	Protection de l'épargne	Liquidité en phase d'accumulation
Fonds en euros		+	+
Unités de compte	+		+
Diversifié	+	+	

Une étape supplémentaire vers une offre complète et cohérente des garanties sera alors d'intégrer le diversifié dans le multisupport. L'éducation financière croissante de nos clients et leur exigence accrue d'être en position de choisir nous conduisent naturellement à une telle évolution. Cette ouverture doit toutefois s'accompagner de garde-fous techniques importants, comme l'encadrement des arbitrages du fonds en euros vers le diversifié, afin d'éviter de nouveaux comportements négatifs pour la mutualité des assurés et le risque de la compagnie.

Une boîte à outils unique en Europe

Le fonds en euros, par sa simplicité et sa sécurité, apparaît comme le *primus inter pares* de notre multisupport enrichi. Le fonds en euros est et restera la colonne vertébrale du multisupport. Il soutient déjà la diversification vers une offre en unités de compte plus volatile, en limitant sur son périmètre les risques pris par l'assuré tout en lui permettant d'avoir accès à une

gestion mutualisée performante. Nous disposons heureusement en France d'une boîte à outils bien adaptée aux engagements et aux risques que prennent les assureurs.

Nous disposons d'outils de gestion actif-passif mûrs. La gestion actif-passif « comportementale » est un des savoir-faire spécifiques de l'assurance française. Le fonds en euros génère de multiples liens de dépendance entre les évolutions respectives de l'actif et du passif. La participation aux bénéfices discrétionnaire, la facilité des rachats et leur sensibilité aux conditions de marché, la capacité des assureurs à diversifier leur gestion financière, la taille des encours d'assurance vie ont donc conduit les actuaires à fortement investir dans les modèles stochastiques. Ceux-ci s'efforcent de simuler les comportements des assurés – versements libres dynamiques, rachats partiels, rachats totaux, arbitrages – et ceux des managers – stratégie d'investissement, détermination de la participation aux bénéfices, provisionnement.

Cette nouvelle ingénierie s'est heureusement accompagnée d'une prise de conscience des limites de ces mêmes modèles. L'illusion de la précision, l'hétérogénéité des modélisations ⁽⁴⁾ et la difficulté à analyser et expliquer simplement les résultats ont fait évoluer leur utilisation. Les compagnies ont appris à gérer l'arbitrage entre fidélité de la simulation et robustesse du modèle. Les décideurs en acceptent le caractère normatif car ils utilisent, à l'instar des banques, des panoplies de *stress tests* complémentaires au modèle. Ceux-ci permettent aux dirigeants de nourrir leurs processus de décision, non seulement de résultats moyens et à certains quantiles de risque mais également de scénarios déterministes précis et particulièrement craints. Le modèle est devenu plus complexe mais il a été remis à sa place de simple outil d'aide à la décision. Le développement de cette compétence s'est accéléré dans la traversée des crises de marché successives depuis 2008. Cette période a montré que, bien que sensible à l'environnement financier, l'assurance vie française était résiliente.

La réglementation française est relativement

adaptée à notre assurance vie. Dans le mécanisme français ingénieux du fonds en euros fondé sur le principe comptable du coût amorti, la provision pour participation des assurés aux excédents et la réserve de capitalisation permettent à la fois de gommer tout ou partie de la volatilité des marchés financiers, d'organiser la mutualité entre générations d'assurés et d'investir sur le véritable horizon des passifs. Le cadre comptable (French GAAP) propose un dispositif adapté, parce que relativement contracyclique, aux spécificités de ces produits. Les mécanismes de la réserve de capitalisation, les méthodes de comptabilisation des actifs financiers classifiés dans les articles R. 332-19 et R. 332-20 du Code des assurances, les capacités d'étalement de la provision pour risque d'exigibilité, le mécanisme de la provision pour participation aux excédents sont de bons outils pour faciliter la gestion prudente de nos fonds généraux. Ils soutiennent la capacité de l'assureur à mutualiser les résultats entre générations, à gommer les effets artificiels d'une crise sur les actions, sur les *spreads*. Ils facilitent la diversification des investissements entre actions, immobilier, produits à taux fixe, produits à taux variable, crédits. Selon l'appétit au risque et la diversification géographique et de produits des opérateurs, les assureurs peuvent investir entre 5 % et 15 % de leurs fonds en euros en actions.

Mais nous restons sous la menace des évolutions réglementaires internationales. Maintenons notre vigilance. Puisqu'il répond à un vrai besoin, puisque les assureurs savent gérer cette épargne de long terme et le risque comportemental, ce n'est pas le produit qui doit s'adapter aux évolutions des normes comptables et prudentielles. Que ce soit la future norme IFRS 4 phase 2 ou la calibration finale de Solvabilité II, elles doivent permettre aux assurés français d'avoir accès à un multisupport si possible composé d'une part de fonds en euros, d'unités de compte et de diversifié. Elles doivent faciliter le financement de l'économie par l'assurance. Elles doivent autoriser les assureurs à gérer par eux-mêmes leurs risques et à faire évoluer la tarification des options offertes aux assurés. Elles ne doivent pas conduire à une distorsion de la gestion actif-passif des assureurs, parce que certains paramètres

(le *matching adjustment* de Solvabilité II par exemple) seraient inadaptés à la nature et à l'économie des engagements. Si nous considérons que l'allocation optimale (pour nos actionnaires comme pour nos assurés) de nos investissements comporte 10 % d'actions, que cette conviction est étayée par des analyses à tous les niveaux de quantile de risque, pourquoi envisager une calibration de Solvabilité II qui la réduirait à 5 % ?

Défendons le multisupport élargi

En conclusion, ce n'est pas une provocation que d'affirmer que le fonds en euros français, fondement de nos contrats multisupports, n'est pas voué à disparaître. Les assureurs doivent faire des efforts pour mieux communiquer sur la promesse qu'il représente, pour adapter la tarification aux comportements véritables des assurés dans une vision « *through the cycle* ». Ce n'est pas une provocation que d'aller plus loin et de proposer d'exporter la provision pour participation aux excédents (PPE) de nos assurés et ses règles d'utilisation vers l'Italie ou le

Luxembourg, où des produits similaires au fonds en euros existent dans un cadre comptable moins adapté. Ce n'est pas une provocation que d'appeler à rapidement élargir l'offre multisupport, une technologie française éprouvée, au diversifié.

Et ce n'est pas une provocation que d'appeler à poursuivre la lutte pour l'amélioration de normes internationales déconnectées de la réalité financière et actuarielle d'une gamme de produits d'assurance vie adaptée à nos besoins individuels et collectifs.

Notes

1. *Filiale assurance vie et dommages de BNP Paribas.*
2. *Cf. les troisième et huitième rapports du COR, janvier 2007 et avril 2010.*
3. *Source : Drees, « La retraite supplémentaire facultative en France : panorama statistique », document de travail, série Études et recherches, n° 99, mai 2010.*
4. *Cf. les travaux de la chaire « Management de la modélisation » de l'ISFA – Lyon I.*

LE VIAGER : UNE ÉPARGNE POUR « VIEUX PAUVRES » ?

André Masson

CNRS, EHESS, chaire TDTE (1)

L'assurance vie et l'immobilier sont les deux placements à long terme favorisés des Français, notamment pour préparer leur retraite et, plus généralement, garantir leurs conditions de vie futures en tant que seniors. Les difficultés récentes de l'assurance vie, dont la décollecte a commencé, remettent en cause la composition de ce portefeuille de placements. Or, l'immobilier n'est pas un actif liquide et les contrats viagers sont rejetés par la majorité des épargnants, d'une part parce qu'ils sont porteurs d'une « double peine », psychologiquement insupportable, en cas de mort prématurée ; et aussi parce qu'ils sont considérés comme injustes envers leurs héritiers. Le viager intermédié (ou mutualisé) partiel est un produit d'épargne nouveau, que nous proposons afin de rendre liquide la propriété immobilière tout en atténuant le poids de cette double peine et en préservant les droits des héritiers. L'innovation en termes de produits a cependant ses limites. Pour que le marché du viager se développe et que l'offre professionnelle, aujourd'hui réticente, suive, une intervention multiforme de l'État s'avère indispensable, notamment sur le plan juridique.

Les « Trente Glorieuses » qu'a connues l'assurance vie française, depuis les années 1975-1980 jusqu'à au moins l'été 2008, sont sans doute terminées. Le stock des encours continue certes à augmenter pour approcher les 1 400 milliards d'euros, mais il n'en va pas de même du solde mensuel des versements et des retraits : phénomène quasi inconnu jusqu'alors, la « décollecte » se poursuit de manière presque continue depuis l'été 2011. La hausse continue de l'assurance vie, dont la part dans l'épargne financière est passée de 3 % en 1980 à 34 % en 2002 et 42 % en 2011, serait imputable, notamment du côté de l'offre, à des réformes techniques (fusion des contrats en cas de vie et en cas de décès dans un nouveau contrat d'assurance

vie, de plus en plus souvent libellé en unités de compte), mais aussi à la baisse des taux d'intérêt et à une durée moyenne de rachat supérieure à dix ans [Ménéroud, 2012].

Le retournement récent aurait de multiples causes, aussi bien structurelles, telle l'arrivée à la retraite de nombreux clients à la recherche d'un complément de ressources, que conjoncturelles ou liées du moins plus directement à la crise : hausse de l'autofinancement immobilier due à la raréfaction du crédit ; nouvelles normes prudentielles et concurrence accrue d'autres produits financiers (la bancassurance réalise plus de 60 % de la collecte en assurance vie) ; incertitude sur la fiscalité de l'assurance vie, etc.

Par ailleurs, la crise aurait conduit les ménages à « découvrir » le risque porté par les contrats en unités de compte. Elle aurait aussi rendu les comportements patrimoniaux plus précautionneux, entraînant un repli sur les produits d'épargne sécurisés (2), qui aurait encore été favorisé par le relèvement des plafonds du Livret A ou du Livret de développement durable.

Si ce constat d'un contexte beaucoup moins favorable à l'assurance vie apparaît largement partagé parmi les professionnels comme parmi les décideurs publics, les remèdes proposés diffèrent en revanche considérablement.

Pour Gérard Ménéroud [2012], par exemple, le déclin de l'assurance vie comme « couteau suisse » de l'épargne (servant aussi bien à la précaution de long terme qu'à la retraite, à la couverture de la dépendance ou à la transmission) est inexorable ; il serait vain de vouloir l'enrayer à tout prix en continuant à privilégier l'innovation financière et la gestion des risques et rendements d'actifs – deux secteurs qui ont pris une importance croissante pendant la période des « Trente Glorieuses » (1978-2008). L'auteur propose de revenir sur le cœur de métier des assureurs vie, à savoir pour lui la prévoyance, i.e. la protection sociale complémentaire contre les aléas ou les accidents de la vie supportés par les individus et les familles (maladie, maternité, accidents du travail, invalidité ou incapacité, frais d'hospitalisation, décès prématuré, dépendance, etc.). Cette offre accrue de soins et de services aux personnes et aux familles supposerait de reconquérir un savoir et une expertise techniques un peu perdus en matière de tables de mortalité ou de gestion des sinistres, et de retrouver une compétence actuarielle et juridique aujourd'hui délaissée. Pour Gérard Ménéroud, des marges de rentabilité existent dans ces domaines face à l'« universalité » des régimes publics obligatoires, souvent dispendieux, à condition de procéder à une mutualisation des risques au sein de groupes suffisamment homogènes, fussent-ils à forte sinistralité.

Stéphane Dedeyan (3) estime pour sa part qu'il faut mettre toute son énergie à préserver la fonction

d'épargne longue de l'assurance vie, si nécessaire à la relance de l'économie, en proposant notamment de nouveaux fonds euros dynamiques, plus rentables mais plus volatils, ou en créant de nouveaux supports dans les contrats pour réorienter les encours actuels vers un horizon de plus long terme (4). L'auteur voudrait encore encourager les contrats collectifs d'entreprise qui garantiraient un « vrai complément de retraite » et, de manière générale, rendre la sortie en rente des contrats d'assurance plus attractive en allégeant la fiscalité sur les rentes, notamment avant 70 ans. Au-delà de leurs divergences sur les priorités souhaitables de l'assurance vie dans les années à venir, les deux assureurs cités partagent sans surprise la même préoccupation : en matière d'assurance vie, l'État prélève trop par l'impôt et régule trop.

Ce n'est pas exactement le point de vue de la puissance publique qu'illustre le récent rapport de la Cour des comptes [2012] sur la fiscalité de l'assurance vie. Même s'il reconnaît la diversité des motifs de détention des ménages, ce rapport entend favoriser (sur le plan fiscal) une détention plus longue de produits d'assurance qui serviraient en priorité à l'épargne pour la retraite. Ciblé sur les intérêts bien compris de l'épargnant, cet objectif de la politique de l'épargne en assurance vie serait premier par rapport à tous les autres, y compris le financement de l'économie. Il supposerait d'encourager la constitution précoce d'une telle épargne financière de long terme (pour bénéficier des rendements plus élevés des actifs risqués) et d'inciter à la sortie en rente grâce à une fiscalité moins pénalisante sur les rentes viagères. Le rapport s'interroge par ailleurs sur la cohérence de la fiscalité actuelle de l'assurance vie, sur le plan notamment de l'équité : les incitations seraient « imperceptibles » pour les épargnants modestes, alors que la « fiscalité successorale avantageuse lors des transmissions en ligne indirecte ou pour les patrimoines importants apparaît sans lien direct avec l'objectif premier d'une détention plus longue de l'épargne assurance ».

Le texte qui suit entend étudier une autre perspective pour l'assurance vie : le développement de

produits viagers « immédiats », gagés sur la propriété du logement qui serait rendu liquide au cours de la retraite pour différents usages – complément de retraite, couverture du risque de dépendance, ou encore transmission du patrimoine du temps de son vivant –, mais avec l'avantage de conserver la jouissance du logement jusqu'à son décès (ou son départ éventuel en institution).

L'option proposée s'appuie sur deux constats. Le premier s'attache aux enseignements de la théorie économique et des études empiriques traitant de la rationalité des épargnants, examinés dans les deux premières parties de cet article : ces enseignements donnent à penser que les mesures qui visent à encourager une épargne de plus long terme, à favoriser la rente viagère différée par une fiscalité allégée, ou encore à promouvoir une épargne dédiée spécifiquement à la retraite, pourraient ne pas rencontrer le succès espéré par leurs promoteurs. En outre, il apparaît difficile de proposer, dans la conjoncture actuelle, des produits d'épargne de long terme plus risqués, quand bien même ils bénéficieraient d'espérances de rendement plus élevées (5). Le second constat concerne la situation particulière de l'épargne dans notre pays (6). Le taux d'épargne y est relativement élevé. En revanche, la composition de l'épargne serait inadéquate, avec une composante immobilière prédominante et une épargne financière à la fois trop modeste et trop peu investie dans les placements risqués, comme le montrent les taux limités de détention directe ou indirecte des actions par exemple. Par ailleurs, la France pâtit depuis une trentaine d'années d'une concentration croissante des richesses aux mains des plus âgés, qui sont pourtant protégés par un système social jugé plutôt généreux à l'échelle internationale. Depuis 1980, le patrimoine des aînés comme le flux annuel des transmissions patrimoniales ont augmenté ainsi beaucoup plus vite que la croissance économique ; et le taux des propriétaires de leur logement dépasse aujourd'hui les 70 % chez les 50-70 ans, alors qu'il a plutôt reculé pour les moins de 40 ans sur les trente dernières années (7).

Compte tenu des incertitudes relatives à l'avenir

de notre État providence, confronté au vieillissement démographique et à une croissance ralentie, la situation française apparaît donc éminemment favorable au développement de produits viagers gagés sur le logement (viager *stricto sensu* et prêt viager hypothécaire) : ces derniers répondraient aux attentes des épargnants seniors qui souhaitent rester chez eux jusqu'à la fin de leur vie mais bénéficier en même temps d'un complément de ressources sous forme de capital et/ou de rente – tout en leur permettant, éventuellement, d'accélérer la transmission du patrimoine aux générations suivantes. La troisième partie du texte compare les avantages et inconvénients de différentes formes de ces produits viagers – du point de vue du vendeur mais aussi de celui de l'acheteur du viager ; elle en vient ainsi à proposer l'introduction d'un nouveau produit financier, le viager intermédiaire partiel ou VIP.

Alors qu'ils pourraient s'avérer utiles pour nombre de personnes ou de couples âgés, ces produits viagers gagés sur le logement sont cependant encore moins diffusés aujourd'hui que la rente viagère différée. La dernière partie de l'article suggère que le développement du marché de ces placements suppose au préalable une implication forte de l'État ; mais il ne s'agirait ni de libéraliser le marché viager, ni de le réglementer davantage, mais bien de le structurer grâce à une série d'interventions publiques qui créeraient les conditions favorables à son essor.

La faible diffusion des produits viagers : la rationalité pratique des épargnants

Pour être clair, distinguons en simplifiant trois grands types de produits viagers :

- La rente viagère différée (type Perp). C'est un produit d'assurance vie, une forme d'épargne pour la retraite fiscalement avantageée. Les primes versées pendant l'activité donnent droit à une

rente (nominale) reçue pendant la retraite suivant le principe de la tontine : ceux qui décèdent tôt subventionnent ceux qui restent en vie (*mortality credit*).

- Le prêt viager hypothécaire. Il correspond au *reverse mortgage* anglo-saxon et ne bénéficie pas de ce principe de mutualisation : c'est un prêt gagé sur le logement contracté par un ménage propriétaire déjà âgé, qui reste chez lui et propriétaire (il n'y a pas aliénation du bien), et qui reçoit un capital et éventuellement des rentes jusqu'à son décès. Ce capital et ces rentes sont capitalisés et remboursés à sa mort à la banque lors de la vente du logement (ou de son rachat par les enfants).

- Le viager assuranciel. Il consiste en la vente du logement contre un « bouquet » (capital) et des rentes viagères indexées, versées jusqu'à la mort du vendeur et bénéficiant comme tout produit d'assurance vie de la mutualisation des risques de mortalité (*mortality credit*). Toutefois, le vendeur ne conserve que l'usufruit, perdant la nue-propriété : à sa mort, le bien revient à l'acheteur du viager.

Les deux derniers produits, gagés sur la propriété du logement, sont normalement acquis après la retraite et procurent un capital et/ou une rente immédiats.

Le modèle de cycle de vie « standard », fondé sur un comportement temporellement cohérent dans un environnement probabilisé et donc pas trop incertain, ne parvient pas à rendre compte de la faible diffusion, quasi universelle, de ces placements dont le taux de détention prédit serait proche de 100 %. Les explications avancées, qui concernent aussi bien les imperfections des marchés (caractère illiquide et nominal de la rente, antisélection et autres asymétries d'information), le rôle de l'État (concurrence des retraites publiques en répartition) que les relations familiales entre générations (motifs de transmission altruistes ou non) peuvent certes rendre compte d'une demande limitée mais pas de la non détention pour une grande majorité d'épargnants⁽⁸⁾. Les modèles de rationalité limitée élaborés par l'approche comporte-

mentale ou psycho-économique fournissent des explications trop *ad hoc* et doivent multiplier les « biais », « anomalies » ou erreurs systématiques dont pâtiraient les comportements d'épargne pour essayer de rendre compte de la diffusion restreinte de la rente viagère, au risque de faire passer les épargnants pour des êtres complètement stupides ou incompetents : ces derniers devraient être éduqués financièrement, voire manipulés pour leur bien grâce à des « coups de pouce » appropriés (*nudging*)⁽⁹⁾.

■ La rationalité pratique des épargnants explique le peu d'attrait pour la rente différée

Nous avons montré que les comportements patrimoniaux en général, et la désaffection pour la rente viagère en particulier, s'expliquaient déjà de manière plus convaincante par ce que l'on peut appeler la rationalité « pratique » des épargnants, moins limitée que celle de l'approche comportementale, qui combine cinq éléments plus ou moins atypiques⁽¹⁰⁾ :

- L'impatience à court terme, qui traduit l'incohérence temporelle des choix des épargnants, tentés de trop consommer dans l'instant en ne suivant pas les règles d'épargne qu'ils se sont pourtant données à eux-mêmes, que ce soit par manque de volonté ou de contrôle de soi (déficit volitif), ou bien par manque de prévoyance ou incapacité à planifier à long terme (déficit cognitif). Cette « myopie » expliquerait le peu d'attraction exercée par la rente viagère différée. Elle justifierait aussi le succès de l'épargne contractuelle auprès d'agents conscients de ce défaut et du coup soucieux de s'autodiscipliner en bloquant leurs avoirs ou en se forçant à des versements réguliers sur une durée déterminée, même lorsque ces contraintes n'entraînent aucun gain de rendement.

- La préférence pour la flexibilité, qui, dans un environnement incertain, conduit à l'inverse à adopter des stratégies sous-optimales mais réversibles, gardant suffisamment ouvert l'éventail des possibles et permettant de se retourner en cas de besoin imprévu.

Cette préférence expliquerait que le succès de l'épargne contractuelle ne porte que sur une durée limitée (huit à dix ans par exemple), les sujets évitant de se lier les mains à vie. Le peu d'attrait de la rente viagère pure, dont l'achat constitue une opération en partie irréversible, se justifierait par le risque de se retrouver contraint par la liquidité en cas de coup dur.

- L'aversion à la perte, qui vient de ce que les individus se déterminent en fonction d'un niveau de référence – telle la richesse actuelle – par rapport auquel ils évaluent différemment les gains et les pertes. Cette attitude les inciterait à amplifier le risque d'investissement à fonds perdus et donc à moins placer leur argent dans des actifs pour lesquels ce risque est important, tels les contrats d'assurance vie avec sortie en rente en cas de mort prématurée.

- Le découpage du cycle de vie et de l'horizon temporel de la rationalité en phases successives séparées par des nœuds événementiels ou décisionnels que sont les événements-clefs de l'existence subis (maladie, veuvage...) ou choisis (mariage, enfants...). L'individu n'est pas une conscience absolue, un calculateur froid et objectif qui peut s'extraire de sa propre vie. Il se détermine au présent en fonction des projets (patrimoniaux) qui donnent aujourd'hui sens et substance à son existence. Cette rationalité par étapes, qui entend intégrer le propre de la subjectivité humaine, se traduit par une préférence temporelle discontinue aux nœuds événementiels ou décisionnels indiqués, qui apparaissent comme de « petites morts » (voir l'expression vieillie « enterrer sa vie de garçon ») suivies de « petites renaissances »⁽¹¹⁾. Ce morcellement de l'horizon décisionnel a une conséquence claire : les projets immobiliers, familiaux et professionnels qui mobilisent avant la retraite les ressources d'un épargnant souvent contraint par la liquidité ne vont laisser à ce dernier qu'une latitude limitée pour sécuriser à l'avance les besoins de ses vieux jours. La rente viagère différée n'aura de ce fait que peu de succès.

- Enfin, un altruisme tempéré, dont les parents feraient preuve vis-à-vis de leur descendance, préférant, même dans le cas d'une transmission anticipée,

« décider sans décider » et reprendre d'une main ce qu'ils accordent de l'autre⁽¹²⁾. Cet altruisme tempéré, qui chercherait surtout à préserver la paix au sein de la famille, conduirait les parents à refuser l'achat d'une rente viagère immédiate ou la vente en viager de leur logement : quand bien même elles contribueraient à assurer le financement régulier de la consommation des vieux jours sans avoir à dépendre du soutien difficile d'enfants en manque de liquidités, ces opérations risqueraient en effet d'être interprétées comme la volonté de spolier les enfants de tout héritage, le refus délibéré de leur laisser quelque chose...

Au total, ces éléments de rationalité pratique permettent de mieux comprendre l'engouement des épargnants français pour des placements financiers qui possèdent l'une et/ou l'autre des deux caractéristiques suivantes :

- une épargne contractuelle fiscalement avantageée et détenue sur une durée suffisamment longue mais néanmoins limitée, afin de s'autodiscipliner en se forçant à épargner (impatience) tout en évitant de s'engager à vie (préférence pour la flexibilité) ;

- des produits (sous-optimaux) d'épargne longue à fonctions multiples – comme les produits d'épargne assurance –, qui peuvent servir à la fois pour la précaution à long terme, la retraite et la transmission.

A contrario, la rationalité pratique prédit une désaffection relative des ménages, notamment jeunes, pour la rente viagère différée qui serait perçue comme un investissement :

- à rapport trop lointain (impatience) ;
- irréversible, à l'image de l'effet tunnel du Perp (préférence pour la flexibilité) ;
- éventuellement à fonds perdus (aversion à la perte) ;
- dédié trop unilatéralement à la retraite (horizon décisionnel morcelé) ;
- à caractère antifamilial (altruisme tempéré).

On peut ajouter à cette série de facteurs explicatifs, relativement universels, le fait prégnant mais difficile à modéliser que toute rente implique l'aliénation du patrimoine ou du capital sur lequel elle porte.

Si l'on en croit la rationalité pratique des épargnants, les politiques incitatives visant à une épargne assurance plus longue, dédiée spécifiquement à la retraite et à sortie en rente, telles qu'elles sont notamment recommandées par le rapport de la Cour des comptes, risquent donc d'être peu opératoires⁽¹³⁾. En revanche, le développement de contrats de prévoyance qui permettraient de couvrir les aléas ou accidents de la vie [Ménéroud, 2012] pourrait être plus approprié, parce qu'il donnerait plus de sûreté aux ménages dans la conduite de leurs projets professionnels, familiaux et patrimoniaux.

■ L'énigme de la faible diffusion des produits viagers « immédiats », gagés sur le logement

À elle seule, la rationalité pratique (augmentée du refus d'aliénation de la propriété) ne peut cependant rendre compte de la diffusion confidentielle des produits viagers immédiats, contractés durant la retraite, alors que près des trois quarts des seniors sont propriétaires de leur logement. Pour expliquer la faible demande de viager, elle ne retient plus finalement que trois facteurs, dont l'impact apparaît toutefois sensiblement plus important que dans le cas de la rente différée :

– le fait d'amplifier le risque d'investir à fonds perdus en cas de mort précoce : si je meurs dans les deux ans qui suivent la vente, je perds beaucoup, surtout si le bouquet est faible et la rente importante ;

– le rapport à la famille : beaucoup plus que dans le cas d'une rente différée comme le Perp, la vente en viager du logement au cours de la retraite risque d'être perçue par les enfants comme une consommation du patrimoine qui leur était « destiné », de faire apparaître les parents, pour utiliser le jargon des sociologues anglo-saxons, comme des *SKIs* – pour *Spend your Kids Inheritance* ;

– l'aliénation du bien immobilier dont le vendeur ne conserve que l'usufruit.

L'examen critique de ces trois facteurs conduit à faire deux remarques sur la difficulté d'expliquer le rejet des produits viagers immédiats par la rationalité pratique.

Tout d'abord, les premier et troisième facteurs sont assez peu opérants dans le cas du prêt viager hypothécaire, surtout si la rente est importante : la dette à rembourser à la banque sera faible en cas de mort précoce (l'épargnant pourra juste regretter de ne pas avoir consommé davantage) ; et, surtout, l'emprunteur reste propriétaire de son bien immobilier. Seul le caractère antifamilial du prêt apparaît patent : les enfants ne percevront de leurs espérances d'héritage que le solde inconnu que la banque voudra bien leur laisser. On comprend que les économistes libéraux anglo-saxons, qui ont tendance à minimiser l'importance des relations familiales, aient pu vanter l'intérêt d'un tel produit [Gotman, 2010]. Ils oublient que la famille et ses transmissions pourraient devenir une valeur refuge et d'investissement croissante face aux aléas et avatars des marchés financiers globalisés et au désengagement redouté de l'État providence, alors que la filière scolaire ne paie plus, que l'ascenseur social s'est grippé et que les enfants risquent d'avoir plus de difficultés que leurs parents à tracer leur chemin. De fait, le produit a mauvaise presse et constitue souvent un actif inavouable, les acquéreurs de ces prêts étant en majorité des gens surendettés, pris à la gorge, et qui ont honte d'en parler avec leurs enfants. Par ailleurs, les causes de la faible diffusion du prêt viager sont aussi à rechercher du côté de l'offre des professionnels : les coûts d'entrée sont notoirement élevés, le rapport limité au vu de taux d'emprunt élevés (8 % au Crédit foncier). C'est que les banques s'inquiètent des conditions dans lesquelles, au décès de l'intéressé, elles pourront récupérer les sommes versées, que ce soit par la vente du bien immobilier ou par son rachat éventuel par les enfants [Masson, 2009].

La seconde remarque concerne, dans le cas du viager, le fait d'amplifier le risque de perte importante en cas de mort précoce (premier facteur). Les assureurs s'élèvent souvent contre une telle attitude qu'ils

taxeront d'irrationnelle. L'application des probabilités mathématiques de survie montre que ce risque est statistiquement limité et qu'un calcul objectif arbitrant entre le risque et le rendement espéré rend le viager avantageux pour tout individu à aversion au risque raisonnable. Invoquer une aversion à la perte du type de Kahneman-Tversky ne changerait pas vraiment la donne, sauf à considérer des cas extrêmes. Une digression s'avère ici nécessaire pour déterminer ce que signifie une attitude « rationnelle » de l'épargnant, en tant qu'être humain, par rapport à sa propre fin.

L'attitude face à la mort de l'épargnant

Les rapports de l'épargnant à sa mort ne sont pas, en effet, simplement régis par un critère d'utilité espérée appliquée aux probabilités mathématiques de survie. Ce dernier ne peut en général adopter un tel point de vue objectif, extérieur et impartial sur son existence : la subjectivité humaine fait que la vie de l'épargnant ne se réduit pas ainsi à un exercice de calcul. Aussi son point de vue diffère-t-il fondamentalement de celui, collectif et objectif, adopté par l'assureur ou la puissance publique. C'est pourquoi il peut être parfaitement rationnel pour l'épargnant d'amplifier le risque, fût-il minime, de mort prématurée et de perte afférente. Le débat sur l'inoculation de la petite vérole permet d'illustrer les enjeux d'une telle attitude et de comprendre comment elle peut se justifier (14).

