

## Les placements des organismes d'assurance à fin 2010

**Sarah GANDOLPHE, Gaël HAUTON  
et Sandrine VIOL**

*Secrétariat général de l'Autorité de contrôle prudentiel*

*Direction des Études*

**Omar BIROUK  
et Alain-Nicolas BOULOUX**

*Direction générale des Statistiques*

*Direction des Statistiques monétaires et financières*

*Les placements des assureurs français jouent un rôle important dans le financement de l'économie compte tenu de l'importance de leur encours (près de 1 700 milliards d'euros au total à fin 2010). L'analyse qui en est faite dans le présent article est la troisième du genre. Un de ses principaux apports réside dans la mise en transparence des titres d'organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) que les organismes d'assurance détiennent en portefeuille, opération permettant de déterminer la nature des bénéficiaires finaux du financement intermédié par le secteur assurantiel. Par ailleurs, l'étude des placements des ménages a été effectuée sur l'ensemble des contrats d'assurance-vie, qu'ils soient libellés en unités de compte ou en euros.*

*De manière générale, les assureurs n'ont pas changé de façon notable la composition de leur portefeuille par rapport à l'année 2009. Ils restent investis essentiellement en titres de signatures situées en France (40,5 %) et dans les autres pays de la zone euro (34,7 %) : il s'agit principalement de titres de créance à long terme (68,3 %), notamment ceux émis par les États ou les institutions financières. Les actions restent minoritaires (11,6 %, y compris les placements en titres d'OPCVM investis en actions).*

*La prise en compte des titres de créance détenus de manière indirecte par les assureurs, via leurs avoirs en titres d'OPCVM, ne modifie ni le rendement ni le niveau de risque de crédit de leurs positions globales sur cette classe d'actifs : le taux de rendement moyen des titres de créance détenus directement et indirectement se situe ainsi peu ou prou au niveau de 4 % avant et après mise en transparence des OPCVM détenus, et leur qualité de crédit reste quasiment inchangée avec une proportion de titres de l'univers « investment grade » de l'ordre de 80 %. En revanche, elle se traduit par un allongement de plus d'une année de la durée résiduelle moyenne des portefeuilles concernés, qui approche les dix ans.*

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

Code JEL : G22

NB : Les auteurs tiennent à remercier Franck David, Sylvaine Ravaux et leurs équipes de la direction des Contrôles spécialisés et transversaux au secrétariat général de l'Autorité de contrôle prudentiel pour l'important travail de collecte et de traitement en amont des données qu'ils ont réalisé.

Cette étude sur les placements des organismes d'assurance en 2010<sup>1</sup>, élaborée conjointement par les services de l'Autorité de contrôle prudentiel (ACP) et de la direction générale des Statistiques de la Banque de France, est la troisième du genre. Comme les précédentes, elle repose sur l'exploitation des différents états annuels remis sur ce volet par les organismes d'assurance à l'ACP, en les croisant avec les référentiels titres et émetteurs dont dispose la Banque de France<sup>2</sup>. Elle s'appuie en outre, pour l'année 2010, sur les nouveaux états réglementaires remis par les organismes d'assurance dont le contenu normalisé permet d'affiner et d'enrichir l'analyse sous plusieurs angles.

Comme les années précédentes, l'étude distingue deux types d'organismes au sein du secteur des assurances, les assureurs vie et mixtes d'une part et les assureurs non-vie d'autre part. Les assureurs vie et mixtes gèrent la majeure partie des « contrats en euros » et l'ensemble des « contrats en unités de compte », produits d'assurance majoritairement utilisés comme support de l'épargne des ménages. Les assureurs non-vie couvrent la plupart des risques de dommages aux biens et des risques relatifs à la personne : ils prennent essentiellement des engagements à court terme (en moyenne un an) et règlent, en général, les dossiers de sinistres dans un délai inférieur à deux ans, à quelques exceptions près telles que la responsabilité civile ou l'assurance construction. Dans ces conditions, les placements du secteur des assurances sont principalement le fait des organismes pratiquant l'assurance-vie.

L'article décrit dans une première partie la structure des placements des assureurs par type d'instrument, secteur bénéficiaire et zone géographique d'implantation de l'émetteur.

Dans une deuxième partie, l'analyse porte sur les flux de placement des ménages, dont plus de la moitié se dirige vers des produits d'assurance-vie. Une comparaison est effectuée entre les contrats en euros et ceux libellés en unités de compte, distinction fondamentale d'un point de vue prudentiel car le risque est porté par l'assureur dans le premier cas et par l'assuré dans le second.

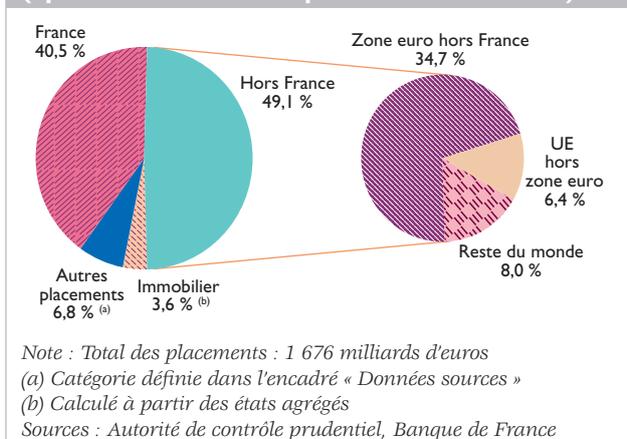
## I | Structure des placements des assureurs par type d'instrument et par secteur bénéficiaire

Dans le cadre de cette étude, les placements sont analysés indépendamment des critères prudentiels habituellement mis en œuvre dans le domaine de l'assurance. Les ventilations regroupent ainsi les placements effectués en représentation des engagements réglementés, les placements représentatifs des contrats en unités de compte (UC) et ceux pouvant être qualifiés de « libres », ces derniers correspondant au surplus de fonds propres par rapport aux *minima* réglementaires. La première catégorie représente de loin la part la plus importante des placements (plus de 87 %).