■ La question de l'inoculation de la petite vérole

Reprenons les intuitions de d'Alembert dans sa querelle des années 1760 avec Bernoulli sur l'opportunité de l'inoculation de la variole, ancêtre de la vaccination. L'inoculation comportait un risque de mort à court terme limité mais non négligeable, typiquement « de 1 sur 200 » ; en contrepartie, elle écartait le risque, beaucoup plus élevé mais éloigné,

de périr ultérieurement de la maladie. Pour Bernoulli, qui adopte le point de vue impartial et objectif de la puissance publique (ou aussi bien celui de l'assureur « bienveillant »), la pratique devait être généralisée : son calcul probabiliste, appliqué à une fonction sociale de bien-être logarithmique et mené sur les tables de mortalité observées, montre que celle-ci sauve des milliers de vie, notamment utiles pour la production. Mais d'Alembert, qui se place du côté de l'individu, ou du père qui ferait inoculer ses enfants, exprime des doutes, proposant d'encourager le développement de cette pratique mais de ne pas l'imposer, pour au moins trois séries de raisons qui nous intéressent ici :

– la première, aujourd'hui classique, vient de l'actualisation temporelle engendrée par la préférence pour le présent : le gain lointain, en termes d'années supplémentaires de vie, est certes beaucoup plus important, mais il est déprécié par rapport au risque proche de décès ;

– la deuxième met en balance le gain de l'inoculation en termes d'espérance de vie avec l'augmentation du risque affectant la durée de vie, à travers la probabilité accrue d'une mort précoce : traduite en termes actuels, l'idée correspond à une utilité intertemporelle qui est une fonction concave des satisfactions apportées par les années de vie successives (les années de fin de vie comptent moins que celles du début) (15) ;

– la troisième série de raisons met en avant la nature irréversible, unique et incertaine de la mort aux yeux de chacun : autrement dit, dans les décisions qui engagent leur existence, les individus se contentent rarement d'envisager leur rapport à leur fin sous l'angle purement objectif des probabilités mathématiques de survie et du critère d'utilité espérée comme le fait le professionnel ou la collectivité publique (16). C'est que la mort comporte toujours pour le sujet une part d'inconnu et peut notamment faire l'objet de déni, de refoulement ou d'angoisse, tous éléments étudiés depuis la nuit des temps par la philosophie et que l'on peut difficilement qualifier d'emblée d'« irrationnels » – même si l'économie comportementale a tendance à n'y voir que des émotions

intempestives dont tout bon *homo œconomicus* devrait pouvoir s'affranchir...

Cette troisième série de raisons nous intéresse le plus ici, parce qu'elle permet de définir des modèles de rationalité ambiguë ou existentielle. La rationalité ambiguë caractérise l'attitude de l'individu qui ne peut avoir une connaissance parfaite de ses probabilités de survie. La rationalité existentielle traduit le fait que le sujet ne raisonne pas d'abord, ou pas seulement, en termes de probabilités de survie lorsqu'il est question des rapports à sa propre fin.

■ Probabilités de survie et rationalité ambiguë

L'espérance de vie et la loi de survie sont des concepts socialement et historiquement construits (après 1650), qui se fondent sur l'observation de « régularités naturelles statistiques » de la mort selon l'âge, analogues, selon l'astronome Halley, aux mouvements réguliers des astres ; ce dernier introduit ainsi (en 1693) le concept de la « propension à mourir sur une durée donnée ». Mais dès la fin du XVIII^e siècle, d'Alembert et Condorcet font remarquer que ces probabilités mathématiques de survie sont supposées être définies sur des populations homogènes, alors que la probabilité individuelle de survie dépend de « multiples causes »⁽¹⁷⁾.

De fait, l'individu connaît mal (ou comprend mal) ses probabilités de survie qui restent pour lui ambiguës. D'Albis et Thibault [2008] ont montré que si cet individu éprouve une aversion à l'ambiguïté suffisamment importante, il va pondérer davantage, dans le spectre des probabilités possibles, les situations les moins favorables ; avec un degré minimal d'altruisme, il va alors renoncer à la rente viagère ou au viager. Ce modèle est à peu près le seul qui présente une explication complètement formalisée du rejet des produits viagers sans que soit sacrifiée (outre mesure) l'hypothèse de rationalité des épargnants. On notera que le modèle précédent aboutit au même type de conclusions si l'individu ne veut pas connaître précisément ses probabilités de survie, soit que cette

perspective ne lui apparaisse pas spécialement réjouissante et/ou que son rapport à la mort transcende les calculs de probabilités. Ce qui fait la transition avec la section suivante.

■ Le rapport à la mort : rationalité existentielle

D'Alembert va en effet plus loin dans sa critique de Bernoulli. Ce n'est pas seulement que les probabilités de survie sont mal connues, mais qu'elles ne sont pas forcément pertinentes pour les choix de vie de l'individu. L'encyclopédiste dénonce ainsi « l'analogie abusive entre les jeux de hasard (le calcul des probabilités) et les choses humaines, fût-elle plaidée au nom des mathématiques » – ce qui lui a d'ailleurs attiré à l'époque les reproches des autres mathématiciens. De fait, les régularités statistiques définissant la loi de survie apparaissent peu appropriées pour traiter du sort d'un individu qui ne meurt qu'une fois, et, partant, pour comprendre ses choix de vie.

Plus fondamentalement, la mort est une catégorie existentielle pour l'individu [Masson, 2010b]. D'une certaine manière, la finitude de l'existence – au sens philosophique du terme – en fait tout le prix, tout le sel. D'un côté, l'immortalité se révélerait d'un mortel ennui puisque, en l'absence de préférence pour le présent, l'action pourrait toujours être remise sans dommage au lendemain⁽¹⁸⁾. De l'autre, si ma mort était programmée – supposons – le 14 janvier 2019 à 17 heures 30 précises, et cela sans que je ne puisse rien y changer (en sautant demain du haut de la Tour Eiffel, par exemple), ma vie se déroulerait comme un compte à rebours, telle celle d'un condamné à mort ; mais, surtout, mes choix patrimoniaux seraient fort différents de ceux que je fais dans notre monde où la mort est à la fois radicalement incertaine (au sens que Frank Knight donne à ce terme), tout en présentant un caractère endogène puisqu'elle n'échappe pas totalement à mon contrôle, conscient ou non (ne serait-ce que par le plus ou moins grand souci apporté à ma santé). Dans ces possibilités de « jeu » multiples qu'entretient chacun avec sa propre mort, la leçon-clef de la tradition philosophique tient précisément à la

pluralité des attitudes possibles à l'égard de la mort, de l'insouciance quasi bouddhique [Parfit, 1984] à l'idéalisme rawlsien des plans de vie [Rawls, 1971] : à chaque attitude on peut faire correspondre, très sommairement, un profil spécifique de la préférence temporelle pour le présent (nulle dans le cas de Rawls, élevée chez Parfit). Mais le point-clef vient de ce que ces attitudes diverses sont toutes a priori « rationnelles » et éloignent beaucoup, pour certaines, le point de vue de l'épargnant de celui, « objectif », du professionnel ou de la collectivité publique.

Quels produits viagers gagés sur le logement, et pour qui ?

Concentrons-nous sur les produits viagers gagés sur le logement après la retraite. Le produit recherché doit satisfaire à la fois à la rationalité pratique, ambiguë et existentielle de l'épargnant senior, propriétaire de son logement – ce qui est le cas de près des trois quarts des seniors français. Face à l'allongement de l'espérance de vie et au désengagement possible de l'État providence à l'égard des plus âgés, ce produit pourrait couvrir une série de besoins de l'épargnant senior propriétaire, soit, outre le désir de rester chez soi : disposer d'un complément de ressources pour la retraite ; financer une dépendance éventuelle ; transmettre plus rapidement, de son vivant, une part de son patrimoine à ses enfants – pratique bienvenue dans notre pays et qui pourrait être encouragée fiscalement.

Les produits viagers pourraient être particulièrement utiles aux familles des classes modestes et moyennes, lorsqu'ils améliorent le bien-être des parents propriétaires qui sont sinon contraints par la liquidité (en raison d'une pension et d'un patrimoine financier trop faibles), mais aussi celui de leurs enfants qui peinent de plus en plus à aider financièrement leurs parents âgés. Outre le rendement du produit, ses coûts d'entrée, etc., nous avons vu que trois critères de choix de ces placements sont importants du côté de la demande des épargnants – sans que l'on puisse

remettre en cause la rationalité de ces derniers :

- le rapport au temps et à la mort : que se passe-t-il, quelles sont les pertes, si je meurs dans les deux ans qui suivent la signature du contrat ?
- le rapport à la famille : quel est l'impact du contrat sur le sort des enfants et leurs (espérances d') héritages, pour l'harmonie des relations familiales ?
- le rapport au bien immobilier (et au droit de propriété) : le contrat entraîne-t-il une perte de propriété plus ou moins importante, et quelles sont les conséquences de cette aliénation du bien ?

■ Le prêt viager hypothécaire

Parce qu'il est susceptible de mettre à rude épreuve les relations familiales, ce placement convient mieux aux ménages sans enfant (ou aux familles déjà dispersées). Comme il s'agit d'un prêt – et non d'une assurance vie bénéficiant de la mutualisation des risques de longévité –, son rendement est moins favorable pour le client, le montant du capital et des rentes versés étant d'autant limité. En revanche, ce placement bénéficie d'avantages décisifs sur le viager quant au risque de perte en cas de mort précoce ou de non aliénation du bien ; de plus, il est – théoriquement – immunisé contre l'évolution des prix de l'immobilier. En France, le prêt viager est proposé seulement par le Crédit foncier qui a en stock quelque 6 000 contrats depuis 2007, uniquement sous forme de capital : la rente hypothécaire est envisagée mais n'existe pas pour l'instant. Les autres organismes de bancassurance ne semblent guère se bousculer pour proposer ce type de prêt ⁽¹⁹⁾.

Où le bât blesse-t-il ? Sans doute d'abord dans la difficulté pour la banque de récupérer la dette accumulée lors de la vente du bien immobilier ou de son rachat par les enfants, soit que la dette soit supérieure au prix du logement, soit que la banque doive négocier avec les enfants. Il est aussi possible que l'existence d'une hypothèque à régler joue à la baisse sur la valeur du logement. Ce problème apparaît d'une importance majeure et ne peut être

résolu sans une intervention juridique. Supposons en effet qu'à la mort de l'emprunteur la banque ou l'assureur soit « presque sûr » de récupérer dans des délais raisonnables et sans frais excessifs la dette capitalisée. Un prêt viager en capital s'apparenterait alors à un placement à échéance certes inconnue mais qui serait rémunéré au taux d'emprunt, soit 8 % dans le cas du Crédit foncier. Ce serait donc un excellent placement pour la banque. Pour stimuler la demande, cette dernière pourrait même dans ce cas diminuer le taux d'emprunt ou des coûts d'entrée aujourd'hui trop élevés, tout en restant gagnante.

Nous reviendrons en conclusion sur ce point essentiel : le développement ici du prêt viager suppose une intervention de l'État pour sécuriser le professionnel, l'assurer qu'il rentrera dans ses fonds, et cela dans de bonnes conditions. Dans le cas contraire, ce placement risque fort de ne se diffuser qu'à dose homéopathique.

■ Le viager traditionnel

Du point de vue du vendeur, le viager, outre son image obsolète, souffre des trois maux potentiels dans ses rapports à la mort, à la famille et au bien : perte importante en cas de mort prématurée (surtout au niveau de la rente) ; refus délibéré de léguer à ses enfants ce qui leur « revient » ; aliénation du bien immobilier dont le vendeur ne conserve que l'usufruit. L'acheteur individuel a au moins l'avantage (par rapport au prêt viager) de devenir pleinement propriétaire du bien à la mort du vendeur, et cela sans contestation possible. Pour lui, le bouquet s'apparente à un apport personnel, et les rentes versées aux remboursements d'emprunt pour l'acquisition d'un logement différée à une date cependant inconnue – la disparition du vendeur. À moins d'avoir du temps devant lui, l'acheteur individuel supporte toutefois beaucoup de risques :

- il paie un montant inconnu dès qu'il y a des rentes versées ;
- sur une durée inconnue ;
- pour recevoir un montant aléatoire, soit la valeur du logement à cette date inconnue.

En outre, l'état de conservation du logement est rendu incertain du fait d'un problème d'aléa moral pas toujours bien contrôlé : le vendeur n'a que peu d'intérêt à entretenir son bien après la conclusion de la vente.

À moins d'avoir des moyens considérables, l'acheteur individuel ne peut diversifier ces risques sur un nombre suffisant d'opérations ; or l'antisélection sur l'espérance de vie, en particulier, est forte à âge élevé et se combine avec le risque non diversifiable de l'augmentation générale de la longévité. De plus, lors du contrat de viager se nouent des relations personnelles et psychologiques délicates entre le créancier (le vendeur) et le débiteur (l'acheteur), qui engagent un pari sur la date de mort du premier – quand bien même ces relations sont médiatisées par le notaire.

Ces éléments militent, de l'aveu général, pour un viager intermédiaire ou mutualisé, où l'acheteur est un professionnel (banque ou assurance) qui peut et sait diversifier les risques, celui de longévité notamment, et s'avère plus facilement à même de veiller à la bonne conservation du logement concerné. En outre, par rapport à l'acheteur individuel, le professionnel a les moyens – et c'est souvent sa préférence – de verser un capital plutôt que des rentes, ce qui diminue d'autant l'impact du risque de longévité. Le fonds Koésion de Éric Guillaume, par exemple, ne propose qu'un capital : une dame seule de 65 ans se verra ainsi proposer la moitié environ de la valeur de son bien. Le contrat a le mérite de la simplicité et de la transparence mais peut détourner certains vendeurs potentiels rebutés par la forte décote de leur bien. D'autres professionnels proposent un mixte capital-rente : la gestion est plus difficile mais l'opération est plus opaque pour le client, offrant peut-être des marges de rentabilité supplémentaires.

Le professionnel qui entend diminuer les risques par la multiplication des contrats et un versement unique en capital demeure cependant confronté au risque spécifique majeur : la valeur de vente du logement à une date relativement lointaine et inconnue. Ici on ne peut guère être optimiste : les institutions

financières ont peu investi dans le viager lorsque les prix de l'immobilier étaient dans une phase haussière ; pourquoi le feraient-elles davantage aujourd'hui ? Il faudrait à l'évidence qu'elles y voient de nouvelles motivations qui peuvent notamment provenir d'interventions imaginatives de l'État.

Il est utile à ce stade de dresser brièvement un état des lieux en France (20). Le marché viager assurantiel français apparaît très étroit et à offre fortement segmentée, celle-ci mobilisant pour l'essentiel quelque 20 à 25 agences immobilières, concentrées géographiquement (Paris, Lyon, Côte d'Azur). On compte à peu près 5 000 (?) viagers par an, dont 95 % environ (?) sont occupés par le vendeur : ils concernent moins de 1 % des transactions immobilières, même après 60 ans. Dans les années 1990, les acheteurs professionnels intervenaient seulement dans 15 % des viagers sur Paris – part modeste mais bien supérieure tout de même à leur poids (6 %) dans l'ensemble des transactions immobilières [Février *et al.*, 2012]. Le marché apparaît en outre déséquilibré avec quelque 12 000 vendeurs de viager en attente, pour une durée moyenne de deux à quatre ans (?).

Cette demande apparemment excédentaire ne doit cependant pas faire illusion : elle pourrait être beaucoup plus importante. Le premier problème vient en fait de la faiblesse de l'offre d'achat professionnelle, qui constitue un véritable défi pour la puissance publique si cette dernière entend développer le marché du viager. Une caractéristique générale de ce marché a trait par ailleurs au peu d'informations fiables dont on dispose – les points d'interrogation précédents l'attestent amplement : on a peu de données sur les vendeurs (revenu, éducation, structure familiale), on ne sait pas l'usage qui est fait du bouquet (consommation, transmission ou placement), ni ce qui se passe en cas de coup dur, etc.

Surprenant pour le non spécialiste, un dernier fait éclaire davantage encore le caractère « exotique » du marché actuel : 70 % des viagers seraient familiaux, résultant par exemple d'une entente entre le vendeur et son neveu pour échapper aux droits de succession

français très élevés en ligne indirecte (55 %) – quitte à régler « à l'amiable » les problèmes de versement de la rente...

■ Le viager intermédié (mutualisé) partiel ou VIP

La demande de viager par les épargnants seniors propriétaires souffre notamment de l'atonie de l'offre professionnelle, mais aussi du manque d'informations sur le produit et de son image désuète. Ces facteurs ne sont cependant pas la seule explication d'une demande aussi faible, qui découle encore, sur un plan théorique, de trois handicaps qui affectent le produit aux yeux du vendeur : le risque de perte en cas de mort prématurée ; l'aliénation de la propriété du bien ; et le fait que le viager puisse être interprété comme la volonté de spolier les enfants de l'héritage attendu. Existerait-il une forme de viager qui diminue ces trois handicaps, notamment au regard des relations familiales ?

Dans cette perspective, j'ai proposé un viager intermédié partiel (ou VIP), qui ne porterait que sur une part fixée du logement (un tiers par exemple) (21). Tout en évitant les problèmes d'aléa moral liés à l'entretien du logement (dont le vendeur reste propriétaire aux deux tiers), le VIP permettrait d'atténuer ces trois inconvénients. La perte en cas de mort précoce est plus limitée. L'aliénation du bien n'est que partielle. Surtout, sur un plan familial, si le vendeur a par exemple deux enfants, chacun reste cohéritier pour un tiers avec la banque qui devient comme un « troisième enfant » : les enfants ne seraient plus « spoliés » de l'héritage et chacun saurait à l'avance exactement la part du bien immobilier qu'il va recevoir (en l'espèce un tiers, au lieu de la moitié s'il n'y avait pas eu de vente en viager) – ainsi que la part du bien (un tiers) qu'il faut racheter à la banque pour conserver l'intégralité du bien dans la famille. Ce produit VIP convient le mieux, dans de nombreux cas, à la rationalité des épargnants mais aussi à la situation française s'il est combiné avec de fortes incitations fiscales à donner directement une part du bouquet aux enfants. Le problème est encore une

fois du côté de l'offre, les professionnels répugnant à la propriété partagée, et cela pour de bonnes raisons aujourd'hui. Il faut, là encore, créer un cadre juridique satisfaisant pour ces derniers, qui précise le droit de propriété partielle du professionnel, ainsi que les conditions du rachat éventuel de la part de la banque par les enfants. L'indivision n'est certainement pas la solution, qui déprécie la valeur du bien.

La nécessité d'une intervention multiforme de l'État

Les produits viagers gagés sur le logement (prêt viager hypothécaire, viager assuranciel) apparaissent peu diffusés dans notre pays alors que l'allongement de l'espérance de vie et les difficultés prévisibles de l'État providence seraient susceptibles de les rendre particulièrement utiles pour une partie au moins des seniors propriétaires, sachant que le taux de détention du logement dépasse les 70 % chez cette sous-population. La méconnaissance des épargnants relative à ces produits complexes joue certes contre leur diffusion ; mais l'argument vaut beaucoup plus pour le prêt viager, introduit seulement en 2007, que pour le viager dont l'existence remonte chez nous au Moyen Âge.

Il semble cependant que l'étroitesse des marchés viagers tienne beaucoup plus à une offre professionnelle timorée. C'est pourquoi nous avons proposé d'introduire de nouvelles formes de viager, tel le viager intermédié partiel, ou VIP, qui apparaît plus adapté à la rationalité d'une majorité d'épargnants. Plus généralement, l'éventail des produits viagers offerts par les institutions financières devrait être suffisamment large pour couvrir les besoins spécifiques des différents gisements de clientèle. Reste que ces innovations ne pourront remédier que de manière limitée à une offre professionnelle aussi atone parce que cette dernière se justifie, en partie du moins, par de bonnes raisons. Plus précisément, le développement des produits viagers, si tant est que cet objectif soit

souhaitable⁽²²⁾, suppose à la base une forte intervention juridique et fiscale de l'État, qui ne viserait pas tant à réguler le marché qu'à le structurer, tant du côté du vendeur (ou de l'emprunteur) que de celui de l'acheteur (ou du prêteur) professionnel. À la lumière des discussions précédentes, listons brièvement les six axes de ce que pourrait être une intervention appropriée de la puissance publique, en nous focalisant à titre d'illustration sur le cas du viager assuranciel.

- Pallier les manques de données statistiques et de recherche économique relatives aux produits viagers, aux vendeurs comme aux acheteurs potentiels.

On ne dispose même pas d'informations vraiment fiables sur le nombre de viagers par an, le stock en attente, et encore moins sur les caractéristiques des vendeurs et des acheteurs individuels, sur l'usage qui est fait du bouquet, sur l'importance des viagers « familiaux ». Pour ne prendre qu'un seul exemple de l'ampleur de cette méconnaissance, considérons le cas de l'antisélection sur l'espérance de vie. Voltaire savait déjà très bien que les assurés vie en rente viagère vivaient en moyenne plus longtemps que les autres. S'agissant du cas plus complexe du viager, où le vendeur reçoit un bouquet et (éventuellement) une rente, on ne sait pas ! L'étude de Février *et al.* [2012] sur les viagers à Paris entre 1993 et 2001 conclut seulement, mais par des moyens « détournés » reposant sur des choix supposés rationnels entre bouquet et rente, que les vendeurs ont une espérance de vie plus faible que le reste de la population. Comment mettre au point un produit pertinent sans disposer de ce savoir technique ?

Il faudrait par ailleurs repérer les gisements de clientèle de vendeurs ou emprunteurs potentiels pour différentes formes de produits viagers, et en évaluer l'importance respective. De telles études, menées sur les enquêtes Patrimoine Insee par exemple, n'ont guère été développées.

- Améliorer l'information du vendeur (ou de l'emprunteur) comme de l'acheteur (ou du prêteur) potentiels.

Dans le cas du viager, le vendeur potentiel devrait savoir que les rentes sont indexées sur le coût de la vie et modérément imposées à l'impôt sur le revenu ; que la possibilité existe d'une réversion de la rente au conjoint ; et qu'il récupère son bien tout en gardant les sommes déjà versées si l'acheteur vient à faire défaut. De même, nombre d'acheteurs potentiels ne savent pas qu'ils récupèrent le bien dès que le vendeur change de résidence ou part en maison de retraite (même si la rente doit toujours être versée), ou qu'ils peuvent revendre le bien à tout moment, etc.

- Redresser l'image désuète du viager pour en faire un actif d'intérêt général.

Le viager serait un actif utile au niveau individuel, en ce qu'il constitue un complément pour la retraite ou pour couvrir la dépendance – sans forcément se substituer à l'État providence. Le viager serait un actif utile au niveau familial, lorsque parents et enfants, potentiellement aides, sont chacun contraints par la liquidité. Le viager serait enfin un actif utile au niveau social en France : il permettrait la circulation du patrimoine vers les jeunes générations si le bouquet est (en partie) directement transmis aux enfants. Il jouerait alors, pour les classes moyennes et modestes, le rôle d'une donation, pratique réservée habituellement aux classes aisées (et au monde agricole). On notera encore que le développement du marché du viager augmenterait les ventes de logements, dont les prix pourraient en conséquence diminuer.

- Résoudre le problème juridique du rachat du logement par les enfants dans le cas du prêt viager et plus encore du VIP.

Les professionnels n'aiment pas se retrouver en copropriété, en raison des contentieux possibles avec les enfants héritiers ou de la perte de valeur du bien. Seule la mise au point minutieuse d'un cadre juridique approprié pourrait les faire changer d'avis.

- Taxer plus fortement et progressivement les héritages familiaux.

La mesure favoriserait la vente en viager pour éviter la trop forte taxation des transmissions *post mortem*, soit que le bouquet fasse l'objet d'une transmission précoce, soit que l'épargnant puisse ainsi consommer son patrimoine-logement, quitte à aider autrement ses enfants. Arrondel et Masson [2011b] ont en effet montré que les épargnants sont sensibles à la fiscalité différentielle des transmissions, comme l'illustre la diffusion des viagers « familiaux ».

- Diversifier et structurer l'offre de viager.

L'idée de base est de privilégier les professionnels aux dépens des particuliers acheteurs, sachant que la mesure favorisera l'offre de bouquet plutôt que celle de rentes. Pour éviter que l'offre ne se concentre sur les « beaux » appartements à fortes plus-values potentielles, il faudrait promouvoir et encourager les acheteurs professionnels sociaux (HLM) sur des biens moins attractifs. L'offre professionnelle doit pouvoir s'appuyer sur des véhicules adaptés pour recueillir l'épargne individuelle : il s'agit notamment de dédramatiser ce type de placement collectif auprès des acheteurs potentiels de parts de viager mutualisé, par exemple au sein de SCPI de valorisation.

Que cet objectif soit souhaitable ou non, le point-clef est bien que l'on ne peut espérer développer les produits viagers à une échelle moins confidentielle sans une telle structuration du marché par l'État sur les six points indiqués. Hors une action publique circonstanciée, le marché viager n'aura pas de bases solides. On retrouve ici une intuition profonde de Pierre Bourdieu illustrée, dans son dernier livre publié, *Sur l'État*, par le cas du marché de la maison individuelle.

Notes

1. *Chaire Transitions démographiques, transitions économiques (Fondation du risque).*

2. De manière générale, la théorie économique prédit que l'évolution des comportements patrimoniaux peut dépendre de celle de trois facteurs : les préférences des épargnants à l'égard du risque, du temps (préférence pour le présent) ou de la transmission familiale ; leurs ressources présentes disponibles (patrimoine, revenus, santé, éducation...) ; leurs anticipations et croyances quant à leurs revenus futurs, le risque et le rendement des actifs, leur pension de retraite, etc. Arrondel et Masson [2011a] montrent que les comportements plus prudents des épargnants depuis la crise s'expliquent d'abord par la baisse des anticipations de revenus futurs ou de rendement des actifs, alors que leurs préférences sont restées globalement stables sur la période.

3. Président de la commission plénière des assurances de personnes de la FFSA.

4. Nouveaux supports qui rapprocheraient ces contrats de fonds eurodiversifiés : voir par exemple l'interview de Stéphane Dedeyan dans le journal Les Echos du mardi 23 octobre 2012, p. 30.

5. Si elles relativisent les objectifs des deux dernières études citées, ces conclusions ne préjugent en rien du bien-fondé de la solution proposée par Ménéroud [2012] en faveur de la prévoyance. De fait, l'option étudiée, soit le développement au cours de la retraite de produits viagers rendant liquide le logement détenu, s'avère plutôt complémentaire.

6. Voir notamment Piketty [2011] et Arrondel et Masson [à paraître].

7. Ce déséquilibre croissant au bénéfice des aînés, qui aurait tendance à s'autoreproduire puisque l'on hérite du patrimoine des parents de plus en plus tard, n'est pas une bonne nouvelle : le patrimoine détenu après la retraite constitue plus souvent une rente qu'un capital d'investissement à long terme ou un outil de production ; il serait plus utile aux jeunes ménages qui subissent d'importantes contraintes de liquidité alors que les besoins de base sont plus importants en début de vie économique, qu'il s'agisse de financer des études supérieures, de se loger, d'assumer les charges de famille ou même de créer son entreprise. Voir Arrondel et Masson [à paraître].

8. Voir Masson [2004].

9. Voir Masson [2010a] et références.

10. Voir notamment Masson [2009] et références.

11. Voir Masson [2008 et 2010b].

12. Voir par exemple le succès des donations en nue-propriété avec réserve d'usufruit, où les parents conservent l'usage et les revenus du bien « transmis » pour eux-mêmes.

13. La littérature anglo-saxonne participe de cette volonté quelque peu chimérique de promouvoir la rente viagère. Dans son discours de prix Nobel de 1985, Modigliani soulignait déjà que la faible diffusion de la rente (hors les fonds de pension) posait un problème crucial, non résolu. Il ne l'est pas davantage dans l'étude récente de Benartzi et al. (2011) qui propose de stimuler la demande en développant l'éducation financière des épargnants et en créant les incitations appropriées (telle la sortie par défaut en rente pour les contrats d'assurance vie ou d'épargne salariale) ; l'aide publique et les facteurs institutionnels devraient aussi encourager une offre professionnelle de la rente plus facile d'accès pour les épargnants, plus rentable et mieux ciblée.

14. Voir Masson [2010a et b].

15. L'application du critère d'utilité espérée implique alors une aversion à l'égard du risque sur la durée de vie : voir Bommier [2008].

16. Ce point est bien exposé en 1814 par Laplace, disciple de d'Alembert. Évoquant le « danger prochain pour l'individu, quoique très petit, de périr de l'inoculation », ce dernier précise : « Cette considération qui disparaît lorsque l'on considère un très grand nombre d'individus, est par là indifférente aux gouvernements, et laisse subsister pour eux les avantages de l'inoculation ; mais elle est d'un grand poids pour un père de famille qui doit craindre, en faisant inoculer ses enfants, de voir périr ce qu'il a de plus cher au monde et d'en être la cause. »

17. Un cas extrême est l'impossibilité de contracter un emprunt en cas d'AVC récent : l'absence dans ce cas de probabilités de survie bien établies empêche de fixer les modalités de l'assurance décès qui accompagne le prêt.

18. Borges a commis de belles variations sur ce thème dans sa nouvelle intitulée précisément L'immortel. Voir aussi Jacques Lacan dans sa célèbre conférence à Louvain de 1972 : « La mort [...] est du domaine de la foi. Vous avez bien raison de croire que vous allez mourir, bien sûr. Ça vous soutient ! Si vous n'y croyiez pas, est-ce que vous pourriez supporter la vie que vous avez ? Si on n'était pas solidement appuyé sur cette certitude que ça finira [...] est-ce que vous pourriez supporter cette histoire ? »

19. Aux États-Unis, où il existe depuis le début des années 1980, le prêt viager n'a qu'une diffusion limitée, concernant moins de 350 000 contrats en 2007 ; la montée en charge a été cependant très rapide au cours des années 2000 (avec un flux de 100 000 nouveaux contrats en 2007), avant un arrêt relatif depuis la crise des subprimes. Les coûts d'entrée sont très élevés : le client doit notamment acquitter la prime d'assurance au fonds de garantie qui couvre la banque contre le risque d'une dette accumulée supérieure à la valeur de vente du logement. Cette assurance qui a dopé l'offre de prêts américains n'existe pas en France ; cependant, la banque peut se retourner sur le reste du patrimoine du défunt pour récupérer la dette. Cette dernière possibilité n'existe pas pour l'instant en Italie.

20. Je remercie vivement Éric Guillaume pour les discussions que nous avons eues sur ce sujet : je reste bien sûr seul responsable des erreurs possibles.

21. Voir Masson [2009].

22. Il s'agit là d'une réserve capitale dont l'analyse sort néanmoins du cadre de cette note : la dernière partie de Masson [2012] discute de l'opportunité des différents produits viagers selon que l'on souscrit à l'un ou l'autre des trois paradigmes du social, du libre agent, de l'égalité citoyenne ou multisolidaire.

Bibliographie

ARRONDEL L. ; MASSON A., *L'épargnant dans un monde en crise : ce qui a changé*, Cepremap, n° 23, Éditions de la rue d'Ulm, 2011a.

ARRONDEL L. ; MASSON A., « Taxer les héritages pour accroître la mobilité du patrimoine entre générations », *Revue française d'économie*, XXVI (2), octobre 2011b, pp. 23-72.

ARRONDEL L. ; MASSON A., « Transferts publics et privés entre générations. Enjeux idéologiques et perspectives françaises : 2. Comment rendre la société française moins patrimoniale », *Futuribles*, à paraître, mars-avril 2013.

BENARTZI S. ; PREVITERO A. ; THALER R., "Annuity Puzzles", *Journal of Economic Perspectives*, n° 25 (4), 2011, pp. 143-164.

BOMMIER A., "Mortality, Time Preference and Life-Cycle Models", mimeo, Gremaq, 2008.