## II | La répartition géographique et sectorielle des placements

À fin 2010, et après mise en transparence des titres d'OPCVM détenus, les titres émis par des non-résidents représentent 49,1 % du total des placements, proportion en légère hausse par rapport à 2009 (46,4 %).

Graphique I Répartition géographique des émetteurs des titres détenus par les assureurs en 2010 (après la mise en transparence des OPCVM)



1 Cette étude s'appuie sur l'exploitation de données remises par les organismes d'assurance pour l'arrêté du 31 décembre 2010. Elle ne tient donc pas compte des évolutions intervenues sur les marchés de capitaux depuis le début de l'année 2011.

2 Voir « Évolutions récentes de la structure des placements des assureurs », Bulletins de la Banque de France n° 177, 3<sup>e</sup> trimestre 2009 et n° 181, 3<sup>e</sup> trimestre 2010

## Données sources

L'analyse est essentiellement effectuée sur la base des états annuels remis à l'ACP par les organismes d'assurance, conformément à l'article A.344-3 du Code des assurances : état récapitulatif des placements (ERP) et nouveau tableau complémentaire aux états des placements (TCEP) remis à l'ACP depuis 2010, qui recense titre par titre la totalité des actifs détenus et présente selon un format normalisé et enrichi les informations antérieurement fournies dans l'état détaillé des placements.

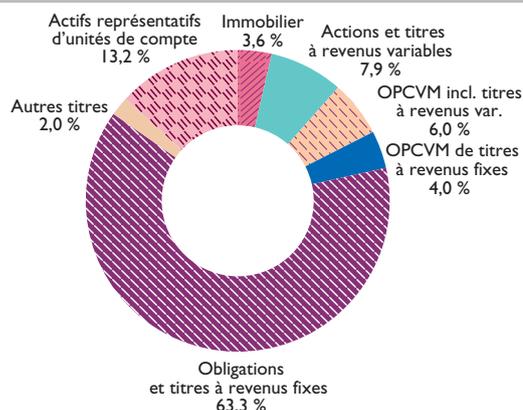
L'étude porte sur un échantillon de 314 sociétés d'assurance du marché français, détenant un montant total de 1 676 milliards d'euros de placements, soit plus de 99 % du total des portefeuilles des organismes d'assurance (hors sociétés de réassurance) régies par le Code des assurances (1 687 milliards d'euros). Outre les sociétés de réassurance, les institutions de prévoyance et les mutuelles sont exclues de son champ. Sauf mention contraire, les données se réfèrent aux placements en valeur de réalisation<sup>1</sup> au 31 décembre de chaque année considérée. Les placements des assureurs vie et mixtes constituent près de 90 % des actifs des assureurs de l'échantillon, soit une part identique à celle observée pour le secteur pris dans son ensemble.

Le tableau complémentaire aux états des placements est exploité de façon à obtenir une ventilation de l'ensemble des portefeuilles par type d'instrument financier, zone géographique et secteur émetteur, ainsi qu'en fonction de caractéristiques de durée et de rendement des supports d'investissement. Par ailleurs, la mise en transparence des titres d'OPCVM détenus par les assureurs, rendue possible par l'exploitation des données sur les OPCVM français collectées par la Banque de France, permet d'identifier dans une très large mesure les bénéficiaires ultimes des investissements, ce traitement consistant à substituer aux titres d'OPCVM détenus par les assureurs les titres dans lesquels les titres d'OPCVM en question investissent. Lorsque certains instruments ne peuvent être identifiés au moyen d'un code ISIN (International Securities Identification Numbers) ou de tout autre attribut, ces actifs sont regroupés dans le poste « Autres placements » : tel est le cas des actions non cotées, des actifs immobiliers (identifiés en tant que tels dans les états récapitulatifs) ou des produits dérivés, qui, selon les cas, ne sont pas repris dans les tableaux complémentaires détaillés ou y représentent une part inférieure à celle ressortant des états récapitulatifs correspondants. Ainsi, la part des actions détenues en direct pouvant être identifiées dans les tableaux complémentaires

.../...

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

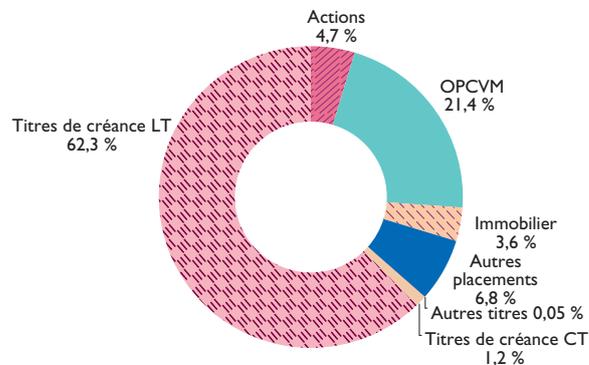
## Structure des placements des assureurs au 31 décembre 2010 (états agrégés)



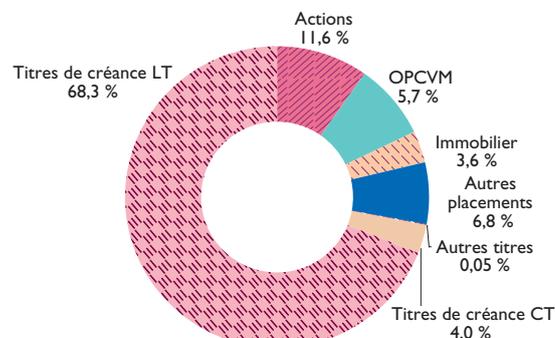
Note : Total des placements : 1 687 milliards d'euros  
Source : Autorité de contrôle prudentiel

## Structure des placements des assureurs au 31 décembre 2010 (états détaillés)

## • Avant la mise en transparence des OPCVM



## • Après la mise en transparence des OPCVM



Note : Total des placements : 1 676 milliards d'euros  
Sources : Autorité de contrôle prudentiel, Banque de France

détaillés est nettement inférieure à ce qu'elle représente dans les états récapitulatifs (4,7 % contre 7,9 %). Bien évidemment, la mise en transparence des OPCVM, en permettant d'identifier également les actions figurant au portefeuille de ces OPCVM, conduit in fine à relever sensiblement la part de cette catégorie d'instruments au sein des portefeuilles des assureurs (11,6 %).