BOURDIEU P., *Sur l'État*, cours au Collège de France 1989-1992, Seuil, coll. « Raisons d'agir », 2012.

Cour des comptes, « La politique en faveur de l'assurance vie », rapport public thématique, janvier 2012.

D'ALBIS H. ; THIBAUT E., "Ambiguous Life Expectancy and Optimal Annuity", mimeo, Toulouse School of Economics, 2008.

FÉVRIER P. ; LINNEMER L. ; VISSER M., "Testing for Asymmetric Information in the Viager Market", *Journal of Public Economics*, n° 96 (1), 2012, pp. 104-123.

GOTMAN A., « Vers la fin de la transmission ? De l'usage du logement pour assurer les vieux jours – Le prêt à hypothèque inversée », *Sociologie*, n° 1, 2010, pp. 141-159.

MASSON A., « Pourquoi la rente viagère ou la vente en viager sont-elles si peu diffusées ? », *Risques*, n° 59, septembre 2004, pp. 60-66.

MASSON A., « Le rapport à la mort de l'épargnant est-il rationnel ? », *Risques*, n° 75, septembre 2008, pp. 48-59.

MASSON A., « Le viager intermédiaire partiel (VIP), produit d'avenir ? », *Risques*, n° 79, septembre 2009, pp. 103-112.

MASSON A., « La vie pour l'épargnant ne se réduit pas à un exercice de calcul : 1. Les impasses des approches du cycle de vie standard et psycho-économiques », *Revue française d'économie*, n° XXV (1), juillet 2010, pp. 117-173.

MASSON A., « La vie pour l'épargnant ne se réduit pas à un exercice de calcul : 2. Les apports d'une approche existentielle du cycle de vie », *Revue française d'économie*, XXV (2), octobre 2010, pp. 3-57.

MASSON A., « Partager le coût du vieillissement », *Risques*, n° 89, mars 2012, pp. 93-113.

MÉNÉROUD G., « Assurance vie : crépuscule ou renaissance ? », 13^e leçon inaugurale du Master 218 de l'Université Paris-Dauphine, 17 octobre 2012.

PARFIT D., *Reasons and Persons*, Oxford University Press, 1984.

PIKETTY T., “ On the Long-Run Evolution of Inheritance: France 1820-2050 ”, *Quarterly Journal of Economics*, vol. n° 126 (3), 2011, pp. 1071-1131.

RAWLS J., *A Theory of Justice*, Harvard University Press, 1981.

3.

L'assurance européenne dans la crise



■ Philippe Trainar
Introduction

■ Daniel Havis, Patrick Peugeot et Jacques Richier
Faut-il partir à la conquête de l'Europe ?

■ Denis Duverne et Léo Costes
Situation et défis de l'assurance européenne dans la crise

■ Yann Le Pallec
L'assurance européenne face à la crise

■ Thomas Jacquet
L'assurance européenne : la revanche à venir des actionnaires ?

■ Antoine Lissowski
En attendant Solvabilité II

INTRODUCTION

Philippe Trainar

L'Europe de l'assurance et de la réassurance est traversée par de grandes secousses et de grands changements, suite à la crise économique et financière qui a particulièrement malmené l'Europe et la zone euro, et suite aux discussions sur la réforme Solvabilité II qui ont profondément modifié la vision que les assureurs avaient d'eux-mêmes et que les régulateurs, les clients et les investisseurs avaient de l'assurance. Cette modification de la vision de l'assurance doit être aussi reliée aux autres réformes financières intervenues depuis quelques années, notamment la comptabilité en normes internationales, la réforme Bâle III et les avancées dans la protection des consommateurs. De ce point de vue, Solvabilité n'est pas une réforme isolée mais une des pièces d'une réforme plus globale et plus profonde de la sphère financière.

De ce fait, l'assurance et la réassurance européennes se trouvent confrontées à un triple défi, conjoncturel, réglementaire et stratégique :

– le défi conjoncturel concerne la capacité de l'assurance et de la réassurance à absorber le choc de la crise : si elles sont mieux placées que la banque pour cela, dans la mesure où les risques qu'elles gèrent ne sont pas systémiques et présentent tous une certaine décorrélation par rapport à la situation financière, il n'en demeure pas moins qu'elles sont affectées par la crise et par les politiques budgétaires et monétaires mises en œuvre par les gouvernements, qui ont dans

l'ensemble tous fait le choix de soutenir la banque... aux dépens de l'assurance ; la baisse des taux d'intérêt courts et longs imposée par la Banque centrale européenne et ses consœurs pèse en effet sur la gestion d'actifs des assureurs et des réassureurs, et, par ricochet, sur leurs clients ; cette situation est d'autant plus risquée et difficile à gérer pour les assureurs et les réassureurs qu'elle fausse l'ensemble des rémunérations des actifs, qu'elle incite à distordre les portefeuilles d'actifs et qu'elle comporte en germe le risque d'une brutale hausse des taux d'intérêt ;

– le défi réglementaire concerne au premier chef la réforme Solvabilité II : cette réforme devrait modifier profondément la gestion de nombreuses entreprises d'assurance et, par voie de conséquence, le comportement du marché au niveau agrégé ; les modifications résultent des trois piliers, et plus particulièrement des deux premiers, sachant d'abord que la formule standard va modifier très sensiblement le coût en capital des différentes lignes d'activité – et donc conduire à une restructuration du portefeuille d'activités de la majorité des assureurs qui devraient choisir d'utiliser la formule standard pour calculer leurs exigences en capital, plutôt qu'un modèle interne –, et qu'ensuite les nouvelles règles de gestion des risques vont obliger la majorité des compagnies à restructurer leur organisation pour intégrer systématiquement la dimension *risk management* (gouvernance, système de contrôle interne et auto-évaluation des risques) ; toutefois, les délais supplémentaires dans l'introduction de la réforme Solvabilité II

autorisent la procrastination à tous les niveaux et rendent plus incertains les contours de ce défi réglementaire ;

– le défi stratégique concerne la place de l'Europe dans la stratégie de croissance des sociétés d'assurance et de réassurance européennes : le marché unique de l'assurance, dans ses différentes dimensions – régulation harmonisée de l'assurance, protection harmonisée de l'assuré, libre prestation de services transfrontalière –, crée des opportunités concrètes d'expansion européenne pour les acteurs européens ; pourtant, il est à craindre que la persistance d'un contrôle national de l'assurance et la priorité accordée à un marché unique des consommateurs par rapport à un marché unique des entreprises réduisent en grande partie l'attractivité de ces opportunités par rapport à des opportunités extra-européennes ; et, de fait, la construction du marché unique européen de l'assurance et de la réassurance est allée de pair avec une expansion internationale des sociétés d'assurance et de réassurance européennes beaucoup plus rapide que leur expansion européenne.

Le dossier comporte en première partie le compte rendu d'un débat entre *Daniel Havis*, *Patrick Peugeot* et *Jacques Richier* sur la dimension européenne des stratégies des sociétés d'assurance européennes. Dans ce débat, les intervenants insistent sur l'importance des évolutions initiées par le marché unique de l'assurance, dont Solvabilité II n'est pas la moindre. Pourtant, ils soulignent aussi trois limites importantes au marché unique de l'assurance : tout d'abord, de nombreuses compagnies n'ont pas vraiment vocation à devenir des acteurs européens et donnent la priorité à l'optimisation de leur portefeuille national ; ensuite, la réforme Solvabilité II soulève autant de problèmes nouveaux qu'elle résout de problèmes anciens ; enfin, le marché unique de l'assurance, qui est centré sur le consommateur, néglige assez largement le producteur de services et la compagnie qui ont parfois plus intérêt à s'internationaliser hors d'Europe qu'à l'intérieur de l'espace européen.

Denis Duverne et *Léo Costes* soulignent ensuite

la force de l'assurance européenne et sa résilience dans la crise ainsi que les perspectives attractives qui demeurent celles du marché européen. Toutefois, dans une économie où l'échange de services se « digitalise », des politiques budgétaires et monétaires trop asymétriques, des fiscalités de l'épargne trop dissuasives et/ou des régulations excessivement contraignantes pourraient contribuer à retirer de son attractivité au marché européen. Ce sont ces défis que l'assurance au sens large – compagnies, trésors publics et régulation prudentielle du secteur – doit relever en sachant s'adapter et rester flexible.

Pour *Yann Le Pallec*, l'assurance européenne cumule de nombreux défis : un contexte économique peu porteur, un risque de taux d'intérêt très sérieux, un risque de crédit en progression, une volatilité toujours élevée et une régulation qui, loin de stabiliser le paysage prudentiel, en accroît les incertitudes. L'auteur illustre son propos à partir de quelques grands marchés d'assurance vie, i.e. les marchés français, allemand et anglais. Les faiblesses sont imputables ici à des marges bénéficiaires structurellement trop faibles (France), là aux taux d'intérêt bas (Allemagne) ou encore à l'instabilité du paysage réglementaire (Royaume-Uni).

Thomas Jacquet estime que l'assurance européenne est confrontée à deux défis majeurs : celui des taux d'intérêt bas qui menace certains modèles économiques et celui d'une régulation potentiellement handicapante sur le plan international, du fait tout à la fois des incertitudes créées par le principe d'équivalence prudentielle, du caractère globalement dissuasif des fiscalités nationales en matière d'épargne et de retraite et de spécificités nationales plus ou moins incitatives. Sur toile de fond d'actionnaires déçus, il pense que cet environnement pourrait finalement se révéler favorable aux actionnaires, dans la mesure où il justifie un taux de retour plus élevé à ces derniers.

Antoine Lissowski se penche sur les conditions de succès de la réforme Solvabilité II qui est entrée en 2012 dans une zone critique, caractérisée par une

grande confusion quant à la date et aux conditions de son application, voire quant à son contenu. Il pense toutefois qu'un compromis acceptable est encore négociable pourvu que l'on accepte une harmonisation européenne qui laisse plus de place à des démarches

bottom up – à partir des régulations nationales – et moins *top down* – i.e. moins uniforme ; une harmonisation qui accorde le temps au temps et qui s'appuie plus largement sur la coopération entre les autorités nationales de contrôle.

FAUT-IL PARTIR À LA CONQUÊTE DE L'EUROPE ?

Daniel Havis

Président-directeur général, Matmut

Patrick Peugeot

Président d'honneur, La Mondiale

Jacques Richier

Président-directeur général, Allianz France

Entretien réalisé par Arnaud Chneiweiss.

Risques : Le thème de notre dossier porte sur l'Europe de l'assurance. Nous avons réuni trois acteurs ayant chacun un point de vue spécifique. Daniel Havis, vous incarnez une entreprise ayant fait le choix de rester nationale, se déployant de son cœur de métier historique, l'assurance de dommages, vers les assurances de personnes. Vous nous expliquerez ce choix de rester, pour le moment, à l'intérieur de nos frontières. Jacques Richier, vous êtes à l'inverse le représentant d'une des rares entreprises d'assurance de taille mondiale, avec un ancrage européen fort. Vous nous direz les synergies que vous retirez de cette présence internationale. Patrick Peugeot, vous êtes considéré comme l'un des « vieux sages » de l'assurance française, vous avez beaucoup participé aux débats européens, et vous nous donnerez votre point de vue sur l'état de réalisation du « marché unique de l'assurance ».

Jacques Richier : Le secteur de l'assurance est de plus en plus soumis à la problématique de la taille de l'entreprise, qu'elle soit locale ou internationale. Je crois que cette question conditionne fortement notre capacité à répartir le risque et à assurer, dans le cas d'une société cotée, une constance dans le retour sur

capital de l'actionnaire. Au sein du groupe Allianz, je constate que les résultats se compensent de cette façon, et accusent moins les aléas du fait de la taille de notre portefeuille et de notre bilan. Quand cela va mal aux États-Unis, les choses sont différentes en Allemagne. Quand il y a une tempête en Italie, l'Asie n'est pas touchée. Finalement, un équilibre se crée, et cette capacité à offrir une récurrence de résultats à l'actionnaire est peut-être plus aisée sur une assiette très large. C'est, du moins, l'expérience que j'ai aujourd'hui des atouts liés à la dimension européenne et mondiale du groupe.

Au-delà de la question de la taille critique, il y a aussi celles de la performance et de la notoriété de la marque. Allianz est peut-être un cas à part, au sens où nous sommes leader mondial en assurance de dommages, en assistance et en assurance crédit, et parmi les trois premiers en assurance vie et en gestion d'actifs. Nous sommes également le premier assureur européen. Être leader européen ou mondial sur des marchés, ce n'est pas exactement pareil que d'être « un peu partout ». Avec ce leadership international, le rééquilibrage se fait, sans doute, plus facilement. Cela étant, en termes de risque, cela pose la question de savoir si nous sommes devenus une entreprise « systémique ».

Risques : Pouvez-vous nous expliquer concrètement quels sont les atouts liés à la présence internationale ?

Jacques Richier : Il y a plusieurs domaines où l'échelle européenne ou internationale du groupe me semble particulièrement pertinente. J'en citerai trois.

Prenez la réassurance. La dimension de notre groupe nous autorise à dire : « je partage et j'achète mieux », le groupe Allianz fonctionnant comme le réassureur principal des filiales. Ceci permet également de dégager plus de marge.

Autre exemple, la gestion d'actifs. L'effet de volume est particulièrement significatif, comme en témoigne le rapprochement entre la Société générale et le Crédit agricole. D'autre part, une large présence européenne mutualise le risque euro sur le principe de la relocalisation de la dette. C'est également un aspect que l'on peut garder à l'esprit.

Dernier exemple où la dimension mondiale d'une société en assurance est nettement un atout, c'est le risque d'entreprise, que l'on parle du risque industriel ou des lignes de métier mondiales. Allianz accompagne les grandes entreprises – Alstom, Total, etc. – dans le monde entier. Dans ce domaine, il est évident que la taille de bilan joue, mais aussi la capacité de les accompagner ou encore celle de mobiliser les bonnes compétences. L'expertise de notre groupe s'étend aussi progressivement aux PME. Une PME française de 400 millions d'euros de chiffre d'affaires peut avoir des usines en Tunisie, en Allemagne, en Pologne. Cette capacité d'accompagnement, nous l'avons naturellement par rapport à d'autres qui devraient monter des solutions beaucoup plus complexes.

À ce propos, le partage des compétences et des bonnes pratiques figure aussi parmi les avantages liés à la taille de l'entreprise. Je suis dans un groupe qui ne se contente pas de dire qu'il les partage, mais qui encourage activement à les partager. À partir du moment où l'un des pays est considéré comme ayant les meilleures pratiques, les autres doivent essayer de s'aligner. C'est vrai pour la gestion des sinistres, par

exemple, avec un partage de connaissance autour de la remise au travail des assurés ayant subi des sinistres corporels. C'est vrai également pour l'assurance automobile, avec des recherches menées sur la sensibilité au prix. Nous avons ainsi importé en France l'expertise développée par l'Italie dans ce domaine.

Risques : Et où constatez-vous l'absence de synergies ?

Jacques Richier : Là où je ne suis pas encore tout à fait convaincu que la dimension internationale d'une entreprise d'assurance joue, c'est la question des risques grand public. Ce qui compte sur le risque de particuliers, c'est d'abord la proximité. Ensuite, c'est la taille et la capacité à acheter, bien sûr, mais d'abord localement. Cela dit, je crois que l'on peut aussi tirer parti de notre présence européenne en discutant avec des prestataires communs, que ce soit les constructeurs automobiles ou les fournisseurs de peinture. C'est d'ailleurs ce que nous essayons de faire aujourd'hui.

Risques : Daniel Havis, par rapport aux avantages de la présence internationale exposés par Jacques Richier, pourquoi être resté, à ce jour, un acteur national ?

Daniel Havis : Il faut analyser par rapport à sa maison. Pour la Matmut, telle que je l'ai trouvée et telle que j'ai pu la mener au cours des vingt dernières années, le marché national a largement suffi à notre bonheur en termes de travail, de développement, d'acquisition de notoriété. On avait déjà largement de quoi faire pour acquérir une notoriété nationale et pour nous déployer valablement sur des gammes nouvelles, vers les assurances de personnes en particulier. C'est le premier point.

Second point, lorsque l'on considère les autres marchés d'assurance en Europe, que voyons-nous ? Des marchés matures (Allemagne, Royaume-Uni...) sur lesquels la concurrence est intense. Le moins que l'on puisse dire est qu'il n'y a pas une attente forte de l'arrivée d'un nouvel assureur de particuliers. Donc si vous voulez percer sur ces marchés, le vrai risque pour le nouvel entrant est de récupérer la clientèle dont les assureurs bien installés sur le marché ne veulent pas.

C'est assez classique, et on a pu observer ce qui est arrivé à un certain nombre de collègues.

Plutôt que de s'installer soi-même, l'alternative est de racheter une entreprise qui marche bien. C'est coûteux et cela nous renvoie à la taille de bilan évoquée précédemment. Acheter les AGF comme l'a fait Allianz, ça coûte « un peu d'argent », mais là ça marche.

Si l'on considère que ces marchés matures n'ont pas besoin de nous, il y a des marchés plus difficiles, plus à l'Est et vers les Balkans. Il y a certainement des places à prendre, mais nous avons estimé que la Matmut n'avait ni les ressources humaines ni les ressources financières pour s'attaquer à des marchés complexes à comprendre et où les incertitudes sur le cadre politique et institutionnel sont encore fortes.

Mon constat est que nous n'avons pas encore aujourd'hui un vrai marché unique de l'assurance, avec une autorité régulatrice qui soit convenablement coordonnée, des règles similaires... Il me semble qu'il y a encore un peu de chemin à faire à ce sujet.

Par conséquent aujourd'hui, par rapport à notre groupe, ma conclusion est que nous avons un travail important à mener sur notre marché naturel – le marché français –, notamment avec nos partenaires de Sferen ⁽¹⁾. Il y a encore tant de besoins à satisfaire. Regardez les préoccupations des Français : l'accès aux soins à un tarif raisonnable, la préparation de la retraite, le risque chômage, demain peut-être la préoccupation de la dépendance... Il y a matière à créativité pour répondre aux besoins de nos concitoyens !

Risques : Est-ce que le fait d'être organisé sous la forme mutualiste est un handicap pour aller à l'international ?

Daniel Havis : Ce qui pourrait être intéressant pour nous, c'est d'aller au-delà des frontières dans la même logique que celle qui nous a amenés à créer Sferen. Dans ce cas, la Sgam européenne pourrait être un outil novateur spécifique à la mutualité nous permettant

– dans le respect de ce que nous sommes, des sociétés de personnes et non pas des sociétés de capitaux – d'aller sur l'international en accompagnant des maisons qui ont les mêmes préoccupations que les nôtres sur leur propre marché. Il n'y aurait ainsi plus de problèmes d'acquisition et d'intégration. Chacun reste sur son marché. Nous serions en quelque sorte une fédération d'assureurs mutualistes. Dans cette perspective, une Sgam européenne intégrante pourrait se comprendre beaucoup mieux. Aujourd'hui, c'est certainement un outil sur lequel il faudrait que nous travaillions, plus à mon sens que sur le statut de la mutuelle européenne. Si ce statut est adopté, ce sera une victoire symbolique et je m'en réjouirai, mais objectivement je ne vois pas bien la mutuelle – qui encore une fois est une société de personnes qui a besoin de ne pas être trop éloignée de ses racines – atteindre un certain gigantisme. Il y a là une forme d'antinomie. On voit bien les problèmes que nous pouvons déjà ressentir à l'échelle du territoire national pour maintenir un niveau de militantisme et d'adhésion.

Patrick Peugeot : Sgam européenne avec ou sans solidarité financière ?

Daniel Havis : Pour moi, la Sgam européenne a du sens en tant qu'outil d'internationalisation avec solidarité financière. Cela peut être intéressant pour faire naître un groupe européen original sans échange de capitaux, mais par partage de sens et des liens de solidarité entre deux maisons. Après, le limite-t-on aux mutuelles, peut-on y intégrer les coopératives – je pense notamment à l'Italie – ? Certaines alliances pourraient être tout à fait signifiantes, en respectant les structures de l'économie sociale propres à chaque État membre de l'Union européenne.

Risques : Patrick Peugeot, l'Europe de l'assurance ressemble-t-elle aujourd'hui à ce que vous espériez quand vous étiez le conseiller de Jacques Delors au ministère des Finances au début des années 1980 ?

Patrick Peugeot : Quand on compare ce qui s'est passé avec ce qui était prévu, l'écart est vertigineux.

Les pères fondateurs (pour l'assurance) de ce marché qui se voulait unique à terme se sont clairement trompés. Ils pensaient que derrière le concept de marché unique, il y aurait une réglementation unique, des produits avec une structure quasiment identique qui pourraient donc, dans une conception libérale, s'affronter de façon loyale et efficace ; et qu'à la fin des fins – c'était même la motivation – les mêmes risques coûteraient moins cher aux Européens qui auraient bénéficié d'un large marché, dans lequel les acteurs seraient plus performants et finalement rendraient un meilleur service au moindre coût.

Or que s'est-il passé ? On a commencé par faire des directives qui, certes, simplifiaient le propos (l'exemple de Solvabilité I est quand même assez révélateur, malgré tout ce qu'on en dit c'était un bon choix qui a fait ses preuves). Mais en réalité ça n'a pas abouti du tout à cette unicité dont on parlait. Que ce soit sur la santé, la retraite (encore qu'il y ait des produits retraite qui commencent à se ressembler), l'épargne, il y a encore des écarts monumentaux. Il n'y a pas à proprement parler le bénéfice d'un marché unique. Parmi les seuls produits encore incontestablement uniques, il y a les *variable annuities*. Mais c'est un tout petit marché.

Risques : Les acteurs ont-ils changé ?

Patrick Peugeot : Ceux qui étaient déjà uniques, c'est-à-dire qui travaillaient en direct sur tous les marchés, le sont restés : au premier rang, les réassureurs. Ils étaient déjà largement répartis sur l'ensemble de l'Europe, ils ont donc continué comme avant. Deuxièmement, et c'est intéressant de le souligner, les assureurs spécialisés dans le risque d'entreprise parce que ce sont probablement eux qui ont bénéficié du marché européen en ayant des couvertures qui se sont trouvées être plus compétitives, et pour lesquels réellement la concurrence a joué, y compris d'ailleurs avec des acteurs extérieurs à l'Europe. Qu'est-ce qui a fait bouger réellement les choses ? C'est AIG et en partie un certain nombre d'opérateurs des Bermudes, qui ont apporté une capacité à moindre coût, parce qu'ils considéraient que sur ce vaste marché qu'était

devenue l'Europe, ils allaient pouvoir couvrir leurs risques dans de meilleures conditions. Ces deux branches-là étaient déjà uniques, elles le sont restées et ont fait bénéficier l'ensemble de l'Europe de leur capacité.

Ce qui a également vraiment changé, c'est la gestion d'actifs, inexistante il y a cinquante ans. On voit même des assureurs qui n'ont plus de financiers, ils ont quasiment tout délégué, et par conséquent la gestion d'actifs est devenue vraiment une organisation en soi qui a atteint des montants absolument monumentaux. On le voit bien quand on mesure la taille des grands gestionnaires d'actifs par rapport aux assureurs. Même Berkshire Hathaway ne constitue pas à proprement parler une force financière significative par rapport aux grands gestionnaires d'actifs. C'est impressionnant.

Avec l'arrivée de l'euro, on aurait dû avoir enfin un vrai marché unique de l'assurance. Mais les frontières sont restées ce qu'elles étaient. Les grands fautivefs, à mon avis, sont les grands groupes, qui n'ont fait aucun effort pour l'unicité des produits, pour faire que la concurrence se fasse sur des bases similaires. En réalité, le marché allemand est resté le marché des entreprises allemandes, le marché français est resté le marché des entreprises françaises... Le seul produit à mon sens qui soit vraiment unique, ce sont les *variable annuities*. Ça, c'est un produit européen. Mais c'est tout récent.

Je pense que s'il y a très peu de produits uniques, c'est la marque même de la volonté des grands de ne pas s'affronter. C'est un peu l'inverse des fabricants automobiles. Les constructeurs automobiles ont développé ce mythe de la voiture européenne, même de la voiture mondiale. Il n'y a pas un assureur actuellement qui vende un produit mondial, qui soit vraiment le produit tout azimut.

À travers ce propos, je ne veux pas dire que Daniel Havis a raison de rester local alors que je pense exactement le contraire : l'avenir des assureurs (ça tient peut-être à mon expérience de réassureur) est de

couvrir le plus grand nombre possible de risques pour non seulement avoir une répartition optimale à travers les différents marchés, mais aussi pour avoir, sur les mêmes marchés, des produits qui se complètent les uns les autres.

Dernier échec : Solvabilité II, qui devait normalement demander moins de capitaux, coûter moins cher au client, arriver à un système unique et simplifié. Or on arrive exactement à l'inverse. C'est un échec vraiment grave. Je crois quand même à l'Europe, j'y crois même beaucoup, mais le marché unique n'est pas pour demain, et avec Solvabilité II l'objectif d'avoir une meilleure couverture moins chère avec une concurrence qui garantisse une réelle stabilité des marchés n'est pas encore atteint.

Daniel Havis : Comment peut-on demander à l'assurance de réaliser ce que les États n'ont pas été capables de faire autour de la gestion de la monnaie unique ? L'Europe politique, conceptuellement elle existe, et je me considère un ardent Européen. Mais commercialement, juridiquement, comment arriver à une transparence entre les produits dont ont besoin les Français, les Allemands, les Italiens, les Espagnols et les Grecs, dès lors que les réglementations, les mécanismes d'indemnisation, les régimes publics, les habitudes des consommateurs sont distincts... Tout est différent !

Patrick Peugeot : Prenons l'exemple le plus évident : l'épargne. S'il y avait une réelle volonté des grands de faire bouger le système pour s'affronter avec un produit unique et faire en sorte que les fiscalités se rapprochent, on pourrait le faire. Mais finalement on ne l'a pas souhaité. Pourquoi ? Un de mes parrains en réassurance, Paul Nolla, disait que les assureurs ne découvrirait les bénéfices de l'Europe qu'à la fin du XX^e siècle : il était optimiste !

Jacques Richier : Daniel Havis a raison. Le rôle du régulateur a beaucoup joué dans l'absence de développement d'un marché unique en Europe. La conception d'un produit comme les *variable annuities* est loin d'être facilitée aujourd'hui. Je ne serai pas aussi négatif pour autant. Le tout, c'est de repartir du

consommateur. Que le consommateur, en France, ait des habitudes, des façons de consommer de l'assurance différentes du consommateur allemand, autrichien ou espagnol, peu importe. Lui imposer un produit sera difficile. Les assureurs doivent s'adapter à la demande du consommateur. Si celle-ci venait à évoluer parce que la législation, l'Europe, ou la fiscalité évoluent, alors nous devrons répondre à cette évolution. Mais c'est du consommateur que viendra le mouvement.

Et si le marché européen ne se développe pas autant que nous aurions pu l'attendre, je voudrais néanmoins souligner l'existence d'un marché mondial.

Tout à l'heure, j'ai cité la gestion d'actifs et le risque entreprise. Nous pourrions également mentionner le marché de l'assistance, les relations avec les constructeurs automobiles ou encore la santé des expatriés. Dans ces trois domaines, il existe bel et bien aujourd'hui des marchés mondiaux et des lignes de métier mondiales. Je suis convaincu que l'assistance vit des moments difficiles parce qu'elle a été trop franco-française. Si un acteur comme Allianz Global Assistance (ex-Mondial Assistance) s'en sort bien, c'est précisément parce qu'il est mondial. L'entreprise se développe, par exemple, fortement en Amérique du Sud et en Chine. Elle a acquis ainsi une taille qui lui permet vraisemblablement d'avoir des taux de développement et une rentabilité supérieurs à ses concurrents. Il en va de même pour les relations avec les constructeurs automobiles. Aujourd'hui, un constructeur, qu'il soit français, allemand ou américain, ne négocie plus pays par pays ; il négocie un ensemble de pays. Pour ce qui est de la santé des expatriés, c'est un marché qui se développe très vite, et qui nécessite des structures d'accompagnement internationales. Au-delà de l'Europe, il y a donc des métiers qui sont devenus entièrement mondiaux.

D'autre part, je suis convaincu que, sous l'impact de Solvabilité II, nous serons peut-être amenés demain à partager nos bilans entre pays.

Patrick Peugeot : Je ne partage pas votre idée de ligne de métier devenue mondiale. En réalité, ce que vous

évoquez c'est la « super-Europe » parce que le marché américain est quand même à part dans cette analyse générale. Et le marché chinois et le marché indien ne sont pas encore dans le dispositif. Le « mondial » n'a pas encore pris toute son ampleur.

Daniel Havis : Je voudrais revenir sur les différences de consommation entre nations. L'assurance directe en Angleterre fonctionne. En France, en revanche, cela marche moins bien. C'est un fait. Je me rappelle un certain nombre de nos chers collègues qui ont créé des sociétés téléphoniques et qui nous disaient : c'est la fin de vos réseaux, vous allez pouvoir vendre vos agences... On n'a pas vraiment vu ça. Peut-être parce que nous avons en France un autre mode de consommation. Là on est dans la psychologie. C'est pour cela qu'un groupe européen a du sens, c'est pour cela que j'appelle à la Sgam européenne, pour constituer un groupe européen, qui respecte les cultures nationales de consommation et d'appréhension de l'assurance. Mais nous ne sommes pas forcément très légitimes à vouloir essayer d'apporter, telles les armées de l'Empire, l'assurance comme une idée neuve en Europe.

Dans les pays d'Extrême-Orient, effectivement, il semble qu'il y ait une appétence pour les budgets auto tout compris, incluant l'assurance. Là, effectivement, pour des groupes mondiaux qui arrivent avec des constructeurs, cela a un vrai sens. En revanche, l'assurance via les constructeurs en France, pour l'instant c'est surtout du côté des sinistres que les objectifs ont été atteints.

Risques : Allons-nous vers une harmonisation des comportements des consommateurs en Europe ? Le cadre prudentiel s'unifie ; la souscription par Internet se développe... Ce type de souscription peut-il conduire à une standardisation des comportements ? Ce que l'on apprend de l'internaute espagnol peut-il ou non servir pour l'internaute français ?

Jacques Richier : Il faut faire attention à ne pas vouloir appliquer à un client le modèle dont nous rêvons. Il y a des habitudes de consommation

différentes, mais cela ne veut pas dire qu'il n'y ait pas quand même des tendances communes comme, par exemple, le recours croissant à Internet. Dans ce cas précis, nous avons donc choisi de partager des plateformes Internet communes au sein du groupe. Nous avons utilisé la technologie développée par l'Italie, et en six mois l'implantation était faite en France.

Risques : Est-ce qu'Allianz apprend d'un pays à l'autre ? La souscription par Internet de l'Italie a-t-elle été utile pour la souscription par Internet en France ?