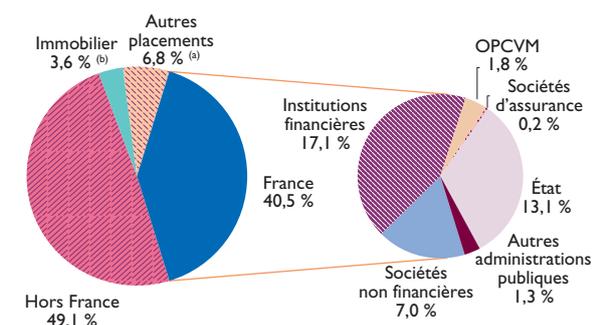
Les graphiques présentent la structure des placements des assureurs au 31 décembre 2010 telle qu'elle ressort des trois sources de données de l'étude : états récapitulatifs des placements, tableaux complémentaires détaillés et données d'OPCVM collectées par la Banque de France<sup>2</sup>. Le premier graphique retrace cette structure selon les informations tirées des états agrégés, qui permettent d'appréhender les placements selon leur nature comptable (immobilier, actions, titres d'OPCVM...). Les deux suivants présentent la structure des placements à partir des données des tableaux complémentaires détaillés, avant et après mise en transparence des OPCVM détenus par les assureurs. La mise en transparence a concerné au total 21,4 % des titres, qui ont pu être répartis au terme de ce processus entre trois catégories d'instruments financiers : titres de créance (8,8 %), actions (6,9 %) et titres d'OPCVM (5,7 %).

2 Dans les différentes parties de l'étude, les trois sources utilisées sont choisies en fonction du niveau de granularité nécessaire des données relatives aux placements.

Il s'agit toujours principalement d'émetteurs des autres pays de la zone euro (34,7 % du total des placements, après 35,6 % en 2009), quoique leur part diminue au profit des titres d'émetteurs des autres pays européens (6,4 %, après 4,3 %) et, dans une moindre mesure, des titres d'émetteurs établis hors de l'Union européenne (8 %, après 6,4 %).

Les titres de signatures françaises représentent 40,5 % du portefeuille des assureurs à fin 2010 (après 36,7 % à fin 2009), dont 14,4 % sont émis par les administrations publiques, à commencer par l'État. La part de ces titres publics augmente significativement par rapport à 2009 (12,3 %). Les assureurs ont également accru la part de titres émis par les institutions financières résidentes (hors assurances), celle-ci atteignant 17,1 % contre 14,6 % en 2009. En revanche, la part de leurs avoirs en titres cotés émis par des sociétés non financières résidentes reste à peu près stable (7 %, après 7,1 % en 2009).

Graphique 2 Répartition sectorielle des placements des assureurs en 2010 (après la mise en transparence des OPCVM)



Note : Total des placements : 1 676 milliards d'euros  
 (a) Catégorie définie dans l'encadré « Données sources »  
 (b) Calculé à partir des états agrégés  
 Sources : Autorité de contrôle prudentiel, Banque de France

Tableau I Répartition par nature de titre, secteur et zone de résidence des émetteurs des placements des assureurs en 2010 après mise en transparence de leurs titres d'OPCVM en portefeuille

(en % du total des placements)

	France							Zone euro hors France							UE hors zone euro							TOTAL Reste du Monde	TOTAL	
	SNF	Institutions financières	OPCVM	Assurances	État	Autres APU	Total France	SNF	Institutions financières	OPCVM	Assurances	État	Autres APU	Autres secteurs	Total ZE hors France	SNF	Institutions financières	OPCVM	Assurances	État	Autres secteurs			Total UE hors ZE
Titres de créance	2,3	15,9		0,1	13,1	1,3	32,6	2,3	12,0		0,2	13,3	0,3	0,3	28,4	0,7	3,6		0,2	1,3	1,3	5,8	5,4	72,3
• Court terme	0,1	2,2			0,4		2,8	0,1	0,5					0,3	0,9	0,2				0,1	0,3	0,3	0,0	4,0
• Long terme	2,2	13,6		0,1	12,7	1,2	29,8	2,2	11,6		0,2	13,3	0,3		27,6	0,7	3,4		0,2	1,2	1,7	5,6	5,4	68,3
dont : obligations	2,2	5,0		0,1	12,5	0,7	20,5	1,0	6,7		0,1	11,8	0,2		19,8	0,2	1,1		0,1	0,3	1,7	2,3	2,3	44,3
BTMN-EMTN		8,5			0,4		9,0	1,2	4,6			0,1	0,1		6,0	0,4	2,2			0,8	3,4	2,9	2,9	21,3
autres TC à long terme	0,0	0,1		0,0	0,2	0,1	0,3	0,0	0,3		0,1	1,4	0,0		1,8	0,1	0,1		0,2	0,1	0,5	0,2	0,2	2,7
Actions	4,6	1,3		0,1	0,0	0,0	6,0	2,3	0,5		0,2				3,1	0,4	0,1				0,5	2,0	0,5	11,6
OPCVM	0,0		1,8				1,8			3,2					3,2			0,1				0,1	0,6	5,7
Immobilier																								3,6
« Autres placements »																								6,8
<b>TOTAL</b>	<b>7,0</b>	<b>17,1</b>	<b>1,8</b>	<b>0,2</b>	<b>13,1</b>	<b>1,3</b>	<b>40,5</b>	<b>4,6</b>	<b>12,5</b>	<b>3,2</b>	<b>0,4</b>	<b>13,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>34,7</b>	<b>1,1</b>	<b>3,7</b>	<b>0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>0,2</b>	<b>1,3</b>	<b>6,4</b>	<b>8,0</b>	<b>100</b>