Jacques Richier : Oui, bien sûr. À partir du numéro d'immatriculation, les équipes italiennes sont capables aujourd'hui de réaliser un devis à 5 % près. Ils laissent ensuite un papier sur le pare-brise indiquant « Si vous étiez chez Allianz Italie, vous paieriez x euros ». Cela peut paraître surprenant, mais nous nous sommes rendu compte que cela pouvait aussi être fait en France. Nous partageons les meilleures pratiques et nous nous forçons à réduire l'écart. Cela a aussi un autre mérite : dès que l'on cible un domaine où l'on va identifier les meilleures pratiques, chacun cherche à être le meilleur afin que ce soient les autres qui intègrent son modèle, et non le contraire. C'est une dynamique vertueuse.

Patrick Peugeot : Ce qui prouve d'ailleurs qu'Allianz, à l'intérieur de son propre monde, joue la carte de la concurrence.

Jacques Richier : Oui, même si je parlerais plutôt d'émulation. Allianz fait une fois par an un benchmark mondial interne au groupe. C'est entièrement entre nous que se fait la comparaison.

Risques : À vous écouter, on pourrait avoir le sentiment que hors de l'internationalisation, point de salut. Or on voit que des acteurs, y compris mutualistes, ont échoué dans leur tentative de s'implanter à l'international. Dans le même temps, on constate une forte demande de proximité de la part des consommateurs. Comment concilier ces différents aspects ?

Jacques Richier : Il y a deux *business models*

différents. Et les deux sont possibles. Je ne crois pas que si l'on est un acteur local et un bon acteur local, il faille nécessairement faire ce que font des acteurs comme Allianz ou AXA. Ce serait une faute. Par contre, on peut penser qu'à moyen terme, les constructeurs automobiles vont jouer leur rôle, que l'Internet va faire bouger les lignes, que le marché du *retail* va se fragmenter. Il faudra l'envisager sur une surface géographique plus large, et là des formes d'associations de type Sgam européenne peuvent avoir du sens.

Daniel Havis : Comparaison n'est pas raison, mais regardez comment fonctionne l'assurance des particuliers aux États-Unis. Ils n'ont pas la barrière linguistique, ils ont une base juridique relativement homogénéisée, ils ont la même monnaie, le même gouvernement de la monnaie, etc. Et l'essentiel de l'assurance se fait quand même au sein du cadre de l'État fédéré.

Patrick Peugeot : On ne peut pas se servir des États-Unis comme d'une référence pour savoir comment les modèles vont évoluer, parce qu'il n'y en

a pas un qui ait résisté. Il y a déjà les prémices d'une supervision fédérale aux États-Unis. Pour moi, la grande stupéfaction c'est la disparition de AIG. Je regardais tout à l'heure la valeur en Bourse de AIG nationalisé (parce qu'il est sous le contrôle de l'État), c'est la moitié de AXA. C'est ahurissant. Le modèle américain n'existe pas comme un moyen de prédire l'évolution du marché européen.

Jacques Richier : Tout dépend de ce que l'on veut être. Je crois incompatible d'avoir une certaine taille locale et une très large gamme de produits, couvrant tous les risques de l'assurance. Il faut avoir un *business model* aligné sur ce que l'on est. Si l'on est bien aligné, on survit. Tout le monde trouve sa place. Entre sa taille de bilan et ce que l'on veut couvrir, il faut être cohérent.

Note :

1. Sferen : société de groupe d'assurance mutuelle (Sgam) regroupant la Macif, la Maif et la Matmut.

SITUATION ET DÉFIS DE L'ASSURANCE EUROPÉENNE DANS LA CRISE

Denis Duverne

Directeur général délégué, groupe AXA

Léo Costes

Chargé de mission auprès de Denis Duverne

En 1755, l'un des plus forts tremblements de terre de l'histoire européenne ravageait Lisbonne, faisant plusieurs dizaines de milliers de victimes. Au-delà d'avoir donné naissance à la sismologie moderne, ce séisme est également à l'origine d'une vive polémique entre Voltaire et Rousseau. Au premier qui se lamente sur l'acharnement du sort, le deuxième répond qu'il revient aux hommes de prévenir les conséquences des catastrophes naturelles, argumentant que « la nature n'avait point rassemblé là vingt mille maisons de six à sept étages, et que si les habitants de cette grande ville eussent été dispersés plus également, et plus légèrement logés, le dégât eût été beaucoup moindre, et peut-être nul ».

Cette célèbre controverse fait référence à l'accumulation du risque. Le risque d'entreprendre, de créer et de tout perdre face à des événements que nous ne maîtrisons pas. L'essence même de l'assurance est de réduire l'incertitude des individus et des entreprises en les prémunissant des conséquences financières et économiques liées à la survenance d'un risque. En organisant cette protection, elle est un moteur de confiance et de croissance, sujets plus que jamais d'actualité. Le risque prend des formes nouvelles et persistantes (catastrophes naturelles, changement climatique, risques liés à l'allongement de la durée de la vie et au vieillissement des populations, risques financiers et macroéconomiques), et en même temps on n'a jamais autant cherché à s'en prémunir. Dans ce contexte, les assureurs ont un rôle essentiel à jouer dans le développement économique et social, aussi bien en Europe que dans le monde. Cet article fait un rapide état des lieux de la situation et des défis du secteur en répondant à trois questions : comment l'assurance européenne a-t-elle été impactée par la crise ? Quels sont les défis auxquels elle est confrontée ? Et comment peut-elle y faire face ?

L'assurance, un secteur résilient face aux crises

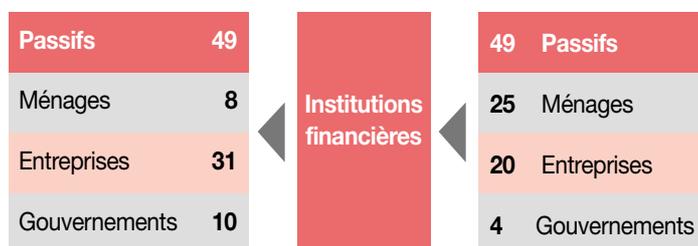
A partir de 2007, les crises se sont enchaînées avec une intensité sans précédent depuis celle de 1929 et la grande dépression qui l'a suivie. Cette période, marquée par une crise de liquidité et des crises de solvabilité tant des banques que des États, a fortement ébranlé les institutions bancaires et a entraîné une défiance vis-à-vis du secteur financier. Ce dernier se retrouve régulièrement au bas des classements sectoriels établis chaque année par le Reputation Institute (1) à côté de l'industrie du tabac. Cependant, tandis que la réputation du secteur bancaire auprès du grand public s'écroulait, celle de l'industrie de l'assurance progressait légèrement. Avant-dernière en 2009, elle devance désormais de trois places la banque et se classe 17^e sur les 25 secteurs analysés.

Les assureurs ont bien entendu été impactés par les effets induits de ces crises. La conjugaison de la chute des marchés, du déclin des taux d'intérêt, du ralentissement économique, de la détérioration de la qualité du crédit et, dans certains cas, d'une exposition au risque de contrepartie lié à la faillite d'institutions financières, a impacté leur rentabilité et parfois la solidité de leur bilan. Rien de comparable cependant avec ce qu'ont subi les banques qui doivent, au contraire des assureurs, gérer des problématiques de refinancement et de liquidité. À titre d'exemple, entre 2007 et fin 2009 les assureurs ont enregistré à travers le monde des dépréciations d'actif de 261 milliards de dollars contre 1 230 milliards de dollars pour le secteur bancaire. Les assureurs européens se sont globalement montrés résilients (69 milliards de dollars de dépréciation pour 189 milliards de dollars aux États-Unis) (2). À noter qu'AIG, ING, Ambac Financial Group Inc et Fortis représentent 53 % des pertes totales du secteur sur la période et que les difficultés de ces groupes ont trouvé leur cause dans leurs activités non assurancielles ou non traditionnelles. Néanmoins, le raccourci est rapidement fait et le secteur de l'assu-

rance reste plus que jamais strictement contrôlé par les autorités nationales, comme en témoigne la volonté de l'IAIS (3) de définir une liste des compagnies potentiellement systémiques qui seront soumises à des mesures de supervision renforcées.

Même s'il a été malmené pendant la crise, le secteur financier n'en reste pas moins indispensable au fonctionnement de l'économie. Il joue un rôle d'intermédiaire entre d'une part les besoins de financement et de protection à long terme de l'économie et de la société et, d'autre part, les ressources d'épargne disponibles. De ce point de vue, l'Union européenne possède un avantage concurrentiel par rapport aux États-Unis avec un taux d'épargne brut plus élevé (19 % contre 10 %) (4). Plus particulièrement, les institutions financières ont un rôle crucial à jouer entre les ménages, pourvoyeurs de capital, et des entreprises et des gouvernements consommateurs de capital.

Intermédiation financière en Europe (5)
(trillions d'euros, 2010)



Cependant, les secteurs bancaire et assurantiel contribuent différemment à l'intermédiation financière. Contrairement aux banques, le modèle économique des assureurs ne repose ni sur l'effet de levier ni sur la transformation de maturité (dépôts à court terme nourrissant des prêts à long terme). Le secteur de l'assurance se différencie par l'inversion de son cycle de production (les primes étant collectées avant la réalisation de la prestation par l'assureur) et le caractère de long terme de ses investissements. En Europe, par exemple, les assureurs détiennent 45 % des actifs institutionnels (~9 000 milliards d'euros) et les obligations représentent 61 % de leur portefeuille d'actifs détenus en propre (6).

Mais au-delà de son rôle essentiel dans l'intermédiation financière, l'assurance est un secteur porteur car il répond à des besoins qui croissent plus rapidement que l'activité économique. Même si l'Europe est déjà le premier marché mondial devant les États-Unis (respectivement 1 651 milliards de dollars et 1 205 milliards de dollars de prime en 2011), avec un taux de pénétration relativement élevé (7,06 % en moyenne) (7), ses données économiques et démographiques plaident pour un renforcement du rôle des assureurs aussi bien en matière de retraite, de santé et de dépendance qu'en assurance de dommages. L'Europe affiche, par exemple, l'une des espérances de vie les plus longues (plus de 79 ans en moyenne) et le taux de dépendance des personnes âgées (26,4 %) y est supérieur à la moyenne des pays de l'OCDE (22,4 %). Les dépenses de santé par habitant ont progressé de 55 % entre 2003 et 2011 et 77 % des dépenses de santé totales sont des dépenses publiques (contre une moyenne de 64 % dans les pays de l'OCDE) (8). Leurs marges de manœuvre étant de plus en plus réduites, les États auront des difficultés à faire face à ces besoins grandissants. Du point de vue de l'assurance de dommages, l'augmentation du nombre et du coût des catastrophes naturelles est l'un des grands défis pour les années à venir. Le risque de pertes économiques lors de catastrophes associées à des aléas météorologiques dans les pays de l'OCDE – parmi lesquels figurent beaucoup de pays d'Europe de l'Ouest – augmente plus vite que le PIB par habitant (9). L'assurance a donc de belles perspectives en Europe comme dans le reste du monde.

Les défis d'un écosystème en pleine mutation

Les tendances actuelles du marché rendent difficile le rôle d'intermédiaire et de stabilisateur de l'économie des assureurs. La volatilité des véhicules de placement à long terme, en particulier des actions, a fortement augmenté au cours des dix dernières années. Durant cette période, nous avons vécu deux chutes des

marchés actions de plus de 60 % (2001-2002 et 2008-2009) et les primes de risque se sont élargies sur les obligations d'entreprise et sur les dettes souveraines. Du côté de l'investisseur, la volatilité des marchés dissuade la prise de risque sur le long terme. Du côté de l'épargnant, elle renforce la préférence pour la liquidité et l'aversion au risque. De plus, les politiques monétaires expansionnistes menées par les banques centrales ont pour effet de maintenir les taux d'intérêt artificiellement bas. Ces mesures permettent certes, à court terme, de rembourser des dettes souveraines à faible coût, de stimuler la demande globale et d'aider les banques à restaurer leur bilan et leur profitabilité. Cependant, le bas niveau des taux à long terme représente une menace pour le secteur de l'assurance vie car les entreprises ont de plus en plus de mal à garantir des taux attractifs. Les conditions actuelles ne favorisent donc pas les investisseurs longs.

Les changements réglementaires et les questions de fiscalité pourraient également réduire l'appétence des assureurs pour le long terme. Solvabilité II est une réforme indispensable qui consacre la gestion actif-passif comme outil de pilotage et, par là même, renforce la solidité financière des sociétés d'assurance. Néanmoins, certains aspects du projet actuel pourraient dissuader de détenir des actifs à long terme avec, par exemple, l'introduction d'un taux d'actualisation des passifs déconnecté du rendement des actifs (générant une volatilité du ratio de solvabilité) ou une charge en capital des actifs proportionnelle à leur maturité et à leur volatilité court terme (conduisant à une charge en capital d'environ 40 % sur les actions, et d'environ 7 % à 11 % sur les obligations d'entreprises notées A pour des durations respectives de cinq et dix ans). L'anticipation de ces mesures a déjà contraint les grandes compagnies à changer leur allocation d'actifs. Sans modification des règles actuellement en négociation, les acteurs de taille moindre, qui représentent plus des deux tiers des actifs des assureurs européens, pourraient être amenés à céder de nouveaux volumes importants d'actions. Ces évolutions prudentielles interviennent dans un contexte de durcissement, en particulier en France, de la fiscalité de l'épargne. Un alourdissement des prélèvements ne pourrait

qu'affaiblir la capacité des assureurs d'attirer l'épargne longue, voire pourrait provoquer des rachats forçant les assureurs à vendre une partie de leurs obligations.

Enfin, l'irruption du digital modifie notre mode de vie. Aujourd'hui, plus de 2,4 milliards de personnes sont connectées à Internet et en Europe le taux de pénétration atteint plus de 72 % (10). Mais le plus saisissant reste la fulgurante croissance de l'Internet mobile. Les ventes cumulées de tablettes et de smartphones ont dépassé celles des ordinateurs au quatrième trimestre 2010 et en représentent aujourd'hui près du double (11). En Europe, le nombre de leurs utilisateurs devrait encore doubler d'ici à 2014. Ce monde à « quatre écrans » crée de nouvelles attentes et de nouveaux comportements auxquels les assureurs doivent s'adapter. Les clients sont en recherche d'autonomie pour gérer les actes liés à la vie de leurs contrats d'assurance, et souhaitent communiquer davantage à distance avec leur agent ou conseiller. En France, 59 % des assurés visitent le site Internet de leur assureur au moins une fois par an, contre seulement 45 % leur agence (12). Internet est devenu un élément-clé dans la préparation de l'achat d'un produit d'assurance, grâce à sa capacité de permettre un accès simplifié et instantané à l'information.

S'adapter et accompagner les transformations en cours

S'adapter au contexte économique actuel implique notamment, pour les assureurs vie, de renforcer la gestion de leur bilan et de leur portefeuille de produits. Dans un environnement de taux bas, contenir l'écart de durée entre les actifs et les passifs permet à la fois de minimiser le risque de réinvestissement et d'atténuer les effets potentiels d'une persistance de taux bas. Face à une aversion au risque accrue, il est également déterminant d'améliorer la qualité de service et la communication vis-à-vis des distributeurs et des assurés. Plus de transparence, de pédagogie et des contacts réguliers augmentent significativement la rétention

des clients. L'expérience montre qu'en France les taux de rachats peuvent être divisés par 6 si le client est satisfait (13). L'amélioration de la rentabilité passe aussi par une restructuration des produits à taux garanti et une diversification vers les produits de santé et de protection qui sont moins sensibles au risque de taux que les fonds en euros.

Le défi en Europe est aujourd'hui de renforcer la stabilité du secteur financier et la protection des épargnants sans entraver la prise de risque nécessaire et régulée de façon adéquate pour retrouver la croissance. L'assurance peut et doit y contribuer. Mais sa capacité à être un fournisseur de capital-risque pour l'économie et à répondre aux besoins de financement de long terme repose sur l'adoption d'un cadre réglementaire européen adapté. Les entreprises d'assurance ont déjà beaucoup investi dans le projet Solvabilité II et doivent continuer. Les négociations actuelles sont cruciales et doivent aboutir rapidement afin d'éviter la procyclicité induite par l'évaluation en valeur de marché du bilan (mesures contracycliques) et une trop grande distorsion de la concurrence entre l'Europe et les autres pays (système d'équivalence). Solvabilité II ne doit pas décourager les assureurs d'investir dans des actifs risqués de long terme. D'autant plus que les banques sont amenées à céder des pans entiers de leur bilan sous l'effet des nouvelles normes prudentielles Bâle III qui renforcent drastiquement les exigences en termes de fonds propres réglementaires, de liquidité et de diminution de l'effet de levier. Les assureurs, qui disposent par nature de ressources à placer (les primes), pourraient être des partenaires idéaux et offrir des solutions de financement alternatives aux entreprises, surtout à long terme. Mais un cadre réglementaire adapté est indispensable.

Plus globalement, les assureurs doivent embrasser la transformation digitale en repensant leurs offres et leur modèle de distribution. Les nouvelles technologies accentuent la demande de gain de temps, de simplicité et de personnalisation. Les offres doivent être plus lisibles mais également plus segmentées, de manière à répondre spécifiquement aux besoins des clients, et

accompagnées de services dont ils perçoivent la valeur ajoutée. L'Internet oblige à simplifier le choix des consommateurs et la comparaison avec la concurrence en décomposant l'offre en une offre de base et des options additionnelles, au lieu des packages qui avaient cours dans la décennie précédente. L'Internet mobile est aussi un moyen d'améliorer le service rendu au client (applications pour la déclaration ou pré-déclaration de sinistres) ainsi que la pédagogie et l'information (applications de prévention routière avec estimation de l'alcoolémie et recherche de taxi). Mais même si la vente en direct se développe très rapidement, le conseiller demeure au cœur de la relation. On observe avant tout la généralisation d'un comportement hybride. Les clients jonglent entre les canaux de distribution selon l'heure, le produit, la situation ou leur humeur. Les deux tiers des internautes qui initient un achat sur Internet interagissent au moins une fois physiquement avec leur banque ou leur assurance. Dans ce modèle, l'importance de la relation humaine est conservée et le réel défi est d'offrir une expérience unique, intégrée et personnalisée quel que soit le mode d'interaction.

L'assurance européenne doit donc adapter son modèle économique et son régime prudentiel à l'environnement actuel afin de pouvoir jouer pleinement son rôle tant d'un point de vue économique que social. Nous devons être capables d'anticiper, de comprendre et de prévenir les risques si nous voulons contribuer à créer une société mieux préparée, plus sûre et plus solide. En organisant la protection mais aussi la prévention des risques, l'assurance est un moteur du développement durable. C'est pourquoi AXA a choisi d'adopter une attitude prospective en faisant de la « recherche et de l'éducation à la réduction des risques » un thème majeur de sa stratégie, avec le Fonds AXA pour la recherche qui accompagne les meilleurs chercheurs dans le monde (100 millions d'euros à ce jour) et son partenariat avec l'ONG Care

sur des programmes de recherche autour du changement climatique ou des actions d'accompagnement des populations affectées par ce changement. C'est en répondant durablement à un besoin social que l'assurance trouvera toute sa légitimité.

Notes

1. *Institut spécialisé dans l'étude de la réputation fondé à New York en 1997* (www.reputationinstitute.com).
2. OCDE, *Impact of the Financial Turmoil*.
3. IAIS, *International Association of Insurance Supervisors*.
4. *Taux d'épargne brut en % du PIB*. Source : Banque mondiale.
5. Sources : Oliver Wyman, Banque centrale européenne, Banque d'Angleterre et d'Orbis.
6. Sources : *Insurance Europe Statistics, FMI Global Financial Stability Report et Morgan Stanley, "Insurance 2013 Outlook"*.
7. Sigma, *"World Insurance in 2011"* (taux de pénétration = prime d'assurance ramenée au PIB).
8. Banque mondiale.
9. Nations unies, *"Global Assessment Report on Disaster Risk Reduction"*, 2011.
10. Banque mondiale.
11. Mary Meeker, *Internet Trends Research Report*.
12. *Enquête Ipsos-Logica, 2012*.
13. *Baisse constatée par AXA en France entre 2008 et 2011*.

L'ASSURANCE EUROPÉENNE FACE À LA CRISE

Yann Le Pallec

Directeur général, Standard & Poor's Ratings Services Europe

Les assureurs européens font face à une accumulation de défis qui peuvent avoir un impact important sur les offres produit, la couverture des garanties en assurance vie et l'évolution des politiques de souscription en assurance de dommages. La question qui se pose au secteur en Europe est : comment concilier attractivité pour les investisseurs et compétitivité vis-à-vis des assurés, sans pour autant nuire à sa solvabilité.

En assurance vie, le modèle de croissance des trente dernières années a contribué à la prise par l'assureur de risques financiers importants dans le cadre de ses engagements à l'égard de l'assuré. Dans les contrats d'épargne traditionnels, l'assuré se trouve garanti contre des risques de défaut, de baisse ou hausse des taux, de volatilité et d'illiquidité des placements de l'assureur. Dans le contexte financier qui prévaut depuis cinq ans, les coûts relatifs à ces garanties se font de plus en plus significatifs pour l'assureur.

En assurance de dommages, dans des marchés européens très concurrentiels, les revenus financiers représentent la majeure partie des résultats. Or, lorsque les taux d'intérêt sont bas, à risque financier égal, les résultats de souscription sont appelés à prendre plus d'importance. Ceci peut amener les assureurs à

augmenter leurs tarifs et à sélectionner les risques de manière plus stricte. Au cours des cinq dernières années, le secteur a fait face à de multiples changements : taux d'intérêt historiquement bas, risque de crédit croissant – notamment concernant les émetteurs souverains –, marchés actions bas et volatils. S'y ajoutent les faibles perspectives de croissance économique qui, à terme, menacent la capacité bénéficiaire du secteur.

Sur le front réglementaire, les incertitudes demeurent, principalement du fait des reports répétés de l'entrée en vigueur de Solvabilité II. La réglementation européenne actuelle reste peu ajustée au risque et ne permet notamment qu'une faible prise en compte des risques relatifs aux placements. Les modalités de mesure des exigences de fonds propres sous Solvabilité II ne sont pas encore finalisées, et relativement peu d'assureurs disposent d'outils suffisants pour mesurer leur capital

économique. Dans ces conditions, et face à la défiance grandissante des investisseurs à l'égard du secteur en général, la gestion des fonds propres n'a jamais été aussi complexe.

Cela a contribué à l'abaissement de la note de solidité financière moyenne du secteur au cours des cinq dernières années. Sur les trois premiers trimestres de 2012, le rapport entre abaissements et relèvements de notes se situait à 2,8 en Europe (pour chaque note relevée, nous avons abaissé la note d'environ trois assureurs).

Avec une notation moyenne de A-, le secteur des assurances reste cependant très bien noté, notamment en comparaison avec celui des banques, dont les notes ont baissé de façon plus marquée, et plus encore avec les secteurs industriels et de services, dont les notes moyennes sont nettement plus faibles – généralement dans la catégorie BBB. Il n'est toutefois pas à exclure que la tendance baissière perdure dans l'assurance, comme l'indiquent les perspectives attachées aux notes de Standard & Poor's dans le secteur. Si 70 % des perspectives sont stables, près d'un quart des perspectives sont négatives. Seuls 6 % des notes bénéficient d'une perspective positive.

Un contexte économique peu porteur pour l'assurance

Les indicateurs économiques européens continuent de montrer des signes de faiblesse. L'Europe a enregistré trois trimestres de récession ou de stagnation depuis le dernier trimestre de 2010, même si les perspectives varient d'un pays à l'autre. Nous prévoyons une stagnation du PIB de la zone euro en 2013. En particulier, nous attendons une faible croissance en 2013 en France et au Royaume-Uni, et une récession en Italie et en Espagne.

Une situation économique peu prospère réduit la capacité d'épargne, notamment du fait de

l'augmentation du taux de chômage, de la stagnation des revenus et de la pression fiscale plus forte. Cela se traduit par une moindre capacité des ménages à alimenter leurs contrats d'épargne, voire par une hausse des rachats. La situation économique des quatre derniers trimestres n'a d'ailleurs pas été sans impact sur les niveaux de collecte nette en France, en Italie ou en Espagne.

Dans ces pays, l'assurance vie est dominée par l'épargne traditionnelle garantie. Or, dans un contexte de taux bas, les contrats commercialisés par les assureurs présentent peu d'avantages concurrentiels par rapport à d'autres formes d'épargne, si ce n'est un avantage fiscal, par ailleurs progressivement rogné. La concurrence des produits d'épargne bancaires et les solutions de gestion pour compte que proposent les gestionnaires d'actifs pourraient menacer davantage la collecte des contrats d'assurance vie et amener les assureurs à opérer un virage stratégique, en privilégiant progressivement les marges aux volumes. D'ailleurs, nombre d'assureurs souhaitent privilégier les contrats de prévoyance et, plus généralement, les produits où le risque assurantiel prime sur le risque financier.

Les assureurs de dommages, en période de crise, subissent généralement une augmentation de la sinistralité. Pour contrer cette tendance, ils ont d'ores et déjà procédé à des augmentations tarifaires, qui seront probablement renouvelées. Il existe également un risque d'inflation importante du coût des sinistres, même si nous l'estimons peu probable.

Un risque élevé de taux d'intérêt

Une période prolongée de taux bas représente l'un des risques les plus importants pour les assureurs vie européens, principalement du fait de leurs engagements de taux garantis et de la concurrence sur les marchés de l'épargne. En 2011 et 2012,

la baisse des taux d'intérêt a été significative. En Allemagne, en France, au Royaume-Uni et aux Pays-Bas, les taux des emprunts d'État à dix ans ont chuté de près de 150 points de base. Les niveaux actuels sont proches des minima historiques.

Toutefois, les régimes réglementaires actuels en Europe, à l'exception de la Suisse, du Royaume-Uni et des Pays-Bas, donnent une fausse image de l'impact de la baisse des taux sur la solvabilité des assureurs. En effet, sous Solvabilité I, les ratios de couverture de marge peuvent atteindre des niveaux élevés du fait de la prise en compte des plus-values obligataires, alors que les passifs ne sont pas, ou sont partiellement, considérés à leur juste valeur.

Il faudra du temps avant que les stratégies de repositionnement sur des contrats moins sensibles aux taux d'intérêt se concrétisent dans les résultats et les profils de risque des assureurs. En assurance vie, sur les portefeuilles existants, les acteurs restent engagés à servir les taux garantis ou à créditer des taux attractifs, ce qui les amène à n'incorporer la baisse des taux d'intérêt que très progressivement. Certains s'exposent davantage au risque de crédit, afin de maintenir le niveau des revenus des placements, ou adoptent des politiques d'investissement et de gestion actif-passif plus agressives. Si l'environnement de taux bas se prolonge, le coût des options et des garanties attachées aux contrats d'épargne traditionnels pourrait continuer de peser sur les notes de solidité financière.

Le risque de crédit augmente et la volatilité des marchés reste élevée

Le risque souverain est à l'origine de plusieurs abaissements de notes courant 2012. En effet, les assureurs investissent dans des placements domestiques, dont des obligations souveraines, et la valeur de certains de leurs engagements est sensible à la situation économique locale. C'est

d'ailleurs ce qui explique la perspective négative sur la note de plusieurs assureurs.

Le contexte défavorable pèse également sur le risque de crédit des émetteurs non souverains. Malgré un tassement des *spreads* des entreprises de la zone euro et du Royaume-Uni récemment, nous anticipons une hausse du taux de défaut des émetteurs de catégorie dite « spéculative » (notés BB- et au-dessous) à 6,8 % à la fin de 2013, contre 6,3 % à fin septembre 2012. Ce taux pourrait même dépasser 8 % dans le scénario d'une récession prolongée dans la zone euro. La hausse des marchés actions courant 2012, quant à elle, reste fragile eu égard à la persistance d'une forte volatilité et à la faiblesse des perspectives économiques.

Solvabilité II reste une source d'incertitude pour le secteur

Nous considérons peu probable que Solvabilité II entre en vigueur avant 2016. L'incapacité des régulateurs européens à atteindre un point d'entente alimente l'incertitude des assureurs et des investisseurs. De nouveaux reports signifieraient probablement l'apparition de nouveaux compromis dans le cadre réglementaire et une déviation de son objectif initial. Ceci pourrait également mettre à mal la réputation du cadre réglementaire européen et ses chances de reconnaissance internationale. L'un des exemples d'ailleurs souvent cités à cet égard est l'absence dans Solvabilité II de charge en capital pour le risque souverain, en dépit des développements récents concernant ce risque en Europe.

Nous estimons néanmoins qu'un cadre ajusté du risque comme Solvabilité II est crucial en vue de pallier les insuffisances de Solvabilité I, notamment les incohérences observées dans son application à travers l'Europe. Solvabilité II devrait améliorer la comparabilité entre assureurs, même s'il faut s'attendre à une longue période de transition avant que les régulateurs locaux n'atteignent un point de convergence.

Quelques exemples en assurance vie à travers l'Europe

Tous les marchés européens subissent les effets des difficultés économiques et financières cités plus haut, bien qu'ils se manifestent de façon différente. La baisse des taux d'intérêt impacte les différents marchés selon la structure des produits et des garanties commercialisés. En Allemagne notamment, une baisse prolongée des taux peut avoir un impact très négatif sur la solvabilité des assureurs, eu égard aux garanties de taux de long terme attachées aux contrats d'assurance vie traditionnels. Pour les marchés français et britannique, la baisse des taux est également un risque important, mais essentiellement parce que la concurrence en matière de taux crédités et la participation aux bénéfices des assurés obèrent significativement leur capacité bénéficiaire. Des pratiques d'allocation d'actifs et une politique de gestion des fonds propres différente entre ces marchés expliquent également leur évolution lors des différentes phases de la crise depuis 2008. Cela justifie aussi les écarts dans les mouvements de notes sur ces trois marchés depuis cinq ans.

■ France

Les perspectives restent négatives, en raison de l'impact du contexte actuel sur la solvabilité ajustée du risque.

À la fin de 2012, plus de la moitié des notes Standard & Poor's sur les assureurs français sont assorties d'une perspective négative, après de nombreux abaissements depuis l'année 2009. Ce mouvement baissier est essentiellement lié à la baisse de la solvabilité ajustée du risque telle que nous la mesurons selon nos critères.

Certains assureurs français ont payé un lourd tribut au risque de la dette grecque et le marché reste significativement exposé aux dettes souveraines des

pays d'Europe du Sud (Espagne et Italie, essentiellement). Les assureurs français sont aussi plus exposés en moyenne aux actions (11 % des placements).

Théoriquement, le marché français montre une exposition au risque de baisse des taux relativement moindre que, notamment, le marché allemand, grâce à des taux garantis très faibles. Il n'en demeure pas moins que le marché est très concurrentiel et que la capacité à réduire les taux crédités ne se matérialise que très progressivement. De plus, le marché dispose, en moyenne, d'un niveau relativement faible de provisions pour participation aux bénéfices (entre 1 % et 2 % des provisions mathématiques). Ceci laisse présager une baisse continue des taux crédités, si les assureurs envisagent de préserver durablement leur solvabilité.