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

Source : Banque de France

Comme le montre le tableau 1, la répartition sectorielle des placements en titres émis par les émetteurs installés dans les autres pays de la zone euro est comparable à celle des placements en titres d'émetteurs résidents. Ainsi, la part des titres d'administrations publiques s'élève à 13,6 % des actifs en 2010 (15,1 % en 2009), celle des titres émis par des institutions financières s'établit à 12,5 % (13,2 % en 2009) et celle des titres émis par des sociétés non financières atteint 4,6 % (3,8 % en 2009).

## I | 2 Les titres de créance

### I | 2 | 1 Structure générale du portefeuille des titres de créance

La gestion de l'actif des assureurs apparaît soumise à plusieurs contraintes, à commencer par la nécessité d'être en mesure de faire face à tout moment aux engagements vis-à-vis des assurés en maintenant l'adossé en durée des actifs aux passifs et celle de garantir la rentabilité de l'entreprise tout en tenant compte des contraintes réglementaires. L'existence d'une garantie de taux de rémunération minimum sur les contrats en euros, qui constituent une très large part des contrats d'assurance-vie (85 %), incite toujours les assureurs vie à la détention prépondérante de titres de créance, de préférence à taux fixe, cette classe d'actifs permettant au mieux de répondre à cette contrainte.

En 2010, les titres de créance représentent 72,3 % du total des placements des organismes d'assurance, dont 63 % en détention directe, auxquels s'ajoutent 9,3 % en détention indirecte *via* les titres d'OPCVM en portefeuille. Cette part des titres de créance est en nette progression par rapport à 2009 (66,8 %). L'encours correspondant, après mise en transparence, se décompose comme suit : 4 % de titres à court terme (dont 2,9 % pour les certificats de dépôt), 44,3 % d'obligations, 21,3 % de BMTN-EMTN (bons à moyen terme négociables – *Euro Medium Term Notes*) et 2,7 % d'autres titres à moyen ou long terme (cf. *supra*, tableau 1).

Les évolutions observées entre 2009 et 2010 de la structure de détention des titres de créance des assureurs doivent être analysées avec prudence. D'une part, elles reflètent non seulement des choix de placements mais aussi des effets de valorisation

due aux évolutions des taux d'intérêt : la nette augmentation de la part des obligations (44,3 % en 2010, contre 38 % en 2009) peut ainsi être mise en relation, au moins pour partie, avec la baisse des taux observée au cours de l'année 2010 qui se traduit par une hausse de la valeur de marché des titres. D'autre part, le gain en fiabilité obtenu grâce aux nouveaux états remis par les assureurs a permis d'affiner l'identification des titres et partant, contribué à augmenter la part attribuée aux titres de créance au détriment des « autres placements ».

La répartition sectorielle des émetteurs de ces titres de créance fait ressortir la relative stabilité de la part des titres publics, qui représentent 40 % de l'encours à fin 2010, proportion à peu près inchangée par rapport à 2009. Cela étant, un recentrage s'est clairement opéré en faveur des titres publics français : en 2009, ceux-ci représentaient 44 % des titres publics détenus contre 55 % pour ceux d'autres États membres de la zone euro ; en 2010, leur part s'élève jusqu'à 50,3 %, contre 47 % pour les seconds. Ce recentrage au profit des émetteurs nationaux vaut également pour les titres émis par des institutions financières, dont l'importance globale augmente quelque peu (33,4 %, après 30,9 % en 2009) : en leur sein, la part des titres de signatures résidentes se renforce elle aussi nettement, atteignant 51 % en 2010, contre 47 % en 2009.

### I | 2 | 2 Examen des principales caractéristiques des portefeuilles des titres de créance

#### Les taux de rendement

L'analyse des taux de rendement des portefeuilles, effectuée en 2009 sur les seules poches obligataires, a pu être étendue pour l'exercice 2010 à l'ensemble du portefeuille des titres de créance grâce à l'amélioration du taux de couverture des données (désormais proche de 100 %) et de la qualité des informations recueillies à partir des tableaux complémentaires aux états des placements (TCEP), qui fournissent davantage de caractéristiques sur les titres détenus, ce qui facilite leur croisement avec les référentiels titres gérés par la Banque de France.

Dans le prolongement des constats effectués les années précédentes, l'analyse de la répartition des titres de créance par type de coupon confirme, pour l'année 2010, la prépondérance des titres à taux fixe. Ces derniers représentent 89 % de l'encours total

des titres de créance (dont 1 % pour les titres à zéro coupon) contre 11 % pour les titres à taux variable. Parmi les titres à taux variables, peuvent désormais être distingués les titres indexés sur l'inflation, qui représentent à fin 2010 3,7 % du portefeuille des titres de créance (3,6 % pour les assureurs vie et 4,3 % pour les assureurs non-vie)

Le taux de rendement <sup>3</sup> moyen de l'ensemble du portefeuille des titres de créance, défini comme la moyenne pondérée des taux de rendement de chaque ligne de titres détenue, ne montre pas de différence très significative selon qu'il est calculé avant ou après mise en transparence des OPCVM détenus : de 4,07 % avant mise en transparence, il passe à 4,05 % après mise en transparence. Par ailleurs, ce taux de rendement moyen ressort à un niveau un peu plus élevé pour les assureurs vie et mixtes : après mise en transparence, il s'inscrit à 4,05 % pour ces derniers, contre 3,9 % pour les sociétés d'assurance non-vie.