La marge bénéficiaire, quant à elle, est structurellement faible eu égard aux règles strictes de participation aux bénéfices. Elle l'est davantage encore dans le contexte actuel de taux d'intérêt, d'autant que les assureurs opèrent dans un marché où ils ne sont pas les seuls acteurs à proposer des produits d'épargne. Ils sont donc incités à accentuer les éléments différenciateurs par rapport à l'offre des banques et des gestionnaires d'actifs. Par ailleurs, les assureurs français mettent progressivement en avant des produits moins dépendants des résultats financiers, tels que les offres de prévoyance, de dépendance et de santé. Ils cherchent également à se différencier en orientant l'épargne traditionnelle en euros vers une offre plus marquée « retraite ».

■ Allemagne

Les taux bas mettent à l'épreuve la solidité financière des assureurs vie.

Le risque le plus important pour les assureurs allemands est la persistance de taux bas. Avec un taux de réinvestissement entre 2,6 % et 3,2 % – très proche, voire inférieur, au taux garanti moyen des contrats en portefeuille que nous estimons à 3,1 % –, la rentabilité des produits d'assurance vie est mise à rude

épreuve. Nous considérons toutefois que la solvabilité ajustée du risque des assureurs allemands reste solide, même si elle s'est détériorée par rapport aux années précédentes. Bien qu'il existe un potentiel de renforcement à travers les résultats futurs, cette détérioration implique une vulnérabilité accrue aux conditions de marché.

À l'instar de leurs voisins français, les assureurs vie allemands tentent de limiter l'impact de la baisse de taux. Leur stratégie est, notamment, d'allonger la durée des placements, d'accroître leur exposition au risque crédit, de réduire les garanties sur les affaires nouvelles et les taux crédités sur le portefeuille. Ils se réorientent également vers des produits non garantis. Ces mesures, toutefois, mettront du temps à porter leurs fruits.

■ Royaume-Uni

Les changements réglementaires imposent des choix stratégiques.

Le contexte macroéconomique défavorable, ainsi que la concurrence des produits d'épargne bancaires, contraignent les marges sur les affaires nouvelles des assureurs vie britanniques. Les taux d'intérêt

bas pèsent aussi sur la rentabilité et la solvabilité du secteur. Dans l'ensemble, la détérioration de la qualité de crédit des placements ne semble pas encore importante, mais, face à la baisse des taux, certains assureurs pourraient opter pour des politiques d'investissement plus offensives afin de maintenir les revenus de leurs placements. En comparaison à d'autres marchés européens, le niveau de taux garantis des assureurs britanniques est bas. Ils bénéficient également de couvertures contre la baisse des taux et peuvent, dans une certaine mesure, réduire les « bonus » attachés aux contrats participatifs (*“with profits”*). Leur solvabilité reste solide, ce qui est une force relative pour leur notation.

Cependant, les mutations du cadre réglementaire imposent des choix stratégiques à tous les acteurs. Dans l'assurance vie, on ne dénombre pas moins de treize changements réglementaires entre 2012 et 2014, actés ou potentiels. La *Retail Distribution Review*, par exemple, modifiera la structure de rémunération des conseillers pour la plupart des produits d'assurance vie, hors prévoyance. Les assurés devront dorénavant consentir formellement à rémunérer ces intermédiaires pour recevoir leur conseil. Il est probable que ce changement se traduise par une baisse des affaires nouvelles en assurance vie au cours de 2013 et 2014.

L'ASSURANCE EUROPÉENNE : LA REVANCHE À VENIR DES ACTIONNAIRES ?

Thomas Jacquet

Analyste assurance, Exane BNP Paribas

Les profits de l'assurance européenne en 2013 seront de 28 % inférieurs à ceux de 2007. La réduction du levier financier a poussé le rendement des fonds propres à la baisse, proche de 10 % contre 15 % avant la crise. Le secteur doit encore affronter deux défis : des taux d'intérêt bas, qui menacent certains modèles économiques, et une réglementation potentiellement handicapante au niveau international. De manière plus secondaire, la croissance économique reste faible en Europe et l'Union européenne doit apporter une contribution plus positive à la structure du secteur. Pourtant, des raisons d'espérer existent pour les actionnaires. La baisse des taux se traduit aussi par une baisse du coût du capital, qui reste encore trop élevé. Et certains groupes, qui ont clairement atteint la fin du processus de réduction du levier, vont pouvoir reprendre l'expansion de leur bilan, bénéficiant de l'avantage donné au premier à agir.

Une industrie de classe mondiale

L'industrie européenne de l'assurance joue les premiers rôles au niveau mondial. C'est vrai du côté de la demande, où l'Europe constitue le premier marché mondial, avec notamment un réservoir d'épargne qui reste considérable bien qu'en croissance modeste. C'est également vrai au niveau de l'offre, l'Union européenne et son voisin suisse hébergeant des leaders mondiaux tant en assurance directe qu'en réassurance. Ce leadership s'appuie sur une offre abondante et diverse, tant dans la forme légale (mutuelles, sociétés de capitaux) que dans la taille des

entreprises. Cette diversité est bien illustrée par la réassurance, où coexistent le bouillonnant marché de Londres et celui des grands réassureurs helvético-allemands. Il est également à noter que les grands groupes d'assurance ont une présence mondiale très ancienne et beaucoup plus diversifiée que les grandes banques. Ce premier rang mondial explique la portée globale de Solvabilité II, projet européen s'il en est.

De manière conjoncturelle, l'assurance européenne a fait preuve d'une bonne résistance dans les différentes phases de la crise financière qui ont affecté l'actif (crise souveraine, baisse des marchés actions) mais également les passifs (difficultés de refinancement) au cours des dernières années. Toutes les classes d'actifs (à l'exception des emprunts d'État des pays les plus sûrs) ont successivement été affectées par la crise.

Néanmoins, le secteur de l'assurance a bien résisté, notamment par rapport au secteur bancaire, en raison d'une meilleure adéquation des actifs et des passifs, fondement même de la gestion des risques d'une entreprise d'assurance et d'une bonne diversification des portefeuilles. Si l'intervention des banques centrales (baisse massive des taux d'intérêt) est porteuse de risques pour les sociétés d'assurance dont les revenus sont en grande partie des revenus obligataires, elle a au moins pour mérite de pousser à la hausse la valeur des actifs et de réduire le risque systémique.

Pour le secteur de l'assurance coté en Bourse, nous attendons chez Exane BNP Paribas des profits par action 2013 qui seront de 28 % inférieurs à ceux de 2007. Dans la période 2007-2012, l'ensemble des sociétés a réduit le levier financier, que ce soit par augmentation de capital, cessions d'actifs ou accumulation de bénéfices non distribués. Par conséquent, nous attendons en 2013 un retour sur fonds propres de 10,4 %, niveau très éloigné du pic de 2006-2007 qui s'établit au-dessus de 15 %. En termes de multiples de résultats, les multiples se sont une nouvelle fois comprimés. Le P/E ⁽¹⁾ moyen du secteur en 2007 était de 10,2x, contre 8,6x attendu pour 2013. Ceci correspond à un coût implicite des fonds propres tangibles de 11,7 % et un coût moyen pondéré du capital de 10 %. La récession du risque systémique, le niveau plus faible du levier financier et la baisse du coût de la dette sont autant d'arguments militant pour une baisse de ces primes de risque exigées. Il n'est cependant pas exclu que ce processus de réduction du levier financier arrive à son terme, au moins pour les acteurs ayant les bilans les plus solides. Il nous semble en particulier que le rendement des fonds propres d'Allianz souffre déjà de la très forte capitalisation du groupe et qu'il est probable que le groupe cherche des solutions pour déployer ce capital excédentaire. Une approche de la valorisation des sociétés par les cash-flows libres montre un potentiel de hausse supérieur pour les groupes qui ont atteint un niveau de solvabilité adéquat.

Le secteur européen de l'assurance, s'il a échappé aux craintes immédiates de crise systémique, doit

cependant affronter deux risques structurels qui exercent une pression sur les rendements attendus : des taux d'intérêt historiquement bas, voire négatifs, d'abord ; une réglementation incertaine et potentiellement handicapante sur le plan international, menaçant des positions concurrentielles durement acquises, ensuite.

Le risque économique : les taux bas

Afin de soutenir l'activité économique, les banques centrales des pays développés ont choisi d'inonder le marché de liquidité et de pousser à la baisse l'ensemble des taux d'intérêt. Cette intervention sur la partie longue de la courbe des taux vise à créer à la fois un effet de richesse (hausse du prix des actifs) et un effet d'éviction (déplacement des investissements vers plus de risque et donc de croissance potentielle). Elle se révèle également assez désagréable pour les assureurs dont une part significative des revenus et des profits provient des produits financiers générés par l'investissement des primes d'assurance.

La baisse des taux représente donc un défi de taille pour les assureurs mais aussi pour leurs actionnaires. L'impact immédiat de cette baisse des taux est de gonfler la valeur des actifs et notamment des actifs en représentation des fonds propres. Obtenir un rendement correct sur ces nouveaux fonds propres devient en revanche très difficile. L'année 2012 semble cependant montrer que l'étape suivante de ce phénomène est la baisse du coût du capital pour les assureurs, la hausse des fonds propres se traduisant par une réduction du levier financier. Elle se matérialise en premier lieu par des émissions de dette à taux très faible, puis par des hausses de cours de Bourse non expliquées par la croissance des profits attendus mais par la baisse du rendement exigé par les investisseurs.

Les assureurs ne sont cependant pas tous touchés de la même manière par cette baisse des taux de

rendement de l'actif. Les modèles économiques de l'assurance sont divers et ne présentent pas tous la même dépendance aux taux de rendement de l'actif. Récemment, Zurich signalait qu'opérer sur le segment des accidents du travail (*workers' compensation*) aux États-Unis n'était plus rentable, cette branche longue ayant encore des ratios combinés proches de 110 % malgré le faible niveau des taux. A contrario, les activités de prévoyance (décès, invalidité) sont assez peu affectées, l'essentiel de la marge provenant du compte technique. Enfin, les métiers de commissions (unités de compte) sont plus sensibles au niveau des marchés d'actions.

Sur un plan de gestion du risque, enfin, la baisse des taux a pour conséquence de renchérir le coût des garanties qui sont en général des garanties nominales. La couverture de la garantie se fait en général par l'achat d'une obligation sans risque correspondant à la maturité de la garantie et en couvrant le nominal. L'excédent d'actif peut alors supporter une prise de risque plus élevée. Avec des taux proches de zéro, la part risquée de l'allocation d'actif devient très faible. L'existence même de certaines activités est remise en cause par cet environnement de taux d'intérêt. Dans un monde où les valorisations se font en fonction des prix de marché, le coût économique et réglementaire des garanties peut devenir prohibitif, en particulier s'il s'accompagne d'une forte volatilité des actifs.

Le risque réglementaire : Solvabilité II

Dans une volonté a priori louable d'améliorer la supervision du secteur de l'assurance en Europe et dans le monde, l'Union européenne a lancé le projet Solvabilité II dont l'objectif initial était d'avoir une réglementation plus complète et plus proche des besoins réels en capital, car tenant compte des risques réellement pris par les sociétés. L'histoire de ce projet est assez unique. Les débuts du processus ont eu lieu dans un

monde de « grande convergence » où les pays de la périphérie de l'Europe donnaient des leçons de croissance au cœur vieillissant. A contrario, la directive a été votée en 2009, à quelques semaines du pic de crise financière. Il en reste donc une vision relativement court-termiste de la mesure du risque puisqu'il s'agit d'un horizon à un an, plus court que la grande majorité des risques d'assurance.

Le danger aujourd'hui est que ce projet représente un handicap pour l'assurance européenne et notamment pour les groupes les plus engagés à l'international. En particulier, l'application de Solvabilité II, même en considérant un paramétrage assoupli du modèle, conduirait les acteurs européens à allouer beaucoup plus de capital pour les activités américaines que leurs concurrents locaux. Alors que plusieurs groupes européens ont réussi à conquérir des parts significatives sur ces marchés, le risque existe de les voir se replier pour des raisons réglementaires. Plusieurs groupes se sont fait l'écho de cette inquiétude et réclament un traitement différencié, reconnaissant un besoin de capital compatible avec les exigences locales.

Si cette équivalence n'est pas adoptée, le risque est de voir les grands groupes européens évincés de certains marchés ou forcés à se replier sur leur marché national, réduisant ainsi leur taille et leur diversification. Le cas le plus représentatif est évidemment celui de l'assurance vie aux États-Unis, où ING, AXA et plus récemment Aviva ont réduit leur exposition. Mais ce sera le cas demain dans les prometteurs marchés asiatiques si la réglementation et un coût du capital trop élevé viennent freiner le développement des compagnies européennes.

Une croissance économique perçue comme faible

L'environnement économique des prochaines années (le *new normal*) va être marqué par une croissance économique plus faible que dans la décennie précédente. La majorité

des acteurs économiques est encore engagée dans un processus de réduction du levier financier, qui limite la croissance. Les banques centrales sont les seuls agents qui poursuivent l'expansion de leur bilan et, malgré des chiffres spectaculaires, cette croissance ne fait que compenser partiellement la réduction du levier des autres agents.

L'assurance, qui est essentiellement un métier de stock, est par nature moins sensible à un environnement de faible croissance que des secteurs plus cycliques. La hausse du prix des actifs peut même maintenir une forme de croissance dans les métiers d'épargne. En revanche, sur les métiers de risque, la stagnation voire la baisse des parcs automobiles (comme celle que connaît l'Espagne) bride la croissance et rend plus probables les guerres de prix pour maintenir des volumes satisfaisants. La conséquence naturelle est un nouvel effort de productivité, rendu possible dans de nombreux pays par une pyramide des âges favorable, avec de nombreux départs à la retraite dans les trois ans à venir. Cela n'est cependant pas toujours suffisant, et la plupart des grands groupes continuent d'appliquer des plans de réduction de coûts. En particulier, l'année 2012 a vu les premiers contrats d'*outsourcing* pour la gestion de vieux portefeuilles être signés en Europe continentale.

L'Europe : un apport à confirmer

Mais le marché de l'assurance européen existe-t-il vraiment ou bien n'est-ce toujours que la cohabitation de marchés nationaux ? En tant que marché unique, la fusion est loin d'être achevée. La libre prestation de services au sein de l'Union européenne permet en théorie (et en pratique !) de vendre les mêmes produits d'assurance dans toute l'Union sans demander d'autorisation supplémentaire. C'est un élément très positif qui devrait favoriser l'accès aux meilleurs produits à un coût compétitif. Néanmoins, ce développement reste bridé, en

particulier par les spécificités fiscales des différents pays. Par exemple, on peut se demander pourquoi il n'existe pas de plan d'épargne retraite européen, qui aurait les mêmes caractéristiques dans toute l'Europe. Il pourrait notamment être garanti par l'Union elle-même. Voilà qui changerait assurément la perception des consommateurs à la fois vis-à-vis de l'Europe mais également de l'assurance.

De la même manière, les stratégies de gestion des entreprises d'assurance dépendent encore beaucoup du pays dans lequel elles sont basées. Comme dans nombre de secteurs économiques, le modèle rhénan (incluant la Suisse), intensif en capital, s'oppose à un modèle anglais qui repose sur une consommation de fonds propres bien inférieure. Les deux leviers utilisés par les assureurs anglais sont en effet une baisse des garanties (coûteuses en capital) et un fort recours à la réassurance.

Une constante : des actionnaires déçus

Lors de la décennie écoulée, les créanciers des assureurs européens ont été mieux servis que les actionnaires. C'est vrai également pour les porteurs de titres hybrides, obligations qui sont assimilées à des fonds propres pour l'aspect réglementaire. Ces titres offrent une rémunération plus élevée que la dette senior tout en ayant offert sur la décennie écoulée un profil de risque très sûr. Un groupe d'assurance (Groupama) a récemment décidé, comme il en avait légalement le droit, de ne pas payer un coupon sur un de ces titres les plus subordonnés, rompant ainsi avec la pratique de marché qui est de toujours payer les coupons.

Moins dépendants des notions de volumes d'affaires et de points morts, les réassureurs ont été plus attentifs à la rémunération de leurs actionnaires. Après les grandes crises du début de la décennie, les principaux acteurs ont développé une approche plus rationnelle de leur activité, s'appuyant sur un

contrôle des risques plus fin et une sensibilité plus grande à la rentabilité attendue dans les décisions d'allocation de capital. Pour séparer clairement la part du profit provenant des investissements, ils ont pour la plupart commencé à donner des objectifs de retour sur fonds propres exprimé comme une marge au-delà du taux sans risque.

L'heure de la revanche pour les actionnaires

Taux bas, risque réglementaire, faible croissance économique et traitement privilégié des créanciers... Le contexte ne semble à l'évidence pas favorable pour les actionnaires des sociétés d'assurance européennes. Néanmoins, le taux auquel les profits futurs sont actualisés est aujourd'hui encore très élevé. Les faibles taux d'intérêt doivent encore se traduire par un coût du capital plus faible. Ceci est d'autant plus justifié que le risque d'actifs a été considérablement réduit et que le levier financier de l'industrie l'a été également. Pour encourager cette revalorisation, le secteur de l'assurance doit enfin faire preuve de sagesse et de rigueur dans l'utilisation de son capital. Alors que les décennies passées ont été marquées par une croissance externe agressive voire débridée, les meilleurs exemples de création de valeur pour l'actionnaire sont des sociétés qui ont pratiqué d'amples retours aux actionnaires sur le long terme.

Cependant, la situation des marchés du crédit, désormais très généreux sans être pour l'instant complaisants, incite à une augmentation du levier financier et de la croissance externe. En théorie, la préférence des actionnaires va à une augmentation du levier financier, qui permet un meilleur rendement des fonds propres et une croissance des bénéficiaires. De probables assouplissements réglementaires vont sans doute constituer une incitation supplémentaire à la prise de risques, que ce soit à l'actif (hausse de l'allocation action et immobilier) ou par la croissance externe. Les premières acquisitions seront sans doute les moins onéreuses car les moins concurrentielles, tous les acquéreurs potentiels n'ayant pas encore achevé la réparation de leur bilan.

Avec des bilans assainis et des valorisations encore raisonnables, le secteur de l'assurance devrait récompenser ses actionnaires. La faible croissance des profits attendus jouant un rôle mineur par rapport à la réduction de la prime de risque.

Note

1. *P/E : Price/Earnings, rapport entre le cours de bourse et le bénéfice par action. Bien qu'imparfait, il reste un indicateur de valorisation très utilisé car facilement observable pour tous les secteurs.*

EN ATTENDANT SOLVABILITÉ II

Antoine Lissowski

Directeur général adjoint, Direction financière, CNP Assurances

L'année 2012 s'achève dans la confusion pour Solvabilité II. Seule certitude, le nouveau régime prudentiel de l'assurance européenne ne débutera pas en 2014 comme prévu jusqu'à présent. L'enlisement de l'adoption de la directive Omnibus II, supposée mettre à jour la directive source, reporte l'adoption des réglementations d'application et retarde d'autant la mise en place effective de Solvabilité II. Prochaine étape, l'étude d'impact qui doit éclairer les autorités sur différentes méthodes d'amodiation du désordre financier vient juste d'être décidée, au terme de discussions houleuses. Il faudra attendre la fin du premier semestre 2013 pour savoir si un accord entre les États, la Commission et le Parlement européens pour calibrer les nouvelles normes est possible.

En attendant, pendant que les experts et les ordinateurs procèdent à un nouveau tour de simulations, il peut être utile de se demander comment une réforme destinée à développer l'Europe de l'assurance s'est ainsi enlisée.

Commençons par un paradoxe : alors que le processus réglementaire est en rade, Solvabilité II est déjà largement appliquée par l'industrie de l'assurance. Les diverses versions des textes qui ont circulé, innombrables, inspirent déjà les pratiques professionnelles. Des budgets importants, pharamineux, ont été consacrés au pilier quantitatif, le pilier 1, de la réforme. Le financement des piliers 2 et 3 suit, quoique les temps difficiles suggèrent à certains de modérer l'allure. La démarche générale de découpage et d'agrégation des risques d'assurance a été reprise par tous les groupes. Au fil des *QIS (Quantitative Impact Studies)*, chaque société et chaque groupe a appris à analyser et à mesurer l'ensemble de ses risques au-delà de ce qui avait jamais été collectivement fait. Des modèles internes

adaptés aux spécificités des entreprises ont été développés et attendent d'être homologués. D'autres sont en chantier. Des armées d'experts, parmi les meilleurs, négocient avec les autorités de contrôle, dûment équipées elles aussi.

Chemin faisant, à mesure qu'ils analysent les documents remis par l'industrie, les superviseurs renouvellent leur intelligence des risques de l'assurance. La tarification des produits est maintenant systématiquement étalonnée sur des mesures « *Solvency compatible* ». Les procédures internes des entreprises sont progressivement mises à jour ; les gouvernances découvrent leur nouveau rôle et les responsabilités qui en découlent. Les superviseurs recrutent ; l'EIOPA (1) émerge : bref, Solvabilité II existe.

Pourtant, les négociateurs ne parviennent pas à se mettre d'accord sur des textes définitifs et une certaine lassitude teintée de scepticisme s'installe parmi eux.

Comment expliquer que la dynamique de la réforme se soit ainsi essoufflée ? Chemin faisant, certains postulats sur lesquels repose Solvabilité II ont fait apparaître leurs faiblesses et les compromis successifs ont émoussé l'enthousiasme initial.

La règle de base selon laquelle le nouveau système doit garantir une espérance de survie des entreprises de 99,5 % à l'horizon de un an a été critiquée de longue date. La fixation de cet horizon a paru contradictoire avec la durée plus longue des cycles de l'assurance, notamment dans les domaines de la responsabilité civile ou des engagements de retraite. Sans doute cette critique a-t-elle été exagérée : on ne peut pas dénier la nécessité de préserver l'équilibre prudentiel d'une entreprise d'assurance à tout moment avant le terme de ses engagements, quel que soit le cycle de ses produits. En outre, retenir un horizon plus lointain n'aurait sans doute pas modifié substantiellement les exigences de couverture des compagnies. Reste qu'en gravant dans le marbre une formulation statistique on a fait une erreur : les experts ne sont pas eux-mêmes totalement convaincus de sa valeur scientifique et peinent à être rassurants.

Plus fondamentalement, c'est l'utilisation de la valeur de marché pour élaborer le bilan prudentiel qui a eu des conséquences considérables. Les incidences de la volatilité de la valeur des actifs dans ce type de norme ont été sous-estimées. Il a fallu établir des conventions spécifiques pour définir un équivalent de valeur de marché des passifs, alors même que les normes IFRS ne sont pas mûres sur le sujet. Finalement, le « système » Solvabilité II résiste mal aux grandes variations de l'environnement financier. La négociation actuelle bute précisément sur la difficulté à trouver des parades à ce vice originel.

Au fil du temps, certaines ambiguïtés ou déceptions sont venues brouiller les débats autour de la réforme. Les deux niveaux d'exigence de capital, MCR et SCR

pour les initiés, ont généré des incompréhensions. Pour l'industrie et pour le marché, respecter l'exigence la plus élevée (le SCR) est vital. Il est inenvisageable de l'enfreindre, voire de l'approcher de trop près. Pour les superviseurs, au contraire, le franchissement à la baisse de cette exigence n'est qu'un signal procédural. Du coup, la tendance à exagérer le calibrage du SCR est apparu comme un simple principe de précaution pour les négociateurs publics. Plus grave, l'approche « groupe », suivant laquelle chaque groupe d'assurance peut librement faire circuler ses capitaux entre ses entités nationales, a été battue en brèche par la résistance des superviseurs nationaux. La mobilité du capital étant ainsi freinée, le « système » Solvabilité II est moins efficient sur le plan financier, alors même qu'il avait pour vocation d'améliorer l'allocation dynamique du capital entre les risques.

La possibilité d'utiliser des modèles internes et des données spécifiques propres aux compagnies a été initialement conçue comme une alternative à la « formule standard » de mesure des risques proposée par la directive. Cette formule très technique, élaborée au fil des compromis, a été paramétrée comme si les risques des portefeuilles de toutes les compagnies européennes étaient homogènes. Or il n'en est évidemment rien, les contrats d'assurance étant de fait extrêmement hétérogènes en Europe. Pour faire passer la pilule, chaque fois qu'une norme technique non pertinente a été retenue les autorités ont mis en avant la possibilité d'y échapper en recourant à un modèle interne. Or à ce jour il apparaît que les exigences des superviseurs ont renchéri le coût et la complexité de ces modèles, dont les délais de validation sont par ailleurs très longs.

Tous ces éléments et quelques autres ont progressivement refroidi l'ardeur des plus fervents supporters de Solvabilité II dans l'industrie. Parti sur de bonnes bases, le système apparaît comme extrêmement complexe et redoutablement instable. Manifestement, le processus de négociation de Solvabilité II a échappé à ses initiateurs politiques.

En elle-même, toute négociation européenne est

naturellement compliquée et lente. Elle implique plus ou moins activement tous les États membres en principe réunis au sein du Conseil, le Parlement, la Commission, ainsi que les agents de l'industrie et de nombreux lobbies représentant les uns et les autres sur des intérêts spécifiques. Mais tel est le lot commun de la construction de l'Europe.

Pour ordonner cette négociation il a été décidé, pour la première fois sur un sujet d'ampleur, d'appliquer le « processus Lamfalussy » conçu, précisément, pour donner de la clarté et de la dynamique aux discussions réglementaires européennes. En substance, cette procédure distingue plusieurs niveaux de réglementation et prévoit que les questions de principe sont traitées dans une directive, tous les éléments techniques devant ensuite être détaillés dans des textes de niveau inférieur et appliqués dans le cadre d'une coopération entre superviseurs.

Formellement, cette démarche a été suivie scrupuleusement. En pratique, la nature des métiers de l'assurance a empêché que la technique soit dissociée des principes. Nul n'a pu ou n'a su dessiner une limite claire entre les deux. Le texte faitier va ainsi très au-delà de l'affirmation de règles du jeu générales – souvent à la demande de tel ou tel acteur qui cherche à sanctuariser un acquis de négociation au niveau le plus élevé possible pour verrouiller les textes d'application. Il s'ensuit un manque général de lisibilité de la réforme.

L'assurance, métier complexe, génère spontanément une réglementation inintelligible au commun des mortels, dont elle s'accommode. Mais quand cette réglementation est négociée dans un cadre européen on porte la complexité au carré. Tout cela alors que les bénéfices économiques de la nouvelle norme n'étaient, dès le début, pas évidents.

Conformément à leurs procédures les autorités européennes ont certes procédé à des évaluations des coûts et des avantages de Solvabilité II. Les premiers ont été plus faciles à quantifier que les seconds. Et c'est, dans une certaine mesure, normal car le

renforcement de la concurrence ou de la sécurité offerte aux assurés ne peut être précisément évalué. Mais, et c'est là que le bât blesse, il n'a jamais été démontré que le marché de l'assurance n'était pas concurrentiel, ni, surtout, que le secteur n'était pas sûr. Il a résisté à la pire crise économique depuis 1945 sans l'aide de quiconque.

Sans doute utile car elle améliore la gestion du risque, la nouvelle réglementation n'était donc pas indispensable dans une forme aussi développée. Elle peut même être contraire aux intérêts de l'économie. En soulignant à l'envi que les besoins de capitaux des entreprises d'assurance varient avec les fluctuations des marchés, Solvabilité II peut devenir déstabilisante. Que la couverture des besoins de marge en Solvabilité II, indicateur de risque très agrégé et volatil, soit proposée comme la juste mesure de la sécurité offerte par un assureur est virtuellement anxiogène et donc dangereux. Pratiquement cela aura pour effet d'inciter les entreprises à être surcapitalisées et à relever leurs tarifs en conséquence.

La logique, implicite mais constante, de la construction par l'Union européenne d'un marché unique rencontre ainsi un écueil s'agissant d'assurance. La pratique européenne bien établie est en effet de donner suffisamment de temps aux secteurs concernés par un processus d'intégration pour évoluer avant que les nouvelles règles deviennent contraignantes : la durée des négociations et les délais d'application permettent aux opérateurs de s'adapter. C'est d'ailleurs bien ce qui se passe actuellement dans l'industrie de l'assurance.

Mais, et c'est une différence cruciale avec d'autres secteurs, l'assurance a une fonction d'investissement financier qui intéresse l'ensemble de l'économie. Soumettre cette fonction à des règles prudentielles nouvelles au moment même où se produit une crise financière d'ampleur entraîne une révision drastique de la politique d'investissement des assureurs. On retrouve ici le vice de la valeur de marché. Si des mesures correctrices ne sont pas adoptées les compagnies se trouveront contraintes de « dérisquer »

leur gestion financière. Cela d'autant plus que le risque souverain des États européens, jugé naguère négligeable, est apparu violemment au cours de la négociation. Tel quel, le régime Solvabilité II n'est donc pas satisfaisant.

Il est possible que les étapes ultimes de la négociation aboutissent à un compromis acceptable. La tendance au renforcement des réglementations financières aidant, la réforme pourrait être finalement votée en 2013 et appliquée dans quelques années. Complexe, et donc favorable aux experts, volatil, et donc virtuellement instable, ce nouveau régime est trop détaillé pour être souple. En cas de survenance d'une nouvelle crise, Solvabilité II risque donc d'être plus un problème qu'une ressource. Si aucun accord définitif n'est scellé dans les prochains mois, il conviendra de relancer le sujet en tenant compte des enseignements des dernières années.

Comme on l'a vu, la généralisation d'une gestion globale des risques par les assureurs est d'ores et déjà un acquis de la réforme. Les gouvernances des entreprises pourront s'appuyer sur les travaux réalisés

pour renforcer leur contrôle. En termes réglementaires, il paraît indispensable d'élaguer le dispositif et de revenir à une définition compréhensible du cadre prudentiel applicable à l'ensemble des assureurs européens.

Il n'est pas utile d'entrer dans le détail des règles à un niveau européen pour faire progresser l'intégration du marché de l'assurance. L'expérience montre que c'est d'ailleurs impossible. On doit construire un cadre homogène qui ne soit pas fatalement uniforme. L'harmonisation se fera alors dans le temps grâce au rapprochement progressif des règles nationales. La coopération des régulateurs et des superviseurs européens, déjà dense, doit favoriser ce mouvement. Encore faut-il admettre que des différences subsisteront entre les marchés, et que leur résorption, si elle est politiquement souhaitée, prendra du temps.

Note

1. EIOPA, *European Insurance and Occupational Pensions Authority*.

4.