Sur le segment des obligations émises par les résidents, correspondant à l'échantillon examiné dans les deux études précédentes, le taux de rendement moyen des titres détenus ressort à 3,85 % en 2010, en baisse de 35 points de base par rapport à son niveau de 2009 (4,2 %).

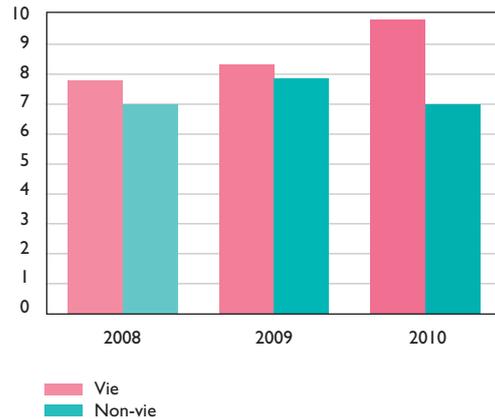
Les taux de rendement constatés doivent néanmoins être mis en regard des autres caractéristiques des titres de créance en portefeuille que constituent leur échéance et leur niveau de risque de crédit.

### La durée résiduelle des titres de créance

Avant mise en transparence des OPCVM détenus, la durée résiduelle moyenne du portefeuille de titres de créance des assureurs s'élève à 8,7 ans en 2010 (respectivement 8,8 ans pour l'assurance-vie et 6,8 ans pour l'assurance non-vie). Après mise en transparence des OPCVM, l'horizon de placement apparaît plus éloigné : il passe à 9,8 ans en moyenne, avec une durée moyenne de 10 ans pour les assureurs vie et de 9,1 ans pour les assureurs non-vie. L'allongement de la durée moyenne du portefeuille de titres de créance obtenu *de facto* par l'intermédiaire des OPCVM ne se traduit donc pas par un relèvement de son rendement moyen (cf. *supra*).

**Graphique 3 Évolution de la durée résiduelle moyenne du portefeuille des titres obligataires de signature française détenus par les assureurs (après la mise en transparence)**

(en années)



Source : Banque de France

À s'en tenir aux placements en obligations émises par des résidents, qui avaient fait l'objet d'un examen spécifique en 2009 et 2008, la durée résiduelle moyenne s'établit en 2010 à 7 années pour les assureurs non-vie et retrouve le niveau de 2008. En revanche, elle s'allonge encore pour les assureurs vie pour atteindre 9,8 années.

### Le niveau de risque de crédit

Dans le cadre de la présente étude, le risque de crédit a été apprécié au travers de l'examen ligne à ligne de la notation des titres ainsi que de leurs conditions d'éligibilité au refinancement de l'Eurosystème.

L'analyse de la notation des titres de créances détenus par les assureurs fait ressortir la qualité des portefeuilles, constitués à près de 83 % de titres de catégorie « *investment grade* <sup>4</sup> » avant mise en transparence des OPCVM. Certes, après mise en transparence, cette proportion ressort en légère baisse, à 78 %. Toutefois, la différence provient en partie d'une augmentation de 10 % à 14 % de la part des titres non notés (dont les deux tiers sont émis par des résidents). Il n'y a donc pas eu d'accroissement à due concurrence de la part des titres « *speculative grade* », qui demeure contenue à 8 % en 2010 même si elle est en hausse par rapport à 2009 (3 %). L'examen

<sup>3</sup> Dans le cas des obligations versant un coupon variable, un taux moyen annuel de l'indice de référence a été retenu.

<sup>4</sup> Titres dont la note est supérieure ou égale à BBB- pour Fitch ratings et Standard & Poor's et Baa3 pour Moody's. Les titres « *speculative grade* » sont ceux dont la note est inférieure à BBB- pour Fitch ratings et Standard & Poor's et Baa3 pour Moody's. Le critère retenu correspond à la plus basse note décernée par l'une des trois principales agences de notation.

de la qualité du portefeuille au regard des critères d'éligibilité au refinancement de l'Eurosystème aboutit à un résultat équivalent : les portefeuilles de titres de créance des assureurs sont constitués respectivement de 83 % et 80 % de titres éligibles, avant et après mise en transparence des OPCVM.

### 1|2|3 La détention d'« obligations sécurisées »<sup>5</sup>

Les obligations dites « sécurisées »<sup>6</sup>, titres de créance assortis de garanties spécifiques et bénéficiant en principe des meilleures notations, peuvent apparaître aujourd'hui comme des supports d'investissement relativement attractifs par rapport aux titres souverains ou aux obligations bancaires, instruments traditionnellement privilégiés par les organismes d'assurance (cf. *supra* 1|2|1), mais présentant désormais davantage d'hétérogénéité en termes de risque selon les émetteurs.

De l'ordre de 110 milliards d'euros en 2010, l'encours d'obligations sécurisées détenues par les assureurs s'inscrit en progression par rapport à celui mesuré à fin 2009 (99 milliards) et sa part dans l'ensemble du portefeuille de titres de créance se maintient à un niveau comparable (9 %, après 9,5 % en 2009). Les titres d'émetteurs français représentent un peu plus de la moitié de l'encours et se décomposent comme suit : 58 % d'obligations foncières, 29 % d'obligations CRH et 13 % d'obligations émises dans le cadre des programmes de « *covered bonds* » mis en œuvre par plusieurs grands établissements de crédit résidents. L'encours

d'obligations sécurisées émises par des entités installées dans les pays de la zone euro hors France provient pour près des deux tiers de l'Espagne, la part des titres allemands représentant 13 % et celle des Pays-Bas 8 %. Sur l'ensemble des émissions, la quasi-totalité des titres détenus ressortissent de la catégorie « *investment grade* », la fraction des titres de l'univers « *speculative grade* » représentant à peine 2,5 % de l'encours.

### 1|3 Les actions

L'analyse des avoirs en actions des organismes d'assurance à partir des états détaillés des placements donne peu d'information en ce qui concerne les actions non cotées faute de disposer pour ces titres d'identifiants sous forme de code ISIN. Il convient dès lors d'utiliser les états agrégés qui retracent les placements en valeur nette comptable<sup>7</sup> et permettent d'identifier les titres relatifs aux participations<sup>8</sup> inclus dans le poste « Actions et titres à revenus variables ». Les assureurs non-vie détiennent une part importante d'actions, qui s'explique par la gestion d'une plus grande proportion d'actifs « libres », correspondant au surplus de fonds propres par rapport aux *minima* réglementaires, mais également par la nécessité de couvrir des risques à très long terme. En revanche, cela n'est généralement pas le cas pour les assureurs vie et mixte : si certains d'entre eux présentent des taux d'investissement en actions élevés, ils s'expliquent généralement par la détention du capital social d'une filiale.

**Tableau 2** Détention des obligations sécurisées par les assureurs selon le type d'assurance

(en montant et en pourcentage du total des titres de créance)

	Encours globaux en milliards d'euros	Encours globaux en % des titres de créance				
		Toutes zones	Émis par des résidents	Émis par des résidents de la zone euro (hors France)	Émis par des résidents de l'UE (hors zone euro)	Émis par le reste du monde
Non-vie	8	0,7	0,4	0,3	0,0	0,0
Vie-mixte	102	8,3	4,2	3,2	0,8	0,1
<b>Total</b>	<b>110</b>	<b>9,0</b>	<b>4,6</b>	<b>3,5</b>	<b>0,8</b>	<b>0,1</b>

Source : Banque de France

<sup>5</sup> Dénomination française des « *covered bonds* »

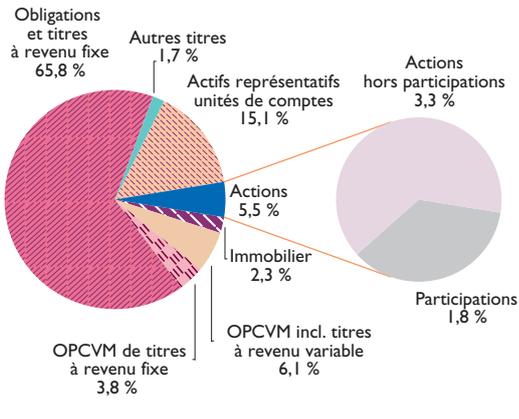
<sup>6</sup> Dans le cadre de la présente étude, ces instruments sont définis comme des titres ayant comme support les crédits immobiliers et qui bénéficient d'un mécanisme de protection contre la défaillance de l'émetteur, le cas échéant prévu par la loi (cf., par exemple, les obligations foncières françaises, et depuis la loi du 22 octobre 2010, les obligations de financement de l'habitat – OFH), sinon par contrat (cf. « *covered bonds* »). Le périmètre des obligations sécurisées retenu inclut, outre les obligations foncières, les obligations CRH et les OFH, diverses émissions effectuées dans le cadre des programmes de « *covered bonds* » des grandes banques françaises qui se sont développés ces dernières années.

<sup>7</sup> La valeur nette comptable est utilisée pour prendre en compte les participations pour lesquelles il est difficile de disposer d'une valeur de marché fiable.

<sup>8</sup> Titres émis par les entreprises avec lesquelles l'entreprise d'assurance a un lien de participation, telles que définies à l'annexe A.343-1 du Code des assurances.

**Graphique 4 Structure de l'état agrégé des placements vie au 31 décembre 2010 (avant la mise en transparence)**

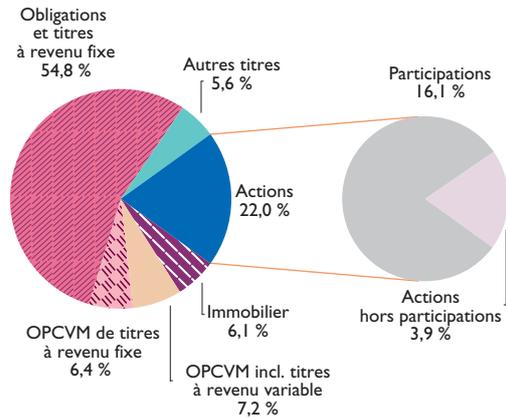
(en valeur nette comptable)



Note : Total des placements : 1 475 milliards d'euros  
Source : Autorité de contrôle prudentiel

**Graphique 5 Structure de l'état agrégé des placements non-vie au 31 décembre 2010 (avant la mise en transparence)**

(en valeur nette comptable)



Note : Total des placements : 155 milliards d'euros  
Source : Autorité de contrôle prudentiel

Outre les titres détenus en direct, les assureurs sont également détenteurs d'actions *via* leurs placements en titres d'OPCVM. D'après l'état agrégé des placements, les actions détenues en direct représentent 7,9 % du portefeuille des assureurs (8,3 % en 2009). La mise en transparence des OPCVM détenus montre que ceux-ci détiennent 44 % d'actions<sup>9</sup>, faisant ainsi passer la part des actions dans les placements des assureurs de 7,9 % à 11,6 %.

défavorables l'ont largement emporté sur la hausse des plus-values sur l'immobilier (+ 10,4 %) et les actions (+ 7,8 %).