Études et livres

■ Nicolas Guillaume et Yves Pizay

Vivre au quotidien avec Solvabilité II

■ Philippe Bielec et Stéphanie de Flaugergues

L'évaluation des risques professionnels : un outil de dialogue social rentable

Actualité de la Fondation du risque

■ Yann Algan, Pierre Cahuc et Stéphane Carcillo

Chaire de recherche « Sécurisation des parcours professionnels »

Livres

Jean-Pierre Daniel

Les 12 défis de l'assurance. Revenir aux fondamentaux

par Pierre Bollon

Katia Béguin

Financer la guerre au XVII^e siècle. La dette publique et les rentiers de l'absolutisme

par Pierre-Charles Pradier

VIVRE AU QUOTIDIEN AVEC SOLVABILITÉ II

Nicolas Guillaume

Associé assurance, Tuillet Risk & Management

Yves Pizay

Associé assurance, Kea & Partners

La réflexion sur la mise en œuvre des changements induits par Solvabilité II se concentre sur les impacts financiers et techniques de la nouvelle norme à l'intérieur des organismes. Pour importants qu'ils soient, ces effets ne doivent pas masquer l'enjeu de transformation culturelle qui caractérise l'application de la nouvelle norme.

Dans un univers assurantiel marqué par des incertitudes économiques et par des accélérations techniques, où la vitesse devient un enjeu de compétitivité majeure, Solvabilité II accroît la complexité des modalités de prise de décision pour le dirigeant. Solvabilité II questionne le cadre même de la performance, en l'ajustant à la notion de risque.

Devant cette complexification, le dirigeant d'un organisme d'assurance doit s'appuyer sur des convictions fortes pour donner la priorité à un certain nombre de pistes de travail.

L'expérience a ancré en nous la conviction que la norme Solvabilité II, au-delà des évolutions réglementaires et techniques qu'elle va entraîner, aura un impact important sur les organisations et les hommes. C'est en dispensant des formations sur ce sujet à des administrateurs d'organismes d'assurance et en travaillant avec des dirigeants ou des managers du secteur que nous avons ressenti le besoin d'une réflexion sur l'accompagnement pratique de la mise en œuvre de Solvabilité II. À chaque fois qu'une session s'achevait, une question revenait : « Mais comment allons-nous faire ? »

La norme Solvabilité II prévoit un arsenal important de dispositifs de contrôle. Elle met la question du management du risque, dans son acception la plus large, au cœur du métier d'assureur, entraînant des effets

sur toutes les fonctions d'un organisme d'assurance et modifiant les rapports que les parties prenantes de cette entreprise entretiennent les unes avec les autres. Solvabilité II crée des connexions entre les champs décisionnels des assureurs, qui doivent être mesurées à l'aune de l'impact qu'elles ont sur le profil de risque. Solvabilité II interpelle donc tous les acteurs de l'assurance, administrateurs, dirigeants et managers. Cet article a pour ambition d'apporter un éclairage pragmatique et concret sur ce que sera la vie avec Solvabilité II. Sera fait l'inventaire des principales tendances entraînées par l'application de Solvabilité II à l'intérieur des organismes d'assurance ; puis nous exprimerons nos convictions sur la manière de réussir à faire de Solvabilité II un levier d'amélioration de la performance de l'entreprise ; enfin, des pistes concrètes de travail pour mettre en œuvre ces convictions seront détaillées.

Les tendances

Deux tendances vont naître de la mise en œuvre de la gestion du risque consécutive au déploiement de Solvabilité II :

- un accroissement de la complexité des modalités de prise de décision au sein de l'entreprise, alors que chacun recherche agilité et rapidité pour augmenter sa performance ;
- une extension du cadre de la notion de performance pour le management intermédiaire et, par extension, pour tous.

■ Accroissement de la complexité des modalités de prise de décision

Le management du risque au cœur de Solvabilité II s'accompagne de nombreux contrôles sur l'exposition aux risques que toute décision prise à l'intérieur d'un organisme d'assurance peut entraîner. Dans un contexte de complexification de l'environnement, la nouvelle réglementation exige la mise en place de nouvelles fonctions de contrôle (comme la fonction risque) ou élargit le rôle de fonctions existantes (comme le comité d'audit). Ces évolutions vont avoir un impact sur l'agilité dans la prise de décision au sein de ces organismes. D'une part, les administrateurs, dont la responsabilité civile, voire pénale, peut être engagée en cas de non-respect des obligations, seront amenés à donner systématiquement leur avis sur les décisions critiques à prendre. D'autre part, la profusion et la complexité des normes quantitatives dictées par le nouvel environnement réglementaire nécessitent un nombre croissant d'« hyperspécialistes » qui assistent le dirigeant dans sa prise de décision. Solvabilité II va donc induire une double tendance, un renforcement du contrôle *ex ante* des décisions par les organes non exécutifs, d'une part, un accroissement important du nombre de paramètres à intégrer dans une prise de décision, et la nécessité de faire intervenir des hyperspécialistes en amont des prises de décision,

d'autre part. En d'autres termes, le dirigeant d'un organisme d'assurance devra associer plus étroitement son conseil d'administration ou son conseil de surveillance à ses prises de décision, tout en s'appuyant plus qu'avant sur des hyperspécialistes.

■ Extension du cadre de la notion de performance

L'application de Solvabilité II induit une seconde tendance de fond. La nouvelle norme change le cadre de la performance en vigueur jusqu'à présent dans les organismes d'assurance. La gestion du risque devient un critère majeur de performance, cette dernière étant systématiquement ajustée par le risque. À la contrainte réglementaire va donc s'ajouter la pression du marché, qui s'assurera que la gestion du risque n'obère pas les résultats des organismes d'assurance. Dans ce contexte nouveau, la création de valeur n'est plus le paradigme unique de la performance. Or, pour servir la performance ajustée par le risque, le management doit s'adapter : en plaçant le management du risque au cœur des fonctions des organismes d'assurance, Solvabilité II attend des managers non seulement qu'ils comprennent la culture du risque, mais encore qu'ils fassent de la prise en compte du risque un critère déterminant dans leurs prises de décision. Un nouveau cadre de référence du management devra être constitué en conséquence, qui ne s'imposera qu'à condition d'être accompagné par une évolution de la mesure de la performance de ces managers, plaçant la capacité à manager le risque parmi les critères clés d'évaluation. Le pilotage et le management par le risque sont des nécessités induites par Solvabilité II.

La complexification des processus de décision et le placement de la gestion du risque au cœur du pilotage des hommes entraînent un changement de paradigme pour l'univers assurantiel. Pour réussir à en tirer le meilleur parti, il convient d'avoir une vision globale de la gestion du risque et de sa future place dans les organismes d'assurance plutôt qu'une approche de simple mise aux normes de l'organisme. Les acteurs du marché qui seront capables de mettre en place une nouvelle culture de gestion du risque à travers Solvabilité II seront les futurs gagnants.

Nos convictions

■ Solvabilité II n'est pas une finalité

Notre première conviction est que Solvabilité II représente un excellent moyen de développer une politique de gestion du risque intelligente, mais ne doit rester qu'un moyen. C'est au dirigeant de garder le cap sur la gestion du risque comme finalité de l'organisme, et de ne pas tomber dans le piège d'une approche par la mise en conformité ou dans celui d'une approche perfectionniste visant à une maîtrise globale *ex ante* de l'ensemble des modifications entraînées par Solvabilité II dans l'entreprise. La première approche serait réductrice, la seconde serait illusoire et créerait un « effet tunnel » démotivant les équipes.

■ Solvabilité II, une opportunité

Notre deuxième conviction est qu'il faut prendre la mise en place de Solvabilité II comme une opportunité de créer une culture du risque dans les organismes d'assurance, et non comme une contrainte. C'est en effet l'occasion pour ces derniers de placer la gestion du risque au cœur de la culture de la performance de l'entreprise. Bien comprise, bien intégrée et partagée par les équipes, la culture du risque dans l'entreprise est un facteur supplémentaire de création de valeur. L'intégration par tous les individus composant l'organisme d'assurance du facteur risque dans leur comportement permet d'augmenter l'efficacité des processus et l'agilité globale de l'organisme.

Plutôt que d'appliquer mécaniquement les exigences de Solvabilité II à l'intérieur des organismes d'assurance, les dirigeants doivent utiliser la modification réglementaire comme un levier pour mener un programme de développement de la culture du risque à l'intérieur de leur entreprise, qui mette le management du risque au cœur de la performance et de la création de valeur, au même titre que le développement et la rentabilité.

■ La mise en œuvre de Solvabilité II

Notre troisième conviction est que le succès de la mise en œuvre de Solvabilité II dans les organismes d'assurance passera par le choix d'une « démarche apprenante ». C'est le meilleur moyen de garantir un équilibre optimal entre les efforts fournis pour la traduction de cette mise en œuvre et le travail opérationnel global fourni dans l'entreprise.

Il n'y aura pas de « grand soir » Solvabilité II. Le paysage réglementaire de l'assurance va poursuivre l'évolution entamée, au gré des transpositions des piliers dans les droits nationaux. Solvabilité II sera appliquée au moyen d'une « politique des petits pas », c'est-à-dire une politique de mise en œuvre des recommandations au fur et à mesure qu'elles sont écrites. C'est pourquoi le mode projet, avec une équipe dédiée à la mise en place de Solvabilité II au sein des entreprises, n'est pas le plus à même d'accompagner le changement. Au contraire, une démarche apprenante, pragmatique, itérative est la mieux adaptée pour accompagner le changement culturel impliqué par Solvabilité II. Cette transformation profonde des organismes d'assurance serait nourrie régulièrement et fonctionnerait de manière récurrente en suivant une boucle « conception, action, mesure », permettant d'amender et améliorer les outils mis en place.

Les pistes de travail

Pour favoriser la traduction en actes de ces convictions, nous avons identifié six pistes de travail concrètes, qui peuvent être déclinées en chantiers opérationnels dès aujourd'hui.

■ Mettre en place une culture de coopération

Il paraît tout d'abord fondamental d'intégrer dès la conception des nouveaux modes de fonctionnement une culture forte de coopération au sein de

l'organisme d'assurance. Cela signifie qu'il faut mettre en place les quatre conditions instaurant l'émergence d'une culture de coopération :

- la mise en place d'une vision commune ;
- l'exemplarité du top management ;
- la sanction positive ou négative des comportements au regard des exigences nouvelles de management du risque ;
- la mesure de la volonté de coopérer, d'une part, et celle de la coopération, d'autre part, à travers des indicateurs compris et connus de tous.

■ Créer le consensus autour de la vision

La nouvelle vision ne fonctionnera que si un consensus se fait autour d'elle à l'intérieur de l'organisme d'assurance. Il est nécessaire pour l'atteinte des objectifs de l'entreprise que cette vision soit partagée. Le directeur général a pour rôle clé de promouvoir cette vision et de la faire partager par les organes dirigeants qui auront pour rôle de la diffuser à leur tour dans tout l'organisme, en s'appuyant sur le management intermédiaire.

La vision doit tendre à atteindre les grands équilibres créateurs de valeur dans l'entreprise et ne pas être focalisée sur le risque uniquement, qui n'est qu'un nouveau levier au service de la performance. Parmi les éléments de cette vision, l'organisme d'assurance doit identifier les dix risques clés qu'il entend manager en priorité. Et dix, cela fait déjà beaucoup.

■ Écrire des règles délimitant les pouvoirs

Il est ensuite important d'écrire des règles claires de partage des pouvoirs et des responsabilités entre conseil d'administration (ou conseil de surveillance) et comité exécutif (ou directoire).

Ces règles gagneront à s'alimenter d'un audit de gouvernance préventif, qui pourra notamment donner des recommandations sur les modalités de reporting de la fonction risque aux dirigeants opérationnels, puis aux administrateurs (et en particulier au comité d'audit), puis si nécessaire en dernier recours à l'ACP.

Ces règles seront d'autant plus efficaces qu'elles clarifieront les critères de choix des hommes devant occuper la fonction risque et les autres fonctions clés (diplômes, expérience) pour remplir les conditions *fit and proper* de Solvabilité II.

■ Choisir attentivement son *chief risk officer*

Il semble encore crucial de porter une attention particulière à la fois au choix du *chief risk officer* et à l'ensemble du dispositif de mesure du risque. Le *chief risk officer*, qui jusqu'à présent traitait essentiellement le champ du risque assurantiel, va maintenant coordonner la maîtrise des autres risques (économiques, financiers, de réputation, psychosociaux). La coordination des risques et leur management global, qu'il va assumer, vont l'amener à s'insérer dans un dispositif complexe de rapports de pouvoirs. Malgré l'importance de son rôle, il doit en permanence avoir en tête que sa fonction n'est pas une fin en soi, mais qu'elle est intégrée dans un processus de décision général au service de l'intérêt de l'entreprise. La nature même de la fonction évolue donc : plus qu'avant, ses responsables doivent endosser les habits d'un *critical friend* pour aider efficacement la direction de l'organisme à gérer ses risques. *Critical*, parce qu'on attend d'eux qu'ils alertent la direction en cas de risque identifié, même, et surtout, quand l'alerte tend à freiner la mise en œuvre du dessein du dirigeant. *Friend*, parce qu'ils doivent comprendre, faire leur et partager la vision élaborée par la direction. Si tel n'est pas le cas, ils ne seront pas à même de juger du degré de risque acceptable et se poseront systématiquement en défenseurs d'une sécurité maximale de principe, aveugle à l'intérêt stratégique de l'entreprise, voire qui pourra aller à contresens de celui-ci.

■ Revoir les démarches d'apprentissage

Pour aider les équipes à s'approprier le nouveau paradigme, il faudra réaliser un effort important dans la démarche d'apprentissage. Deux idées retiennent notre intérêt :

- pour les formations des managers, s'appuyer sur des cas concrets pour comprendre le risque dans sa réalité et dans sa globalité ;
- cartographier les risques au fur et à mesure :
 - accepter d'avancer par petits pas,
 - confronter risque théorique a priori et risque avéré a posteriori,
 - accepter de faire vivre régulièrement la cartographie, qui n'est jamais finie.

■ Définir de nouveaux indicateurs

Un dernier chantier de travail important est de définir de nouveaux indicateurs au service de la gestion du risque. Ceux-ci ne seront pas destinés à être ajoutés mécaniquement aux indicateurs existants, il s'agit plutôt de revoir tous les indicateurs actuels à l'aune du risque et de les retravailler en conséquence. De même que le rapport *S/P* a été peu à peu complété pour devenir le ratio combiné, la performance capitalistique sera à terme associée aux indicateurs existants. À titre d'exemple, le *Return on Risk-Adjusted Capital* illustre bien cette idée, puisqu'il pondère par le risque un indicateur financier traditionnel.

Pour conclure, nous voudrions mettre en exergue le fait que, si cet article a résolument adopté une approche pragmatique et opérationnelle, nous sommes loin de

considérer que toutes les questions théoriques ayant trait à Solvabilité II sont épuisées. Pour travailler avec des organismes d'assurance, nous mesurons l'étendue des interrogations en suspens. Mais nous sommes convaincus que les enjeux théoriques ne doivent pas masquer ceux de la mise en œuvre, alors que les organismes d'assurance ont tous commencé à appliquer la norme et à apporter des éléments de réponse concrets aux questions qu'elle pose. Aujourd'hui, les projets Solvabilité II sont le plus souvent menés du point de vue opérationnel de l'outillage et de la mise en conformité. Ils doivent être connectés avec une démarche globale et avec toutes les questions ayant trait au cœur de métier des organismes d'assurance. Le mode projet est faiblement adapté à la mise en place de la nouvelle culture.

La dynamique de mise en œuvre de Solvabilité II va continuer à mettre la question de la gestion du risque au cœur de l'agenda des dirigeants. Le secteur a une maturité faible aujourd'hui sur le sujet des risques, en comparaison avec certaines industries à risque, comme l'aéronautique ou le nucléaire. Mais à l'image de ces industries, qui ont construit une culture forte du risque à mesure que l'environnement réglementaire évoluait, le secteur de l'assurance entre sur la voie d'un cercle vertueux d'appropriation croissante du besoin de gestion globale des risques.

Nous concluons en rappelant ce que nous n'avons eu de cesse de répéter au long de cet article : Solvabilité II est un cadre, et n'est qu'un cadre. C'est la lettre d'une réglementation donnée à une époque donnée. Ceux qui feront l'effort de comprendre l'esprit de la réglementation au-delà de sa formalisation seront les gagnants de demain, d'autant plus que Solvabilité III arrivera un jour.

L'ÉVALUATION DES RISQUES PROFESSIONNELS : UN OUTIL DE DIALOGUE SOCIAL RENTABLE

Philippe Bielec et Stéphanie de Flaugergues

Direction des risques professionnels, CNAMTS

La maîtrise des risques professionnels entre dans le champ de la maîtrise des risques en général. Les entreprises ont depuis longtemps intégré dans leur gestion cette notion de risques qui, pour chacun d'entre eux, peut avoir des conséquences financières, humaines, juridiques ou d'image. En matière de risques professionnels, la réglementation française, issue des directives européennes, est essentiellement attachée aux résultats. Les nombreux arrêts récents de la Cour de cassation montrent que, au-delà de la responsabilité civile, c'est aussi la responsabilité pénale de l'employeur qui peut être recherchée. En la matière, l'absence d'évaluation des risques, avec en corollaire l'absence de formation aux risques, est souvent reprise dans les motifs des jugements rendus.

Les entreprises ont beaucoup de difficultés à réaliser cette évaluation, souvent considérée comme une nouvelle contrainte administrative. De nombreuses entreprises qui l'ont réalisée ont procédé à une évaluation quantitative du risque basée sur la fréquence et la gravité des aléas pour l'homme. Malheureusement, à l'exception de quelques grandes entreprises qui possèdent des données statistiquement représentatives, la plupart n'en ont pas et entreprennent des démarches basées sur des hypothèses incorrectes en termes probabilistes. Or, il existe au sein d'une des branches de la Sécurité sociale, la branche assurance maladie – risques professionnels, des bases de données libres d'accès qui permettent d'avoir des données représentatives par secteur d'activité. Ces données statistiques indiquent que, en ce qui concerne les accidents du travail, les principales sources de risque sont toujours les mêmes. Les coûts directs complets qui prennent en compte les indemnités journalières, les incapacités permanentes et les prestations en nature, regroupés en 14 catégories, montrent que les trois mêmes groupes ressortent pratiquement tout le temps. L'un d'entre eux touche également les maladies professionnelles les plus significatives : les troubles musculosquelettiques (TMS).

Nous proposons par une démarche en trois étapes de réaliser une maîtrise des risques en entreprise, basée sur une approche qui lie la connaissance statistique, l'application de la réglementation existante et le dialogue social, sans lequel rien de pérenne ne peut se mettre en place.

Pas une journée sans que l'on parle d'économie, de la rentabilité des entreprises, du coût du travail. Dans un monde ouvert à la concurrence, le prix et donc le coût des produits et des services deviennent de plus en plus primordiaux. L'assurance que paient toutes les entreprises pour garantir leurs risques pèse sur ces coûts, et celle qui couvre les risques professionnels représente en moyenne 2,38 % ⁽¹⁾ de la masse salariale des entreprises françaises. Ce pourcentage peut monter jusqu'à 10 % de la masse salariale, voire au-delà. Cette valeur, établie chaque année, couvre les frais liés aux conséquences des accidents du travail et des maladies professionnelles (AT-MP). C'est sans compter les coûts indirects, qui sont évalués selon plusieurs études [Heinrich, 1931 ; Brody *et al.*, 1990 ; Pérusse, 1993 ; Lavoie, 2000] entre la moitié et six fois les coûts directs en fonction du type d'activité des entreprises et les différentes conséquences engendrées par les AT-MP.

En moyenne, les entreprises consacrent 3,5 % de leur masse salariale à la réparation des AT-MP. La comparaison avec quelques indicateurs économiques d'entreprise tels que le taux de marge ou le coût de la protection sociale montre que les valeurs sont du même ordre de grandeur. Il convient dès lors de se poser la question de l'investissement en prévention des AT-MP. Quand les ressources sont moindres, le choix des investissements est d'autant plus crucial, et l'évaluation des risques professionnels, au-delà de l'obligation réglementaire qu'elle revêt, peut donner à l'employeur des éléments de choix pertinents. Les dommages aux hommes et aux femmes seront diminués pour le plus grand nombre d'entre eux, et notamment pour ceux qui entraînent les conséquences les plus graves, tout en optimisant l'investissement effectué.

L'étude développée ci-après apporte des éléments de réflexion pour arriver rapidement à une évaluation des risques protectrice des individus et économiquement rentable. Gagner quelques points de taux de marge avec une moyenne d'environ 28,6 % ⁽²⁾ pour les entreprises est un défi d'actualité.

Les aspects législatifs et réglementaires

■ L'évaluation des risques : une obligation réglementaire

L'article L. 4121-1 du Code du travail prévoit que l'employeur prend les mesures nécessaires pour assurer la sécurité et protéger la santé physique et mentale des travailleurs. Pour ce faire, l'employeur met en œuvre des mesures sur le fondement des principes généraux de prévention repris dans l'article L. 4121-2. En particulier, le deuxième d'entre ces principes vise à évaluer les risques qui ne peuvent pas être évités. Enfin, le deuxième paragraphe de l'article L. 4121-3 indique que, à la suite de l'évaluation, l'employeur met en œuvre des actions de prévention.

Les résultats de l'évaluation des risques sont transcrits dans un document unique qui comporte un inventaire des risques identifiés dans chaque unité de travail. Une latitude importante est laissée à l'employeur à qui on ne demande finalement que des résultats en lui proposant d'utiliser une démarche basée sur neuf grands principes généraux. Même si ces dispositions législatives existent depuis plus de vingt ans, force est de constater que leur application dans les entreprises pose encore des problèmes. Une des raisons pourrait venir d'une relative difficulté à mettre en œuvre une démarche pour répondre à ces obligations.

À ce stade, deux questions au moins se posent déjà :
– qu'est-ce qu'un risque ?
– l'inventaire des risques mentionné dans l'article R. 4121-1 doit-il être exhaustif ?

■ Définitions du risque professionnel

La première question n'a rien de théorique, car l'ensemble des dispositions réglementaires est fondé sur cette notion de risque qui n'est pas qualifié.

L'acception du terme « risque » par les personnes en charge de la prévention n'est pas la même que celle habituellement admise dans le langage courant. Pour la plupart de nos concitoyens, le risque est un équivalent de la probabilité : « il a un risque de rater son train » est compris comme « il a une probabilité de rater son train ». On assimile ici la notion de risque à une probabilité qui donnerait un effet négatif. Pour les scientifiques, il conviendrait de reprendre la définition donnée par D. Bernoulli. Les financiers eux reprendraient plutôt celle de la norme ISO 31000:2009 tandis que les préventeurs se référeraient à la norme EN 1050.

En fonction de sa propre culture et du risque dont on parle (économique, environnemental, industriel, professionnel...), les définitions changent, mais deux variables sont toujours présentes. Il s'agit de la fréquence, ou probabilité d'occurrence de l'aléa, et des conséquences de celui-ci appelées gravité. Souvent, le risque professionnel est considéré comme le produit d'une fréquence potentielle d'apparition par une gravité supposée : $R = f * g$. L'objet de cet article n'est pas de remettre en question ces définitions ou d'en apporter d'autres. L'important est uniquement de voir si un employeur qui doit respecter ses obligations réglementaires en matière de santé au travail possède l'ensemble des éléments qui vont lui permettre d'y répondre.

■ Les constats et les difficultés rencontrées

Depuis le 31 décembre 1991, date de la transposition en droit français de la directive européenne portant notamment sur l'évaluation des risques, le réseau de l'Inspection du travail et celui de l'assurance

maladie – risques professionnels ont constaté, d'une part, que toutes les entreprises n'avaient pas répondu à leurs obligations d'évaluation des risques et, d'autre part, que pour celles qui l'avaient fait cette demande avait plutôt été considérée comme une obligation administrative supplémentaire en réponse au décret du 5 novembre 2001 qui introduit le document unique d'évaluation des risques (DUER).

En 2011, la Direction générale du travail estimait que 75 % des entreprises avaient rédigé leur DUER. Beaucoup d'entre elles trouvaient cet exercice administratif et formel et ne le voyaient pas comme un outil de progrès pour l'entreprise. Or, le processus d'évaluation des risques et la mise en place des mesures de prévention qui en découlent ne peuvent uniquement résulter d'une formalité. Il s'agit d'un processus de coconstruction dans lequel le dialogue social prend une part primordiale. On peut dès lors comprendre que la prévention des risques professionnels est directement fonction de la qualité de ce dialogue.

Sans remettre en question la nécessité impérieuse de mettre en place des mesures de prévention efficaces – car il y a plusieurs centaines de milliers d'accidents du travail avec arrêt en France chaque année –, il semble intéressant de se demander pourquoi certaines entreprises ont des difficultés à entrer dans la démarche. La recherche de l'exhaustivité dans l'évaluation et la prévention des risques conduit l'entreprise, et ce pour chacune de ses unités de travail, à identifier les dangers ou sources de dommages, la fréquence liée à l'exposition, la probabilité d'apparition de l'aléa, la gravité du dommage sur l'individu si le processus accidentel est engagé.

Autant de sujets face auxquels l'entreprise se sent démunie. On comprend alors pourquoi il est devenu normal d'avoir un document unique dans lequel on trouve des valeurs de fréquence et de gravité, dont l'estimation est entièrement subjective, et des risques pour lesquels depuis dix ans la seule prévention proposée est trop souvent le port des équipements de

protection individuelle (EPI) sans d'ailleurs s'assurer que ce port est effectif et que les EPI sont adaptés et réduisent bien le niveau de risque.

La méthode

■ L'identification

Revenons à la première étape de la démarche : l'identification des sources de dommages. Mis à part les « risques émergents », dont l'entreprise n'a peut-être pas encore une véritable conscience, l'identification des sources classiques de danger sur le lieu de travail est simple et objective. La présence d'électricité, de produits chimiques ou de corps en mouvement (dont soi-même) est aisément repérable. Il en va de même pour le risque inhérent à la conduite d'un véhicule ou le risque de chute de hauteur, qui sont des traductions concrètes du risque lié à la mise en œuvre d'une énergie cinétique ou potentielle et à sa restitution.

■ L'estimation

En revanche, dès lors qu'il s'agit de quantifier une fréquence ou une gravité, le débat s'engage. Comme l'aversion au risque est très variable d'une personne à une autre, la quantification de la fréquence et de la gravité présente un caractère subjectif difficilement compatible avec des calculs censés être objectifs dans un espace normé.

Il est fréquent de voir une liste de situations de travail avec les risques calculés ayant une valeur entre 1 et 16 ou entre 1 et 64 pour lesquels personne ne se pose la question de savoir si deux points de différence entre deux risques ont toujours la même valeur, quelle que soit la valeur nominale du risque. L'attribution d'un 2, d'un 3 ou d'un 4 se fait sans aucun élément objectif. Quelle valeur accorder à cette estimation, d'autant que pour beaucoup d'entreprises les accidents du travail vont se limiter heureusement à quelques unités par an ?

Pour les TPE, cette occurrence pourra n'être que d'un accident tous les quatre à cinq ans en moyenne. Les données de sinistralité existant dans l'entreprise n'ont donc que très rarement une valeur statistique. En effet, le faible nombre d'événements et l'absence de vérification que ceux-ci suivent une loi de distribution connue font que les notions de moyenne, d'écart-type ou de régression sont le plus souvent infondées. Pour pallier cette situation, on fait appel aux dires de personnes compétentes. Le problème réside alors dans la subjectivité apportée par ces « experts » internes à l'entreprise qui, en fonction de leur vécu ou de leur appartenance socioprofessionnelle, vont quantifier la fréquence et la gravité. En ce qui concerne l'exposition à la source de dommages, on peut effectivement donner une valeur dont l'intérêt réside dans le fait que cette valeur puisse être diminuée par une organisation différente. Par exemple, un salarié passe quatre heures par jour sur la route. Prendre les transports en commun, voire utiliser la téléconférence, peut diviser l'exposition par deux ou trois. Mais la probabilité d'occurrence des différents aléas liés à la conduite ne sera pas quantifiable facilement (météo, fatigue, état du véhicule...).

En ce qui concerne la gravité, les valeurs données sont encore plus sujettes à caution. Si on demande à quelqu'un ce qui, à son avis, est le plus grave potentiellement : un accident de voiture ou un accident de plain-pied ? Spontanément, il répondra l'accident de voiture. Mais a-t-il raison ?

Plusieurs éléments peuvent aider à répondre à cette question à partir des données statistiques disponibles dans la branche assurance maladie – risques professionnels.

Le tableau 1 p. 122 présente, pour tout le régime général, le dénombrement des accidents du travail ayant entraîné le premier règlement d'une prestation en espèces [indemnités journalières (IJ) ou incapacité permanente (IP)] en 2008, suivis de 2009 à 2010. Les accidents sont regroupés en 14 catégories appelées éléments matériels regroupés (EMR).

Tableau 1

Accidents du travail ayant entraîné le premier règlement d'une prestation en espèces en 2008

Tous secteurs confondus		Durée des arrêts sur 3 ans						Présence d'une IP	Taux d'IP			
	Nombre d'AT	moins de 4 jours	de 4 à 15 jours	de 16 à 45 jours	de 46 à 90 jours	de 91 à 150 jours	plus de 150 jours	IP	moins de 10 %	de 10 % à 19 %	de 20 % à 39 %	40 % et plus
Accidents de plain-pied	178 019	9 %	41 %	27 %	10 %	5 %	8 %	5 %	72 %	20 %	6 %	1 %
Chutes de hauteur	88 669	7 %	35 %	29 %	12 %	6 %	12 %	7 %	65 %	24 %	8 %	2 %
Manutention manuelle	247 617	9 %	46 %	25 %	9 %	4 %	7 %	5 %	75 %	19 %	5 %	1 %
Masse en mouvement	41 457	23 %	43 %	19 %	7 %	3 %	5 %	4 %	69 %	17 %	10 %	3 %
Levage	24 460	10 %	41 %	26 %	10 %	4 %	8 %	6 %	71 %	19 %	7 %	3 %
Véhicules	22 526	12 %	40 %	23 %	9 %	5 %	10 %	8 %	65 %	19 %	7 %	9 %
Machines	21 445	12 %	41 %	28 %	10 %	4 %	5 %	9 %	73 %	19 %	6 %	3 %
Engins de terrassement	1 011	9 %	33 %	26 %	13 %	6 %	14 %	12 %	67 %	11 %	10 %	12 %
Outils portatifs	46 492	11 %	53 %	25 %	6 %	2 %	2 %	4 %	83 %	12 %	4 %	1 %
Appareils contenant des fluides	8 791	19 %	51 %	22 %	5 %	1 %	2 %	3 %	76 %	16 %	6 %	2 %
Vapeurs, gaz, poussières, combustibles, rayonnement ionisant ou non	1 450	25 %	42 %	20 %	6 %	3 %	4 %	5 %	60 %	18 %	10 %	13 %
Électricité	795	23 %	39 %	18 %	7 %	4 %	9 %	10 %	65 %	16 %	7 %	12 %
Divers : jeux et sports, rixes et attentats, agents matériels non classés ailleurs	35 470	11 %	41 %	26 %	9 %	4 %	8 %	5 %	70 %	18 %	8 %	3 %
AT non classés faute de données suffisantes, malaises, mort subite ou non	10 610	14 %	34 %	24 %	10 %	6 %	13 %	10 %	44 %	17 %	14 %	26 %
TOTAL	728 812	10 %	43 %	26 %	9 %	4 %	8 %	6 %	71 %	20 %	7 %	3 %

NB : Les décès survenus avant consolidation de l'état de la victime d'accident du travail sont comptabilisés comme des incapacités permanentes à 99 %.

On peut constater dans la catégorie « véhicules » que 8 % des accidents du travail ont entraîné des incapacités permanentes partielles et que 9 % de ces dernières sont supérieures à 40 %. Donc, 0,72 % des accidents de véhicule ont une conséquence très grave. En reprenant le même calcul appliqué aux accidents de plain-pied, on obtient que seulement 0,05 % des accidents de plain-pied ont une conséquence très grave.

La réponse à la question posée était spontanément bonne. Les accidents liés à la conduite d'un véhicule dans le cadre professionnel génèrent 14 fois plus de conséquences graves que les chutes de plain-pied. Mais, en France, il y a 178 019 accidents de plain-pied en 2008 et 22 526 accidents de véhicule d'origine professionnelle.

■ L'approche par les coûts

Pris à titre individuel, l'accident de véhicule est généralement plus grave, et, sur le plan national, on dénombre deux fois plus d'accidents très graves dans la catégorie des accidents de véhicule que dans celle des chutes de plain-pied. Le rapport entre les coûts directs liés aux chutes de plain-pied et ceux liés aux accidents de véhicule est d'environ 3,5. Le coût moyen total engendré par ces sinistres est de 3 784 euros pour une chute de plain-pied, alors qu'il est de 8 628 euros pour un accident de véhicule. Cela signifie qu'en général un accident de véhicule coûte plus cher en indemnités journalières (IJ) et incapacité permanente (IP) qu'un accident de plain-pied. À cela il faut ajouter les coûts indirects tels que ceux liés à l'absentéisme, aux délais dépassés, au remplacement de la main-d'œuvre...

Cette comparaison entre les deux risques « chutes de plain-pied » et « véhicules » montre que l'intuition était correcte, mais, *a contrario*, si on compare le risque « véhicules » avec les risques liés à la manutention manuelle, les réponses sont très différentes. Selon que l'on prend les coûts complets pour tout le risque ou que l'on prend le coût complet moyen par sinistre, les ratios entre les deux EMR s'inversent. Cela illustre parfaitement que le choix des indicateurs peut

inverser une priorisation et qu'ainsi cette dernière relève au bout du compte de la volonté du décideur. C'est d'ailleurs cette notion qui ressort entre l'estimation du risque qui est basée sur des données et l'évaluation du risque qui introduit la discussion avec les salariés et la décision du chef d'entreprise.

L'apport des données statistiques de l'assurance maladie - risques professionnels

■ Le regroupement des activités

Compte tenu de la difficulté d'avoir dans l'entreprise des données de portée statistique réelle, il nous a paru intéressant, à partir des données de sinistralité du régime général, de calculer pour chacune des 14 catégories d'EMR une valeur du coût. Nous avons pris pour chaque accident survenu en 2008 tous les coûts en incapacité permanente et en indemnités journalières, ainsi que les prestations en nature (frais médicaux, de pharmacie, d'hospitalisation...); chaque accident ayant pu entraîner des coûts sur 2008, 2009 et 2010, période au cours de laquelle environ 85 % des coûts des sinistres ont été imputés.

Par ailleurs, nous avons également choisi trois activités : entreprises générales de construction de bâtiments, action sociale sous toutes ses formes et réparation de véhicules automobiles, dans trois comités techniques différents pour décliner la démarche au plus près de l'entreprise, qui se reconnaît plus dans son code risque que dans un regroupement national, lequel mélange toutes les activités des 18,5 millions de salariés du régime général. Pour chaque code risque étudié, la population concernée est de plusieurs dizaines, voire plusieurs centaines, de milliers de salariés. Ces valeurs permettent de donner aux tendances de sinistralité prévisibles une certaine fiabilité qu'il serait difficile d'obtenir avec des populations de quelques milliers. Néanmoins, les employeurs connaissent mieux leur code Naf⁽³⁾ que leur code risque.

Les numéros de code risque sont attribués par les caisses régionales aux sections d'établissement des entreprises, principalement pour une raison de tarification, et elles s'assurent dans le temps que cette codification continue à correspondre aux activités des établissements. Les codes Naf sont autodéclarés par les entreprises à la création de leurs établissements, parfois sur des critères autres que l'activité (par exemple, rattachement à une convention collective).

Or, l'ambition des statistiques AT-MP est de tenter de montrer à quoi sont exposées les personnes en fonction de ce qu'elles font réellement, sur l'hypothèse que la sinistralité constatée soit un indicateur de ce à quoi elles sont exposées. Cela explique pourquoi l'assurance maladie – risques professionnels utilise les codes risque plutôt que les codes Naf.

■ Les coûts directs complets

Dans les trois tableaux qui suivent, les coûts directs complets par catégorie sont présentés dans l'avant-dernière colonne alors qu'en dernière colonne nous donnons le coût moyen direct complet pour un accident dans cette catégorie. L'indice de fréquence représente le pourcentage de salariés ayant un accident de travail avec arrêt (par exemple, un indice 57 signifie 5,7 % des salariés).

Les trois catégories présentées sont :

- code 452BC : 187 000 salariés, indice de fréquence 92 ;
- code 853AA : 703 000 salariés, indice de fréquence 57 ;
- code 502ZF : 89 000 salariés, indice de fréquence 52.

452BC : Entreprises générales et construction de bâtiments (hors maisons individuelles)

452BC : Entreprises générales et construction de bâtiments (hors maisons individuelles)	Durée des arrêts sur 3 ans	Présence d'une IP	Taux d'IP				Coût direct de l'ensemble des sinistres sur 3 ans (euros)	Coût direct moyen d'un sinistre sur 3 ans (euros)						
			Nombre d'AT	moins de 4 jours	de 4 à 15 jours	de 16 à 45 jours			de 46 à 90 jours	de 91 à 150 jours	plus de 150 jours	IP	moins de 10%	de 10% à 19%
Accidents de plain-pied	5 096	8%	39%	29%	11%	5%	9%	5%	65%	25%	9%	1%	22 648 943	4 444
Chutes de hauteur	3 062	6%	31%	28%	12%	7%	16%	10%	55%	28%	13%	4%	32 599 725	10 647
Manutention manuelle	6 327	8%	44%	26%	9%	4%	8%	7%	70%	22%	7%	0%	27 249 385	4 307
Masse en mouvement	1 873	23%	41%	18%	8%	4%	6%	6%	58%	19%	14%	9%	11 687 487	6 240
Levage	229	8%	34%	24%	10%	6%	17%	10%	54%	25%	17%	4%	2 678 060	11 695
Véhicules	211	14%	39%	22%	7%	5%	13%	11%	48%	26%	9%	17%	3 353 295	15 892
Machines	444	11%	36%	31%	12%	4%	6%	12%	72%	28%	0%	0%	1 908 598	4 299
Engins de terrassement	86	3%	34%	26%	19%	5%	14%	15%	77%	15%	0%	8%	867 531	10 088
Outils portatifs	1 658	11%	46%	27%	9%	3%	4%	5%	72%	20%	8%	0%	4 589 796	2 768
Appareils contenant des fluides	150	19%	55%	16%	5%	0%	4%	3%	25%	25%	50%	0%	621 664	4 144
Vapeurs, gaz, poussières, combustibles, rayonnement ionisant ou non	46	22%	46%	15%	7%	2%	9%	2%	100%	0%	0%	0%	182 203	3 961
Electricité	21	19%	29%	24%	0%	0%	29%	0%	0%	0%	0%	0%	676 642	32 221
Divers : jeux et sports, rixes et attentats, agents matériels non classés ailleurs	268	12%	41%	28%	9%	2%	8%	8%	67%	24%	5%	5%	1 464 434	5 464
AT non classés faute de données suffisantes, malaises, mort subite ou non	238	13%	34%	23%	17%	5%	10%	13%	47%	17%	7%	30%	5 500 687	23 112
TOTAL	19 709	10%	40%	26%	10%	5%	9%	7%	64%	24%	9%	3%	116 028 450	5 887

NB : Les décès survenus avant consolidation de l'état de la victime d'accident du travail sont comptabilisés comme des incapacités permanentes à 99 %.

853AA : Action sociale sous toutes ses formes, y compris garderies, haltes-garderies, centres de réadaptation fonctionnelle et rééducation professionnelle et établissements ou services d'aide par le travail (personnel administratif et enseignant)

853AA : Action sociale sous toutes ses formes	Nombre d'AT	Durée des arrêts sur 3 ans						Présence d'une IP	Taux d'IP				Coût direct de l'ensemble des sinistres sur 3 ans (euros)	Coût direct moyen d'un sinistre sur 3 ans (euros)
		moins de 4 jours	de 4 à 15 jours	de 16 à 45 jours	de 46 à 90 jours	de 91 à 150 jours	plus de 150 jours		moins de 10%	de 10% à 19%	de 20% à 39%	40% et plus		
Accidents de plain-pied	11 839	8%	41%	27%	10%	4%	10%	5%	74%	20%	6%	0%	41 231 086	3 483
Chutes de hauteur	3 770	8%	34%	30%	12%	6%	10%	6%	74%	20%	5%	0%	14 371 093	3 812
Manutention manuelle	13 703	7%	43%	26%	9%	5%	9%	5%	73%	21%	5%	0%	44 650 146	3 258
Masse en mouvement	767	17%	46%	23%	7%	3%	4%	4%	73%	13%	13%	0%	1 860 270	2 425
Levage	384	9%	45%	28%	9%	3%	6%	5%	89%	6%	6%	0%	924 864	2 409
Véhicules	1 039	13%	39%	24%	10%	5%	9%	8%	80%	13%	4%	2%	4 547 930	4 377
Machines	228	14%	43%	28%	7%	4%	4%	8%	83%	17%	0%	0%	519 550	2 279
Engins de terrassement	1	0%	100%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	571	571
Outils portatifs	628	11%	59%	21%	5%	1%	2%	4%	71%	17%	13%	0%	1 217 204	1 938
Appareils contenant des fluides	361	21%	55%	20%	2%	1%	1%	2%	83%	17%	0%	0%	378 995	1 050
Vapeurs, gaz, poussières, combustibles, rayonnement ionisant ou non	38	18%	47%	21%	5%	5%	3%	3%	100%	0%	0%	0%	50 521	1 330
Electricité	14	21%	50%	14%	0%	0%	14%	0%	0%	0%	0%	0%	66 205	4 729
Divers : jeux et sports, rixes et attentats, agents matériels non classés ailleurs	4 751	10%	43%	26%	9%	4%	8%	5%	79%	13%	6%	2%	16 883 506	3 554
AT non classés faute de données suffisantes, malaises, mort subite ou non	397	10%	36%	26%	9%	7%	12%	7%	46%	23%	15%	15%	3 022 670	7 614
TOTAL	37 920	8%	42%	27%	10%	4%	9%	5%	74%	19%	6%	1%	129 724 611	3 421

NB : Les décès survenus avant consolidation de l'état de la victime d'accident du travail sont comptabilisés comme des incapacités permanentes à 99 %.

502ZF : Réparation de véhicules automobiles
(mécaniciens réparateurs automobiles n'appartenant pas à un réseau de constructeurs)

502ZF : Réparation de véhicules automobiles	Nombre d'AT	Durée des arrêts sur 3 ans						Présence d'une IP	Taux d'IP				Coût direct de l'ensemble des sinistres sur 3 ans (euros)	Coût direct moyen d'un sinistre sur 3 ans (euros)
		moins de 4 jours	de 4 à 15 jours	de 16 à 45 jours	de 46 à 90 jours	de 91 à 150 jours	plus de 150 jours		moins de 10%	de 10% à 19%	de 20% à 39%	40% et plus		
Accidents de plain-pied	877	10%	43%	25%	11%	4%	7%	4%	67%	25%	8%	0%	3 312 931	3 778
Chutes de hauteur	358	6%	35%	28%	11%	9%	11%	6%	64%	14%	23%	0%	2 247 762	6 279
Manutention manuelle	1 968	9%	48%	25%	8%	3%	6%	6%	77%	17%	5%	0%	6 064 004	3 081
Masse en mouvement	393	34%	41%	17%	4%	2%	2%	3%	46%	15%	31%	8%	1 061 151	2 700
Levage	85	7%	49%	26%	8%	4%	6%	9%	50%	50%	0%	0%	612 958	7 211
Véhicules	141	7%	42%	23%	9%	6%	14%	11%	80%	13%	7%	0%	1 013 931	7 191
Machines	144	17%	43%	25%	6%	2%	7%	6%	63%	38%	0%	0%	421 385	2 926
Engins de terrassement	0	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	-	-
Outils portatifs	654	12%	54%	25%	5%	3%	2%	3%	89%	11%	0%	0%	936 719	1 432
Appareils contenant des fluides	78	12%	53%	27%	8%	0%	1%	3%	100%	0%	0%	0%	104 658	1 342
Vapeurs, gaz, poussières, combustibles, rayonnement ionisant ou non	19	5%	47%	32%	11%	5%	0%	5%	100%	0%	0%	0%	32 739	1 723
Electricité	1	0%	100%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1 305	1 305
Divers : jeux et sports, rixes et attentats, agents matériels non classés ailleurs	138	14%	39%	25%	12%	2%	7%	4%	40%	60%	0%	0%	407 363	2 952
AT non classés faute de données suffisantes, malaises, mort subite ou non	64	13%	38%	36%	5%	2%	8%	8%	20%	40%	0%	40%	1 166 584	18 228
TOTAL	4 920	12%	46%	25%	8%	4%	6%	5%	71%	20%	8%	1%	17 383 490	3 533

NB : Les décès survenus avant consolidation de l'état de la victime d'accident du travail sont comptabilisés comme des incapacités permanentes à 99 %.

On observe des valeurs différentes entre le groupe global (tableau 1 p. 122) et les trois codes risque, et entre les trois codes risque. Les valeurs de coût complet, la proportion d'accidents avec incapacité permanente (IP), le pourcentage d'accidents très graves sont variables, mais pratiquement les éléments matériels regroupés (EMR) 1, 2, 3 ressortent toujours en premier. La catégorie « véhicules » peut pour certaines professions présenter un atypisme connu.

Nous pourrions également porter notre regard sur la gravité des accidents en ne prenant en compte que ceux qui ont entraîné une incapacité permanente pour essayer de déterminer un EMR plus grave qu'un autre. Le pourcentage varie entre 3 % et 11 %, mais, mis à part la dernière catégorie qui est particulière dans sa constitution, on observe que 60 % à 80 % des IP sont inférieures à 10 % et que si on passe à 20 % d'incapacité permanente on retrouve entre 85 % et 95 % des accidents du travail (AT). Parallèlement, mais de l'autre côté de l'échelle de gravité, on constate que quelle que soit la catégorie, le pourcentage d'IP de plus de 40 % (très grave) reste inférieur à 5 %.

■ Les limites des statistiques, les autres approches

Alors que la grande majorité des entreprises ne disposent pas de statistiques internes, les données relatives à leur comité technique par code risque permettent d'avoir très rapidement des éléments d'évaluation pertinents, en particulier pour faire ressortir les EMR du secteur d'activité. En revanche, l'intervalle de confiance que l'on peut accorder aux différents ratios tels que le taux de fréquence ou le taux de gravité nous incite à rester prudents sur les évolutions de leur valeur, en particulier quand le nombre de salariés concernés est inférieur à plusieurs milliers.

Le fait de retrouver systématiquement ou presque les trois premiers EMR en tête du coût direct complet donne très rapidement des pistes de travail pour les entreprises. À ce stade, on peut affirmer que l'identification des sources de dommages est simple et

objective et qu'il est pratiquement inutile de faire dans chaque entreprise une estimation des risques basée sur ses propres données compte tenu de leur pertinence insuffisante. Nous pensons que les données de la branche assurance maladie – risques professionnels sont largement suffisantes pour définir une stratégie dans la plupart des entreprises et permettent de mener à bien l'estimation et d'aider au choix pour l'évaluation des risques.

Il est utile de rappeler que la réglementation ne demande pas de hiérarchisation dans l'inventaire des risques et des mesures de prévention associées mais un ensemble de mesures cohérentes. Dès lors, une fois que l'identification des sources de dommages est réalisée, il convient d'apporter une réponse pour chacune des lignes. La portée préventive de la mesure pourra être variable tant dans son impact sur les facteurs relatifs à la présence de l'aléa (combattre le risque à la source) que dans ses conséquences (réduire les effets). Il faudra ajouter également que certaines mesures sont à court terme tandis que d'autres feront l'objet d'un travail plus élaboré et seront applicables à plus long terme.

N'oublions pas que le premier des principes généraux de prévention est d'« éviter les risques ». Beaucoup s'accordent à dire que les risques visés dans cette phrase correspondent à des risques qui sont évidents pour l'entreprise, soit par une caractéristique particulière du métier (chute de hauteur dans le bâtiment, asphyxie dans l'eau et l'assainissement, explosion dans la chimie...), soit par la pratique professionnelle (coupure dans la manipulation d'emballages, chute de plain-pied dans la logistique, contusions ou écrasements dans la maintenance...). Ces risques ne demandent pas d'évaluation car ils sont connus donc identifiés par l'entreprise, et les mesures de prévention sont également connues.

■ EPI : une réponse de prévention trop fréquente

Les entreprises ne partent d'ailleurs pas de zéro, et, pour s'en convaincre, il suffit de regarder si le port des

équipements de protection individuelle (EPI) est réel dans l'entreprise. Si oui, c'est que l'entreprise connaît les risques et a mis en place des mesures.

Bien souvent, c'est la première des mesures que l'on observe, et, même si cette mesure n'a pas d'influence sur sa probabilité d'occurrence, elle protège l'homme des conséquences de l'apparition de l'aléa. Cette réponse est souvent présente dans les documents uniques. Il est utile de rappeler que la solution EPI est la moins pertinente en matière de prévention et que les protections collectives sont à prioriser. Le port de l'EPI reste l'ultime recours quand aucune autre solution n'a pu être trouvée, et les représentants de l'administration du travail et les préventeurs préfèrent des solutions qui réduisent ou éliminent les causes. Néanmoins, ne pas prendre en compte la réponse EPI reviendrait à considérer que la grande majorité des documents uniques d'évaluation des risques (DUER) sont incorrects.

Relire le premier principe général qui dit qu'il faut éviter les risques et reprendre l'acception habituelle du mot « risque » autorisent à jouer sur les deux paramètres du risque : la fréquence et la gravité. Dès lors, l'EPI est bien l'une des réponses possibles dans l'attente de la mise en place de mesures de prévention ou de protection collectives pérennes.

Le pragmatisme doit nous éclairer pour proposer, surtout aux petites entreprises, une réponse qui leur permette de respecter leurs obligations réglementaires, de créer ou de recréer le dialogue social, d'être efficaces et surtout de mettre en place un environnement de travail plus sûr.

Une démarche simple en trois parties

Nous proposons une démarche en trois étapes :

- agir sur les causes ;
- appliquer la réglementation ;
- analyser les coûts directs complets.

■ Agir sur les causes entraînant certains dommages

Quatre catégories représentent environ 58 % des accidents du travail (AT) et relèvent largement des conditions d'exercice de l'activité telles que l'état des sols, l'accessibilité des situations de travail, le déplacement des charges et l'utilisation d'outils adaptés. Ce sont :

- plaies et coupures (95 614 accidents sur 658 847) ;
- contusions (133 012 sur 658 847) ;
- douleurs et lumbagos (184 932 sur 658 847) ;
- entorses (69 058 sur 658 847).

Le port des EPI est complémentaire à toutes les mesures d'organisation du travail et de prévention des risques. En ce qui concerne les AT peu graves, le port effectif des EPI aura pour conséquence directe de faire baisser leur nombre, il ne faut donc pas les rejeter, mais, comme on sait qu'environ 5 % de ces AT ont des conséquences graves, il est indispensable de mettre en place une prévention collective ou une suppression du danger ou de l'exposition à celui-ci.

Sur ces points, il n'existe pas toujours de réglementations très précises, les acteurs de l'entreprise, notamment l'employeur, étant les mieux à même de décider, dans le contexte particulier de leur établissement, des mesures à adopter. Il devient alors important de passer un peu de temps sur les façons de faire et d'utiliser le bon sens pour choisir des mesures. Il deviendra primordial que l'encadrement fasse respecter les règles adoptées avec les salariés et éprouvées. Faillir dans cette obligation revient en effet à démissionner du rôle que doit tenir tout encadrant. Au-delà du management de l'organisation et des hommes, les aspects économiques liés aux accidents du travail relevant de ces quatre catégories sont significatifs. Par exemple, si on faisait un ratio entre les coûts directs et indirects liés aux entorses et le prix que coûterait la réfection même partielle des sols ou le rebouchage des trous, les entreprises appelleraient tout de suite leur service de maintenance pour intervenir.

28 % des accidents du travail sont dans la catégorie « douleurs et lumbagos ». Une action pour la réduction du nombre de ces AT jouerait parallèlement sur les pathologies professionnelles du tableau 57 (TMS). Cela permettrait d'intervenir sur le principal problème en AT et le principal problème en MP. Le lien entre douleurs et lumbagos n'est pas univoque avec les manutentions manuelles, mais le degré de corrélation est certainement important. Nous reprendrons cette partie dans la phase 3.

■ Faire appliquer la réglementation existante pour un certain nombre de risques

Cette réglementation est précise et généralement connue, notamment pour :

- machines : application systématique de la directive machine, vérification de la conformité de l'équipement, modes opératoires et formation initiale et continue aux risques liés à l'utilisation des machines en mode normal et en mode dégradé ;
- électricité : vérification périodique des équipements et installations, habilitation électrique des personnels ;
- appareils contenant des fluides, vapeurs et gaz : vérification périodique des équipements, port des équipements de protection individuelle, maintenance régulière des équipements ;
- levage : vérification des équipements et formation des personnels.

Pour l'ensemble de ces EMR, l'évaluation de l'employeur doit conduire systématiquement aux mesures classiques qui portent sur la conformité, la maintenance, la formation et les vérifications périodiques. Le traitement des situations dégradées doit souvent faire appel à des solutions simples allant de l'interdiction par consignation à la mise en place de dispositifs complémentaires fiables, en passant par des personnels aux qualifications spéciales reconnues.

L'évaluation dans ce cas est normale et elle est traitée par des salariés compétents et *in situ*. Ceci est le reflet de ce qui se passe sur le terrain. Le mode de fonctionnement habituel ne relève pas de cette évaluation.

■ Effectuer un travail de fond en termes de coûts directs complets

Quels que soient les tableaux (généraux ou par code risque), trois EMR (éléments matériels regroupés) ressortent systématiquement et représentent souvent plus de 75 % des coûts directs complets généraux (IJ + IP + prestations en nature). Prendre des mesures de prévention spécifiques par rapport à ces trois EMR impacte fortement la santé au travail, surtout en termes de sinistralité AT mais également en termes de sinistralité MP. Il ne s'agit pas de ne rien faire sur les autres EMR, car ceux-ci sont couverts par les actions 1 et 2. De ce fait, l'employeur propose bien des mesures sur chaque EMR mais il ne les traite pas de la même façon.

L'enjeu est tel que, dans chaque entreprise, l'employeur doit lancer un plan à moyen ou à long terme pour les trois EMR principaux (chutes de plain-pied, chutes de hauteur et manutention manuelle) sans omettre des mesures conservatoires immédiates dès que le groupe de travail sur le sujet a identifié les situations de travail et les causes potentielles de dommages, même si ce n'est pas déjà arrivé dans l'entreprise. L'intelligence collective va très rapidement trouver des réponses que l'employeur pourra étudier pour une mise en application. C'est dans cette phase 3 que le dialogue social prend toute son importance. On retrouve ici une idée chère aux ergonomes : on repart du travail et on trouve ensemble des réponses. Parfois les solutions ne sont pas évidentes, et alors seulement on pourra faire appel à des compétences spécialisées.

Ne mettant en place que des plans d'actions sur trois sujets, l'employeur peut beaucoup plus facilement suivre l'évolution des pratiques professionnelles de ses salariés. Il lui revient là encore d'accompagner la mise en œuvre mais sur un objet pratique qui est le travail

et non sur un objet théorique qui est écrit dans un document papier. L'impact de la mise en place des mesures ne sera pas forcément visible dans l'entreprise en termes de sinistralité, compte tenu de la fréquence moyenne des accidents du travail, mais, si dans chaque entreprise on ne travaille pendant les quatre ou cinq ans qui arrivent que sur ces trois EMR, on peut prédire une baisse importante des coûts directs complets, ce qui signifie moins d'AT avec arrêt et moins d'AT avec IP. Les branches professionnelles pourraient être sensibles à une approche de ce type, car cela aurait des conséquences financières globales qui se répercuteraient sur les valeurs des taux de cotisation de chaque entreprise.

Bien évidemment, les données peuvent être affinées par code risque, ne serait-ce que pour s'assurer que les EMR principaux sont bien les mêmes et qu'il ne ressort pas de particularité. Par exemple, même si dans le code risque 452BC (construction de bâtiments) les trois grands EMR sont les mêmes que pour les autres codes risque, on peut observer une singularité. En effet, les IP de plus de 20 % sont plus élevées qu'ailleurs et, surtout, la catégorie « véhicules » donne 17 % d'IP de plus de 40 %. C'est entre huit et dix fois plus que ce qui est observé en moyenne.

Le problème est connu, et la campagne « véhicule utilitaire léger » lancée par l'assurance maladie – risques professionnels répond à cet atypisme.

L'analyse statistique permet à l'employeur de conduire sa stratégie et à la branche AT-MP de définir ses actions prioritaires par secteur et par thématique.

Conclusion

En conclusion, les employeurs peuvent utilement établir leur évaluation des risques professionnels à partir des données statistiques disponibles. Les mesures de prévention qu'ils ont à prendre sont pour la plupart déjà connues et demandent seulement à être mises en place et suivies. Enfin, trois EMR doivent retenir l'attention, et pour eux des mesures simples et applicables résultant d'un dialogue dans l'entreprise doivent être proposées, mises en œuvre et suivies.

Il reste que cette étude ne prend en compte que les coûts complets directs des AT ; l'analyse dans les entreprises des coûts indirects liés aux AT et aux MP reste un domaine peu exploré qu'il serait souhaitable d'investir, car le rapport de 3 est souvent donné entre les coûts directs et les coûts indirects.

L'entreprise qui décide de faire de l'évaluation des risques professionnels un véritable outil de gestion pourra utilement établir un tableau de bord économique parallèle au tableau de sinistralité.

■ Exemple d'application

Questions que se pose un chef d'entreprise	Où et qui me donne la réponse	Conséquences	Actions
Quel est mon comité technique national et mon code risque ?	Mon courrier de notification de taux envoyé par la Carsat.	permet d'accéder aux documents statistiques de l'assurance maladie – risques professionnels.	Je me renseigne auprès de la Carsat, de mon syndicat professionnel, de mon chef du personnel ou de mon expert-comptable.
Quels sont « les risques du métier » et les moyens de prévention habituellement proposés ?	Mon expérience Ma fédération professionnelle Les organismes de prévention	reste limitée car peu souvent confronté à un accident du travail. me donne des informations pratiques et validées. me donnent toutes les connaissances actuelles.	

Questions que se pose un chef d'entreprise	Où et qui me donne la réponse	Conséquences	Actions
Quels sont les moyens de prévention que je mets en œuvre ?		Sont-ils les mêmes que ceux proposés par les préventeurs ?	Vérification et/ou mise en place immédiate des mesures de prévention dans mon entreprise
Quelles sont dans ma profession les conséquences les plus fréquentes des accidents et leurs causes ?	Statistiques de l'assurance maladie – risques professionnels	Connaissance de ces risques et question sur ce que j'ai mis en œuvre pour supprimer les causes et limiter les conséquences	Je m'organise pour supprimer ou limiter les causes de ces accidents. Je mets en place des protections collectives. Je détermine avec mon personnel les EPI les mieux adaptés et je les fais porter
Est-ce que je connais et applique les textes réglementaires et normatifs ?	Code du travail Syndicat professionnel Constructeurs et distributeurs de produits et de matériels Organismes de prévention	Je détermine les différences entre ce que je fais et ce qui est demandé. Je mets en place ce qui est requis, en particulier en vérification et en habilitation	Je m'assure que je suis conforme dans les domaines suivants : Électricité, machines et équipements de travail fixes et portatifs, Appareils contenant des fluides, Produits chimiques, biologiques et ionisants.
Quels sont parmi les 14 EMR, les 3 premiers dans ma profession ?	Statistiques assurance maladie – risques professionnels	Je vérifie que je suis comme la grande majorité des entreprises et que les 3 premiers sont : Chutes de plain-pied et avec dénivellation, manutention manuelle et risque véhicules.	Je crée avec les salariés et leurs représentants les conditions pour que des solutions adaptées à mon entreprise et déterminées ensemble soient mises en œuvre dans l'entreprise.
Ai-je réalisé une estimation et une évaluation de mes risques ?			Je mets à jour mon document unique. Je gère la prévention. Je connais mes accidents du travail et l'ensemble des coûts qu'ils entraînent.

Bibliographie

BRODY B. ; LETOURNEAU Y. ; POIRIER A., *Les coûts indirects des accidents du travail*, rapport de recherche R-044, Montréal, IRSST, 1990.

HEINRICH H. W., *Industrial Accident Prevention: A Scientific Approach*, New York, McGraw-Hill, 1931.

LAVOIE R., *Coûts indirects des accidents du travail dans une entreprise du secteur minier*, mémoire de maîtrise, Montréal, École des hautes études commerciales, 2000.

PÉRUSSE M., « Gérer la santé et la sécurité au travail en quatre volets », *Travail et santé*, vol. 9, n° 1, 1993.

Notes

1. *Données assurance maladie – risques professionnels (2011)*.

2. *Insee (2012) : Taux de marge et taux d'investissement des sociétés non financières en 2011*.

3. *Naf : Nomenclature d'activités française*.

Actualité de la Fondation du risque

CHAIRE DE RECHERCHE « SÉCURISATION DES PARCOURS PROFESSIONNELS » DE SCIENCES PO ET DU GENES (CREST ET ENSAE)

Yann Algan, Pierre Cahuc et Stéphane Carcillo

Responsables scientifiques de la chaire

La chaire de recherche « Sécurisation des parcours professionnels » a pour objectifs de développer la recherche scientifique dans les domaines de la sécurisation des parcours professionnels à partir d'approches pluridisciplinaires associant des juristes, des économistes et des sociologues, et de diffuser la connaissance et les idées novatrices dans ce domaine.