Les titres d'OPCVM ressortent également en situation de plus-value latente à fin 2010 (+ 2,1 milliards d'euros) après deux années de moins-values

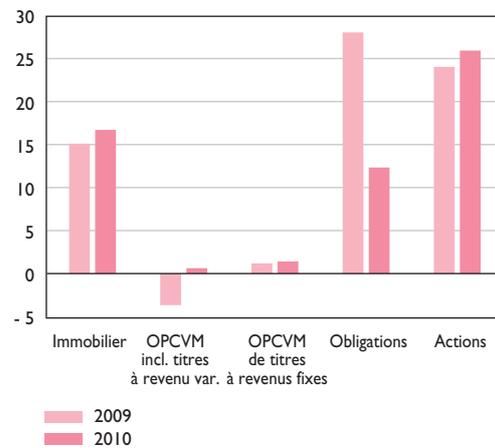
## I | 4 Évolution des plus ou moins-values latentes sur les différentes classes d'actifs

À la fin de l'année 2010, les plus-values latentes calculées sur les portefeuilles des organismes d'assurance s'élèvent à 57 milliards d'euros, montant certes en baisse de plus de 12 % par rapport à la fin 2009 mais encore conséquent puisqu'il représente plus de 3 % de l'encours global des placements.

Cette évolution est liée à la forte baisse des plus-values latentes obligataires (- 56 %), causée notamment par l'élargissement des primes de risque observé en 2010 sur le segment des titres souverains. Étant donné le poids des titres de créance dans le total des placements, ces évolutions

**Graphique 6 Plus ou moins-values latentes sur différentes classes d'actifs de 2009 à 2010**

(en milliards d'euros)



Note : Total des placements : 1 687 milliards d'euros en valeur de réalisation, 1 630 milliards d'euros en valeur nette comptable  
Source : Autorité de contrôle prudentiel

<sup>9</sup> En postulant que les OPCVM qui n'ont pu être mis en transparence sont détenteurs d'actions dans la même proportion que ceux mis en transparence.

latentes (respectivement - 15,3 milliards d'euros et - 2,4 milliards d'euros en 2008 et 2009).

## 2| Les placements des ménages dans les contrats d'assurance-vie

### 2|1 Part de l'assurance-vie dans l'épargne des ménages <sup>10</sup>

En 2010, les flux nets de placements financiers des ménages représentent un total de 152 milliards d'euros. Plus de la moitié de ce montant (77,4 milliards d'euros) recouvre des placements en assurance-vie, soit un niveau équivalent à celui observé l'année précédente, mais représentant une proportion nettement moindre du total des flux (76 milliards d'euros en 2009, sur un total de flux de placements de 122 milliards d'euros) (cf. graphique 7).

La désaffection relative des ménages pour l'assurance-vie joue au bénéfice des dépôts et comptes sur livret, en particulier les produits d'épargne réglementée, dont les flux atteignent 47,5 milliards d'euros en 2010 contre 16 milliards d'euros en 2009. Ce regain d'intérêt pour les dépôts et livrets tient

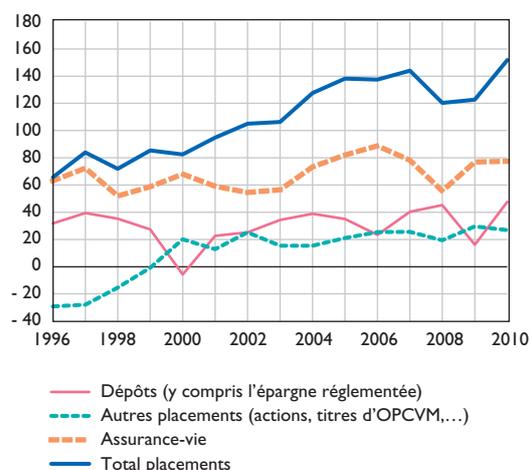
notamment à la remontée des taux d'intérêt servis sur ces produits (le taux du livret A a ainsi été relevé d'un demi-point en 2010, de 1,25 % à 1,75 %), dans un contexte d'augmentation de la préférence pour la liquidité et de l'aversion pour le risque lié aux incertitudes pesant sur l'évolution de la conjoncture économique, alors que le taux de revalorisation moyen des contrats d'assurance-vie s'est inscrit en baisse (3,40 % en 2010 contre 3,65 % en 2009) et que la fiscalité de ce produit a été davantage perçue comme étant vouée à être révisée à plus ou moins brève échéance dans un sens moins favorable <sup>11</sup>.

Si l'essentiel des flux de placements des ménages en assurance-vie demeure investi en 2010 dans des contrats en euros (71,6 milliards d'euros sur 77,4 milliards), on relève néanmoins un redressement de la collecte de contrats en unités de compte, qui atteint 5,8 milliards. En 2009, les placements nets sous forme de contrats en unités de compte ne représentaient que 0,12 milliard d'euros après une décollecte de 7,6 milliards en 2008 (cf. graphique 8). Cette configuration un peu plus favorable en 2010 pour les contrats en unités de compte peut s'expliquer notamment par le redressement des indices boursiers au second semestre de l'exercice.

L'encours des placements représentatifs des contrats d'assurance-vie ressort finalement à 1 505 milliards

Graphique 7 Flux nets des placements des ménages français

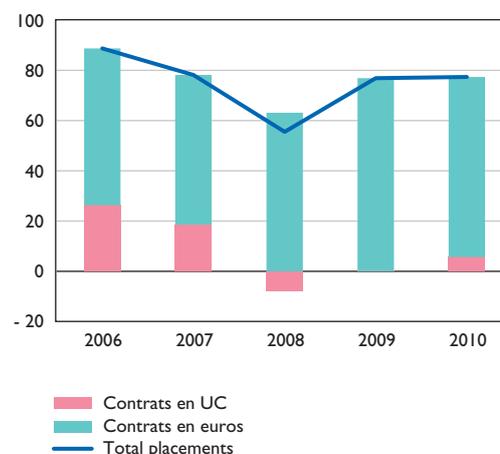
(en milliards d'euros)



Source : Comptes financiers, Banque de France

Graphique 8 Répartition des flux nets des placements des ménages en assurance-vie

(en milliards d'euros)