Cette chaire est gérée par la Fondation du risque et rassemble des chercheurs de Sciences Po et du Genes (Groupe des écoles nationales d'économie et statistique, qui comprend notamment l'Ensaë et le Crest). Elle reçoit le soutien financier de la Direction de l'animation de la recherche, des études et des statistiques (Dares) du ministère du Travail, de l'Emploi et de la Santé, de l'Afpa (Association nationale pour la formation professionnelle des adultes) et du Groupe Alpha (cabinet d'expertise et de conseil spécialisé dans les relations sociales et le développement local).

■ Orientation générale de la chaire

La sécurisation des parcours professionnels est un des enjeux principaux de la réforme du marché du travail en France et dans un certain nombre de pays européens.

Dans les économies modernes, la constante réorganisation de l'appareil productif est un ingrédient essentiel de la croissance économique. Pour améliorer ou simplement maintenir leur rentabilité, les entreprises doivent sans cesse innover, en essayant de nouvelles

méthodes de production et de gestion du personnel, ou en tentant de vendre de nouveaux produits. Les entreprises sont constamment soumises à une exigence de réactivité, où l'essentiel de l'effort porte sur les capacités de conception, sur les liens et les convergences qui peuvent être établis entre secteurs d'activité, entre industrie et services, entre marketing, commercialisation et production. C'est leur capacité à innover qui porte l'essentiel de la valeur ajoutée. Certaines innovations sont fructueuses, d'autres échouent. Les entreprises ayant la capacité et la chance d'adopter les bonnes innovations prennent des parts de marché aux autres. C'est en grande partie dans ces essais et ces erreurs que la croissance de la productivité trouve sa source. Mais ce processus de « destruction créatrice » se solde par des réallocations d'emplois dont le coût social est d'autant plus élevé que les économies ne sont pas dotées d'institutions adaptées.

D'ici à 2015, les statistiques publiques prévoient un ralentissement de la hausse de la population active mais en aucune façon une baisse. Ce ralentissement pourrait faciliter la baisse du chômage, mais il ne sera pas suffisant pour permettre de résorber les déséquilibres locaux, quantitatifs et qualitatifs, entre offre et demande de travail, qui résultent des grands changements de nos modes de production. En l'absence d'une politique publique adaptée, ces changements se traduiront à moyen terme par des difficultés de recrutement, c'est-à-dire, très concrètement, par un allongement du temps nécessaire pour finaliser un recrutement.

Ces transformations du marché du travail seront associées à des mobilités professionnelles intenses, soit internes par la relance de perspectives de promotion, soit externes par l'ouverture de nouvelles opportunités. Mais celles-ci se feraient spontanément à l'avantage des plus qualifiés, les mieux armés pour entreprendre et réussir une mobilité professionnelle. À l'inverse, rien ne garantit que les actifs les plus éloignés de l'emploi ou les territoires les plus frappés par le chômage verraient leur situation s'améliorer.

Afin de répondre à ce défi, l'objectif aujourd'hui

partagé par de nombreux acteurs du marché du travail est donc de permettre plus de fluidité dans les trajectoires professionnelles, tout en sécurisant les revenus et en assurant des perspectives de rebond professionnel au plus grand nombre d'individus tout au long de la vie. L'accès à la formation professionnelle est en jeu.

Les moyens à mettre en œuvre pour atteindre cet objectif de sécurisation sont connus, mais leurs modalités de mise en œuvre et leur articulation sont, en revanche, moins consensuelles. Naturellement, la formation professionnelle est un enjeu majeur, mais son efficacité dans le système actuel n'est pas démontrée ; l'accompagnement des demandeurs d'emploi est un facteur clé, mais la qualité des ressources et l'organisation optimale du système entre opérateurs privés et publics font débat ; les aides à la reprise d'emploi et à la création d'entreprise peuvent être utiles mais elles sont souvent taxées d'effets pervers ; la protection de l'emploi peut inciter à la formation des salariés, mais également constituer un frein à la mobilité et faire peser le poids de la flexibilité sur les catégories les plus fragiles.

Globalement, on peut dire que les conditions d'efficacité de ces politiques publiques ne sont pas toujours bien connues, variant d'un contexte institutionnel à un autre, mais aussi que l'évolution de certaines de ces politiques est rendue difficile par l'absence de consensus sur les bénéfices que l'on peut attendre de leur réforme en comparaison du statu quo.

Les objectifs de cette chaire sont donc d'identifier les conditions d'efficacité des politiques et réglementations qui contribuent à libérer et à sécuriser les parcours professionnels, et d'analyser leurs interactions. L'évaluation des mesures et l'expérimentation y joueront un rôle important, ainsi que l'analyse de l'effet des politiques sur les parcours professionnels. L'économie politique des réformes permettra également de mettre en évidence les conditions de réussite ou d'échec de certaines réformes qui ont eu lieu en France ou en Europe en matière de formation professionnelle, de service public de l'emploi ou de protection

de l'emploi. L'objectif est également d'aboutir sur certains sujets à des propositions de réformes concrètes en partant de la situation actuelle de nos institutions et de nos outils.

■ Thèmes généraux de recherche

Les thèmes de recherche potentiellement couverts par la chaire sont ainsi orientés autour de 10 axes. Ces axes recouvrent les champs de compétences des chercheurs associés à la chaire.

- L'analyse des mobilités : parcours professionnels selon l'âge et les qualifications, insertion professionnelle, analyse des épisodes de chômage. Accent sur les jeunes et la discrimination contre les minorités. Structure des trajectoires professionnelles.
- Le développement des qualifications et des compétences : évaluation de la formation professionnelle, discrimination dans l'accès à la formation, identification des modèles d'organisation, analyse des réformes, certification des compétences, coordination des systèmes de formation professionnelle au niveau européen.
- L'indemnisation et l'accompagnement des demandeurs d'emploi : expérimentations des opérateurs, modèles d'organisation du service public de l'emploi, efficacité des dispositifs à l'attention des licenciés économiques.
- Le contrat de travail : modalités de rupture du contrat de travail, portabilité de certains droits (formation, assurances, congés), fiscalité des ruptures du contrat de travail.
- Les aides à la reprise d'emploi : rôle de la fiscalité, expérimentations sur le recours aux emplois aidés et le versement d'aides à l'embauche.
- Les créations d'entreprise : analyse des dispositifs d'accompagnement, barrières à l'entrée.
- Les conséquences sociales des trajectoires : déclassement,

impact local, développement et revitalisation des territoires.

- Les modes de rémunération : impact des primes et des modes de rémunération sur les trajectoires professionnelles.
- La portabilité des droits : organiser la mobilité sans perdre certains droits acquis dans l'entreprise en matière de formation, d'assurance sociale, de congés ou de protection contre la perte d'emploi.
- L'analyse des pratiques des ressources humaines des entreprises, notamment : recrutements, gestion prévisionnelle des emplois et des compétences (GPEC), plans de sauvegarde de l'emploi (PSE), plans de départs volontaires, ruptures conventionnelles.

L'approche est théorique et empirique. Elle est multidisciplinaire. La recherche porte autant sur les conditions théoriques d'efficacité des moyens analysés que sur l'évaluation des dispositifs existants, et sur l'analyse de certaines réformes engagées en Europe.

Ces recherches ont notamment pour objectif d'être valorisées par des publications scientifiques de haut niveau, telles que celles déjà effectuées par les chercheurs associés à la chaire.

■ Équipe de chercheurs associés à la chaire

Les chercheurs du comité de pilotage sont :

- les titulaires de la chaire : Yann Algan, professeur à Sciences Po, et Pierre Cahuc, directeur du laboratoire de macroéconomie du Crest ;
- le directeur exécutif : Stéphane Carcillo, maître de conférences à l'Université Paris I (en détachement à l'OCDE), professeur affilié au département d'économie de Sciences Po, qui assure la direction de la chaire, en collaboration avec les titulaires de la chaire ;

- le directeur scientifique : Francis Kramarz, directeur du Crest, qui assure la coordination des activités scientifiques de la chaire.

Une trentaine de chercheurs du Crest et de Sciences Po sont affiliés à la chaire ⁽¹⁾.

■ Fonctionnement de la chaire

Les thèmes de recherche sont retenus chaque année par le comité d'orientation de la chaire, qui réunit les représentants des institutions accueillant et finançant la chaire, ainsi que les titulaires de la chaire et son directeur exécutif.

Le comité de pilotage – composé des titulaires de la chaire, du directeur exécutif et du directeur

scientifique – conduit les programmes et les activités de la chaire conformément aux axes définis par le comité d'orientation : il étudie les documents et rapports établis à cette fin par les chercheurs, et fait des propositions au comité d'orientation concernant les thèmes de recherche à venir et le développement de partenariats avec d'autres centres de recherche, en particulier à l'étranger. Il établit chaque année un rapport d'activité.

Note

1. Une liste est disponible sur le site <http://chaire-securisation.fr/>

Livres

■ Jean-Pierre DANIEL

Les 12 défis de l'assurance. Revenir aux fondamentaux

Editea, 2012, 124 pages

Sil est des livres dont le titre ésotérique ne laisse rien voir de leur contenu au lecteur potentiel, il en va bien différemment du dernier ouvrage de Jean-Pierre Daniel. En un peu plus de 120 pages – une taille raisonnable qui permet à tout acheteur d'en entreprendre mais aussi d'en achever la lecture ! – il évoque nombre de grandes questions qui se posent aujourd'hui aux responsables du secteur de l'assurance. Le plan s'articule en trois grands thèmes eux-mêmes divisés en quatre chapitres.

Le fil conducteur de l'auteur est que les assureurs doivent se réapproprier leur métier et « revenir aux fondamentaux ». Si pendant près de deux décennies d'aucuns ont pu croire que faire de la bonne finance permettait de se dispenser de faire de la bonne assurance, la crise financière exige de revenir au cœur du métier. Il faut, nous dit l'auteur, et c'est son premier thème, remettre au goût du jour la prévoyance, trouver les moyens de contenir la hausse des

corporels, gérer des catastrophes de plus en plus coûteuses et se préparer à faire face à une augmentation des sinistres de responsabilité civile. Les assureurs doivent aussi, et c'est le deuxième thème de l'ouvrage, accéder aux clients différemment et accepter l'idée d'une distribution multicanale où l'installation d'Internet achèvera de bousculer l'ordre établi. En même temps, ils doivent contenir les appétits d'outsiders qui voient dans l'assurance un moyen d'augmenter leurs marges, mais qui risquent à terme de se substituer aux assureurs dans la gestion des sinistres alors que celle-ci devrait rester le cœur du métier. Cette nouvelle approche des clients passe aussi par l'accès aux marchés étrangers, sujet cher à l'auteur puisque Jean-Pierre Daniel développe largement son activité à l'international. La troisième partie thématique de ce petit livre, qui n'est pas une somme universitaire mais plutôt un recueil de courtes tribunes qui sont autant d'invitations à la réflexion, concerne la vie même de la profession. On y évoque bien sûr le défi que représentera la mise en place de Solvabilité II et celui que représente dès maintenant l'adaptation des sociétés d'assurance aux exigences d'un nouveau corps de contrôle. La fin des frontières entre familles professionnelles et les rapprochements entre entreprises

provenant d'univers différents constituent l'avant-dernier chapitre, puis l'auteur s'interroge *in fine* sur ce que sera le rôle de l'assurance dans quelques décennies. Son rôle de régulateur des comportements et sa contribution à la résolution non violente des conflits entre les hommes ou entre les entreprises en feront-ils cette « industrie dominante » qui régira le monde que nous prédit Jacques Attali ?

Bien évidemment, Jean-Pierre Daniel, ancien élève du Centre des hautes études d'assurance (CHEA), aurait pu évoquer bien d'autres défis, et notamment la formation, ce treizième travail d'Hercule que Michel Villatte évoque dans sa préface. On doit en tout cas lui savoir gré d'avoir établi cette première liste de grandes questions se posant à l'assurance et à ses dirigeants, et d'avoir indiqué les axes qui devraient selon lui être privilégiés pour les relever. Un défi que la revue *Risques*, dont il est d'ailleurs un contributeur régulier, s'attache elle aussi à relever trimestre après trimestre par le choix des thèmes qui constituent ses deux dossiers centraux.

Lisons *Risques* et lisons Jean-Pierre Daniel !

Par Pierre Bollon

■ **Katia BÉGUIN**

*Financer la guerre au XVII^e siècle.
La dette publique et les rentiers
de l'absolutisme*

Seyssel, Champ Vallon, coll.
« Époques », 408 pages

Les finances de l'absolutisme semblent un sujet lointain : voilà bientôt un quart de siècle que North et Weingast [1989] ont envoyé notre histoire financière dans les ténèbres extérieures (où sont les pleurs et les grincements de dents) en célébrant la Glorieuse Révolution et l'avènement d'une monarchie parlementaire en 1689. Plus récemment, David Stasavage [2011] a montré que l'existence d'institutions représentatives, aussi bien dans les cités-États que dans les royaumes comme l'Angleterre, conduisait à une gestion « moderne » du budget et de la dette de l'État, tandis que l'absolutisme se perdait en banqueroutes et manipulations diverses. En prenant parti dans cette controverse globale, Katia Béguin apporte sur ce Grand Siècle des « lumières » aussi précieuses qu'inattendues. Inattendues, car les rentes sur l'hôtel de ville de Paris, dont elle fait son sujet, constituent un monstre historiographique, une espèce de Leviathan des archives que personne n'avait eu l'audace d'aller réveiller. Avec plus d'un milliard de livres d'encours en 1715, 150 émissions – réelles ou supposées – au cours du siècle précédent, des centaines de milliers de porteurs de titres, ces instruments de dette souveraine sont aussi omniprésents dans l'histoire de la

France moderne que mal connus : aucune comptabilité centralisée ne permet d'en saisir l'« état au vrai ». Le risque était grand de s'éparpiller dans les anecdotes chères à la *microstoria* ou dans les délires programmatiques non suivis d'effets... Katia Béguin, dont on avait pu apprécier dans ses *Princes de Condé* [1999] la science des archives et des réseaux clientélares, offre une fresque monumentale : elle confirme certes les acquis de l'historiographie récente, mais nous livre aussi des révélations.

Commençons par ce qu'on sait. On sait d'abord qu'on ne sait pas grand-chose : les souverains s'accommodent d'une désorganisation complète de leurs finances puisqu'il n'existe pas de budget à proprement parler, mais une multitude de caisses et de comptables [Lutfalla, 2013] ; aucune comptabilité spécifique de l'agence d'émission, l'hôtel de ville de Paris [Dessert, 1984]. Forbonnais [1758] écrivait déjà que l'organisation du secret avait pour objet de dissimuler à l'ennemi l'état réel des finances du royaume et sa capacité à continuer la guerre. En particulier, les contemporains savaient que la hausse du taux émetteur révélait les tensions sur le marché du crédit, et le contrôle des finances s'employait donc à dissimuler autant que faire se peut le taux actuariel des emprunts. On y voit l'effet des mœurs du temps : Hoffman, Postel-Vinay et Rosenthal [2001] ont décrit le fonctionnement d'un marché du crédit soumis à l'interdiction de l'usure. Les rentes sur l'hôtel de ville de Paris étant perpétuelles, on les assimile à des immeubles qui seraient loués : par cette argutie théologico-juridique, le

monarque élude les récriminations des « *shariah scholars* » de la Sorbonne. Mais si le monde de la finance décrit par Daniel Dessert est aussi peuplé de dévots qu'incompréhensible à nos yeux, sa désorganisation correspond manifestement à une organisation rationnelle pour les besoins de la monarchie : mobiliser rapidement l'argent pour les besoins de la guerre, quitte à ruiner les familles et les alliés.

C'est ici que Katia Béguin marque l'originalité de son travail, en nous faisant découvrir le monde des officiers dont la fortune est liée aux paiements des rentes : ces affairistes ont acheté au « roy » une charge qui constitue souvent le démarrage d'une carrière (dont on lira la suite en Dessert). Si les payeurs des rentes sont censés payer, ils pratiquent surtout la rétention et l'argutie, la distribution des coupons (appelés « quartiers ») aux gens de connaissance, et la complémentarité de leur office avec d'autres fonctions de finance peut s'avérer précieuse. L'auteur montre en particulier dans son chapitre IV comment le rendement d'un titre au denier 18 (5,56 %) peut rapporter jusqu'à 6,21 % au surintendant Particelli d'Hémery (qui bénéficie d'un remboursement précoce, d'une prime d'émission, et sait se faire payer ses quartiers), tandis que les outsiders de province peuvent à peine récupérer quelques quartiers et un remboursement final égal à 15 % du pair pour un rendement total négatif. La mauvaise gestion de la dette publique entraîne la ruine des sujets : le chapitre VIII présente ainsi l'exemple de Madeleine Péan, qui pour bien marier son fils et lui permettre d'acheter un office en a fait

le nu-proprétaire de ses rentes dont l'usufruit revient aux cadets, que des couvents ont bien voulu accueillir à charge du paiement des annuités. Les « réductions » successives, c'est-à-dire les banqueroutes partielles de l'État, et la mort de l'aîné ont mis à terre cette ingénieuse stratégie financière. La société moderne est aussi dépendante que la nôtre des engagements financiers : aujourd'hui, ce sont les banques et les assureurs qui dépendent de la solvabilité des États, hier, c'étaient les couvents, les hôtels-Dieu et jusqu'aux veuves honnêtes. Au-delà des anecdotes, le non-paiement des quartiers pendant la guerre contre l'Espagne entraîne des troubles qui s'accroissent jusqu'à la Fronde : c'est pour Katia Béguin l'occasion de lier (dans son chapitre III) la sociologie des élites urbaines rentières à l'histoire politique de la contestation symbolique de l'absolutisme.

Mais les découvertes de l'auteur dépassent la réinterprétation des faits connus. L'ingéniosité et la persévérance aux archives ont permis à Katia Béguin de déjouer les astuces du Contrôle général pour dissimuler la hausse des taux d'intérêt. Elle décrit en particulier deux instruments qu'aucun des commentateurs n'avaient remarqués depuis trois siècles et demi.

D'abord, les « anti-conversions » (chapitre VII), à partir de la guerre de la ligue d'Augsbourg : à chaque abaissement du denier (relèvement du taux d'émission), les possesseurs de titres précédemment émis peuvent bénéficier du rendement des nouveaux emprunts en apportant un capital équivalent à celui qu'ils possédaient

déjà. Non que ce capital soit rémunéré au nouveau taux ; c'est le capital « total » qui bénéficie du taux de marché, et donc les espèces apportées bénéficient d'un rendement bien plus élevé que le taux nominal « avoué » : jusqu'à 12,5 % (denier 8) au lieu des 7,14 % que laissait supposer le denier 14 nominal. Ces taux emprunteurs très élevés s'expliquent par l'imminence de la fin de la guerre : chaque bataille s'avère décisive quand on négocie les conditions de la paix.

Ensuite, l'ouvrage de Katia Béguin révèle la « déclaration en blanc » (chapitre IX). Pour comprendre de quoi il s'agit, il faut rappeler que la prohibition de l'usure conduit à interdire les ventes au-dessous du pair : ceux qui sont reconnus coupables de cette forme d'agiotage voient leur créance annulée. Comme la couronne et les payeurs ont la mauvaise habitude de ne pas honorer le service des quartiers, il n'est pas rare que les rentiers dans la gêne veuillent vendre leurs titres, et ils doivent le faire à des conditions d'autant plus mauvaises que personne n'a alors les moyens de les racheter. Si le discours officiel sur l'usure et la prohibition des ventes à perte semble garantir les plus fragiles, la vérité est tout autre. Certains acheteurs de titres savent se procurer ces précieuses déclarations en blanc, datées du jour d'émission des rentes et titrées au nominal : on peut alors prétendre tenir d'un honnête notaire les titres qu'on a rachetés la veille à la sauvette pour les porter aux anti-conversions. Et on imagine les profits extraordinaires qu'on peut faire ainsi au nez de la veuve, à la barbe du sorbonnard et à l'abri des chambres de justice.

Le livre de Katia Béguin réussit donc à démonter les mensonges du Contrôle général : mensonge sur les taux émetteurs, mensonge sur le fonctionnement du marché secondaire, mensonge enfin sur les ordres de grandeur, car Versailles ne vaut même pas la petite guerre de Hollande, prélude aux conflagrations européennes de la fin du règne. Mais, au-delà de cette apocalypse, l'historienne révèle la vérité de la finance, qui n'est pas le fait de quelques Génois seulement. Au contraire, les déficits cumulés de l'État sont, comme aujourd'hui, la contrepartie des revenus des élites urbaines, mais aussi de la protection sociale, à travers les hôpitaux et les couvents. L'histoire de la dette et de son administration est, bien plus que l'histoire de l'État, le révélateur de la transformation profonde de la société française, des représentations du pouvoir, des valeurs, des élites. En restituant les implications globales de l'endettement souverain de la France au Grand Siècle, Katia Béguin honore le programme totalisant de l'école des Annales et signe un livre qui, pour n'être pas programmatique, fait figure d'exemple.

Par Pierre-Charles Pradier

Bibliographie

BÉGUIN K., *Les princes de Condé. Rebelles, courtisans et mécènes dans la France du Grand Siècle*, Seyssel, Champ Vallon, coll. « Époques », 1999.

- DESSERT D., *Argent, pouvoir et société au Grand Siècle*, Paris, Fayard, 1984.
- FORBONNAIS F. (VÉRON DUVERGER DE), *Recherches et considérations sur les finances de France, depuis 1595 jusqu'en 1721*, 2^e éd., Liège, 1758.
- HOFFMAN P. ; POSTEL-VINAY G. ;
- ROSENTHAL J.-L., *Des marchés sans prix. Une économie politique du crédit à Paris, 1660-1870*, Paris, EHESS, 2001.
- LUTFALLA M., *Histoire de la dette publique en France*, Economica, à paraître en 2013.
- NORTH D. C. ; WEINGAST B. R., "Constitutions and Commitment: The Evolution of Institutional Governing Public Choice in Seventeenth-Century England", *Journal of Economic History*, n° 29 (4), 1989, pp. 803-832.
- STASAVAGE D., *States of Credit: Size, Power, and the Development of European Politics*, Princeton, Princeton University Press, 2011.

VENTE AU NUMÉRO - BULLETIN D'ABONNEMENT

	Prix FRANCE		Prix FRANCE
1 Les horizons du risque	ÉPUISÉ	47 Changements climatiques. La dépendance. Risque et démocratie	30,50
2 Les visages de l'assuré (1 ^{ère} partie)	19,00	48 L'impact du 11 septembre 2001. Une ère nouvelle pour l'assurance ? Un nouvel univers de risques	30,50
3 Les visages de l'assuré (2 ^e partie)	19,00	49 La protection sociale en questions. Réformer l'assurance santé. Les perspectives de la théorie du risque	30,50
4 La prévention	ÉPUISÉ	50 Risque et développement. Le marketing de l'assurance. Effet de serre : quels risques économiques ?	ÉPUISÉ
5 Age et assurance	ÉPUISÉ	51 La finance face à la perte de confiance. La criminalité. Organiser la mondialisation	30,50
6 Le risque thérapeutique	19,00	52 L'évolution de l'assurance vie. La responsabilité civile. Les normes comptables	ÉPUISÉ
7 Assurance crédit/Assurance vie	19,00	53 L'état du monde de l'assurance. Juridique. Économie	31,50
8 L'heure de l'Europe	ÉPUISÉ	54 Industrie : nouveaux risques ? La solvabilité des sociétés d'assurances. L'assurabilité	31,50
9 La réassurance	ÉPUISÉ	55 Risque systémique et économie mondiale. La cartographie des risques. Quelles solutions vis-à-vis de la dépendance ?	31,50
10 Assurance, droit, responsabilité	ÉPUISÉ	56 Situation et perspectives. Le gouvernement d'entreprise : a-t-on progressé ? L'impact de la sécurité routière	31,50
11 Environnement : le temps de la précaution	23,00	57 L'assurance sortie de crise. Le défi de la responsabilité médicale. Le principe de précaution	31,50
12 Assurances obligatoires : fin de l'exception française ?	ÉPUISÉ	58 La mondialisation et la société du risque. Peut-on réformer l'assurance santé ? Les normes comptables au service de l'information financières.	31,50
13 Risk managers-assureurs : nouvelle donne ?	23,00	59 Risques et cohésion sociale. Immobilier. Risques géopolitiques et assurance.	31,50
14 Innovation, assurance, responsabilité	23,00	60 FM Global. Private equity. Les spécificités de l'assurance aux USA.	31,50
15 La vie assurée	23,00	61 Bancassurance. Les agences de notation financière. L'Europe de l'assurance.	33,00
16 Fraude ou risque moral ?	23,00	62 La lutte contre le cancer. La réassurance. Risques santé.	33,00
17 Dictionnaire de l'économie de l'assurance	ÉPUISÉ	63 Un grand groupe est né. La vente des produits d'assurance. Une contribution au développement.	33,00
18 Éthique et assurance	23,00	64 Environnement. L'assurance en Asie. Partenariats public/privé.	ÉPUISÉ
19 Finance et assurance vie	23,00	65 Stimuler l'innovation. Opinion publique. Financement de l'économie.	ÉPUISÉ
20 Les risques de la nature	23,00	66 Peut-on arbitrer entre travail et santé ? Réforme Solvabilité II. Pandémies.	ÉPUISÉ
21 Assurance et maladie	29,00	67 L'appréhension du risque. Actuariat. La pensée du risque.	ÉPUISÉ
22 L'assurance dans le monde (1 ^{re} partie)	29,00	68 Le risque, c'est la vie. L'assurabilité des professions à risques. L'équité dans la répartition du dommage corporel	ÉPUISÉ
23 L'assurance dans le monde (2 ^e partie)	29,00	69 Gouvernance et développement des mutuelles. Questionnement sur les risques climatiques. La fondation du risque.	ÉPUISÉ
24 La distribution de l'assurance en France	29,00	70 1 ^{ère} maison commune de l'assurance. Distribution dans la chaîne de valeur. L'assurance en ébullition ?	35,00
25 Histoire récente de l'assurance en France	29,00	71 Risque et neurosciences. Flexibilité et emploi. Développement africain.	35,00
26 Longévité et dépendance	29,00	72 Nouvelle menace ? Dépendance. Principe de précaution ?	35,00
27 L'assureur et l'impôt	29,00	73-74 Crise financière : analyse et propositions.	65,00
28 Gestion financière du risque	29,00	75 Populations et risques. Choc démographique. Délocalisation.	35,00
29 Assurance sans assurance	29,00	76 Événements extrêmes. Bancassurance et crise.	35,00
30 La frontière public/privé	29,00	77 Être assureur aujourd'hui. Assurance « multicanal ». Vulnérabilité : assurance et solidarité.	36,00
31 Assurance et sociétés industrielles	29,00	78 Dépendance... perte d'autonomie analyses et propositions.	36,00
32 La société du risque	29,00	79 Trois grands groupes mutualistes. Le devoir de conseil. Avenir de l'assurance vie ?	36,00
33 Conjoncture de l'assurance. Risque santé	29,00	80 L'assurance et la crise. La réassurance ? Mouvement de prix	36,00
34 Le risque catastrophique	29,00	81-82 L'assurance dans le monde de demain. Les 20 débats sur le risque.	65,00
35 L'expertise aujourd'hui	29,00	83 Le conseil d'orientation des retraites. Assurance auto, la fin d'une époque. Y a-t-il un risque de taux d'intérêt ?	36,00
36 Rente. Risques pays. Risques environnemental	ÉPUISÉ	84 Gras Savoye, une success story. L'assurance, objet de communication. L'assurance, réductrice de l'insécurité ?	36,00
37 Sortir de la crise financière. Risque de l'an 2000. Les concentrations dans l'assurance	29,00	85 Solvabilité II. L'aversion au risque.	36,00
38 Le risque urbain. Révolution de l'information médicale. Assurer les OGM	29,00	86 Un monde en risque. Le risque nucléaire. Longévité et vieillissement.	37,00
39 Santé. Internet. Perception du risque	ÉPUISÉ	87 Segmentation et non discrimination. Vieillesse : quels scénarios pour la France ?	37,00
40 XXI ^e siècle : le siècle de l'assurance. Nouveaux métiers, nouvelles compétences. Nouveaux risques, nouvelles responsabilités	29,00	88 Sport, performances, risques. Des risques pays aux dettes souveraines.	37,00
41 L'Europe. La confidentialité. Assurance : la fin du cycle ?	29,00	89 Le risque opérationnel, retour au réel. Vieillesse et croissance.	38,00
42 L'image de l'entreprise. Le risque de taux. Les catastrophes naturelles	29,00	90 Les risques artistiques, industriels et financiers du cinéma. Les institutions et opérateurs de la gestion des risques au cinéma.	38,00
43 Le nouveau partage des risques dans l'entreprise. Solvabilité des sociétés d'assurances. La judiciarisation de la société française	29,00	91 Les tempêtes en Europe, un risque en expansion. L'actif sans risque, mythe ou réalité ?	38,00
44 Science et connaissance des risques. Y a-t-il un nouveau risk management ? L'insécurité routière	29,00		
45 Risques économiques des pays émergents. Le fichier clients. Segmentation, assurance, et solidarité	29,00		
46 Les nouveaux risques de l'entreprise. Les risques de la gouvernance. L'entreprise confrontée aux nouvelles incertitudes	29,00		

Numéros hors série

Assurer l'avenir des retraites - 15,24 • Crise financière : analyses et propositions 65,00 • Numéro spécial 20 ans : les 20 débats sur le risque 65,00

Où se procurer la revue ?

Vente au numéro par correspondance et abonnement

Seddit

17, rue Henri Monnier - 75009 Paris
Tél. 01 40 22 06 67 - Fax : 01 40 22 06 69
Courriel : info@seddit.com
www.seddit.com

Librairie partenaire

**CNPP Entreprise Pôle Européen
de Sécurité - CNPP Vernon**
BP 2265 - 27950 Saint-Marcel
Tél. 02 32 53 64 32 - Fax : 02 32 53 64 80



À découper et à retourner accompagné de votre règlement à

Seddit - 17, rue Henri Monnier - 75009 Paris

Tél. (33) 01 40 22 06 67 - Fax : (33) 01 40 22 06 69 - Courriel : info@seddit.com

Abonnement 2013 (4 numéros) FRANCE 140 € EXPORT 160 €*
 Je commande _____ ex. des numéros _____
Nom et prénom _____
Société : _____
Adresse de livraison _____
Code postal _____ Ville _____
Nom du facturé et Adresse de facturation _____
E.mail _____ Tél. _____

- Je joins le montant de : _____ par chèque bancaire à l'ordre de Seddit
 Je règle par virement en euros sur le compte HSBC 4 Septembre-code banque 30056-guichet 00750-07500221574-clé RIB 17

* Uniquement par virement bancaire

Conformément à la loi « informatique et libertés » du 6 janvier 1978, vous bénéficiez d'un droit d'accès et de rectification aux informations qui vous concernent.
Si vous souhaitez exercer ce droit et obtenir communication des informations vous concernant, veuillez vous adresser à SEDDITA, 17, rue Henri Monnier 75009 PARIS