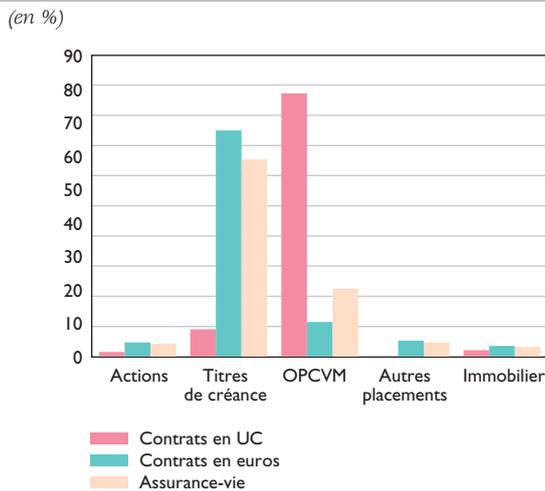


Source : Banque de France

<sup>10</sup> Les données de flux issues des comptes financiers 2010 sont des estimations, susceptibles de faire l'objet de révisions.

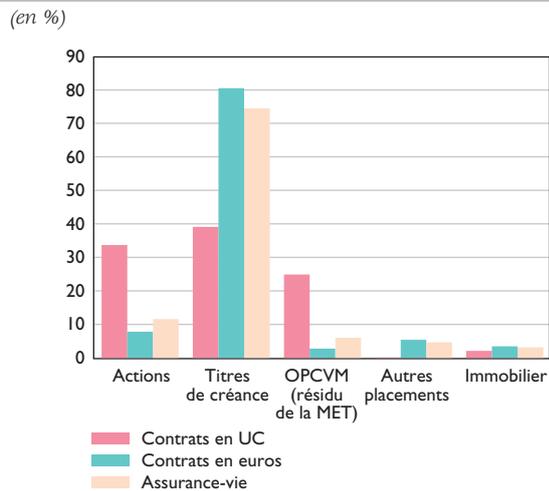
<sup>11</sup> Le taux des prélèvements sociaux sur les contrats d'assurance-vie est passé de 12,1 % à 12,3 % le 1<sup>er</sup> janvier 2011.

**Graphique 9 Allocation par classe d'actifs des placements des assureurs vie en 2010 en fonction du type de contrats (avant la mise en transparence)**



Source : Banque de France

**Graphique 10 Allocation par classe d'actifs des placements des assureurs vie en 2010 en fonction du type de contrats (après la mise en transparence)**



Note : MET : mise en transparence

Source : Banque de France

d'euros à fin 2010, dont 1 286 milliards au titre des contrats en euros et 219 milliards pour les contrats en unités de compte. Il représente 40 % de l'encours des placements financiers des ménages (comptes financiers de la Nation, 2010).

## 2 | 2 Analyse des placements détenus en représentation des contrats d'assurance-vie

Les états sur les placements remis par les assureurs vie permettent de connaître les caractéristiques des titres détenus selon la nature des contrats en représentation desquels ils s'inscrivent. Cette dernière distinction permet de mettre en lumière les différences en termes d'allocation d'actifs résultant des spécificités de ces contrats, au-delà de l'écart substantiel constaté entre les poids respectifs de chaque type de contrats : l'encours des contrats en euros représente en effet un montant près de six fois supérieur à celui des contrats en unités de compte (UC). Ces derniers servent à l'assuré une rémunération liée le plus souvent à des indices observables ou calculés par l'assureur vie, variant en fonction des paramètres du marché financier et sur laquelle l'assureur n'octroie généralement pas de garantie. Les contrats en euros offrent quant à eux à l'assuré non seulement une

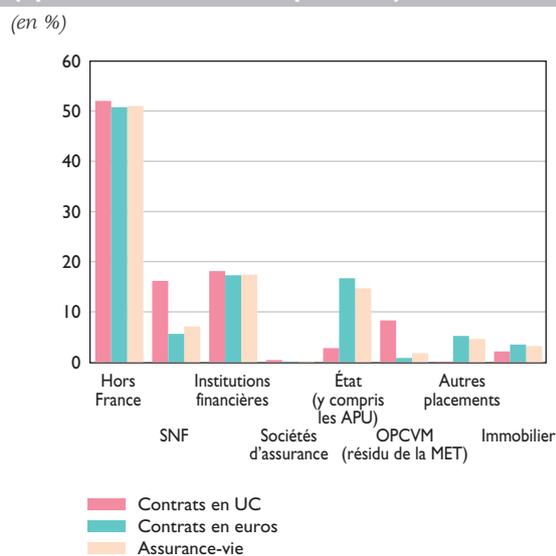
garantie en capital mais également un taux de rémunération minimum.

Ces contraintes de gestion imposent à l'assureur vie de détenir pour chaque type de contrat un portefeuille d'actifs permettant d'honorer les flux devant être servis aux souscripteurs : les contrats en unités de compte sont très largement investis en titres d'OPCVM, à hauteur de 87,3 % ; la particularité des garanties contenues dans les contrats en euros se traduit en revanche par des investissements principalement effectués sous forme de titres de créance (75 % du total) (cf. graphique 9).

La mise en transparence des OPCVM détenus en représentation des contrats en UC et en euros permet de mieux cerner l'exposition finale du portefeuille des assureurs vie. Après mise en transparence, le portefeuille représentatif des contrats en UC apparaît plus diversifié que celui des contrats en euros et fait ressortir une détention d'actions cotées à hauteur de 33,7 % contre 7,8 % seulement pour les contrats en euros. Ainsi, les titres de créance ne représentent en définitive que 39,1 % du portefeuille des contrats en UC contre 80 % pour les contrats en euros (cf. graphique 10).

L'examen de la composition finale du portefeuille des assureurs vie met également en évidence les secteurs économiques bénéficiant des placements des ménages par le biais de leurs choix d'investissement. Les contrats

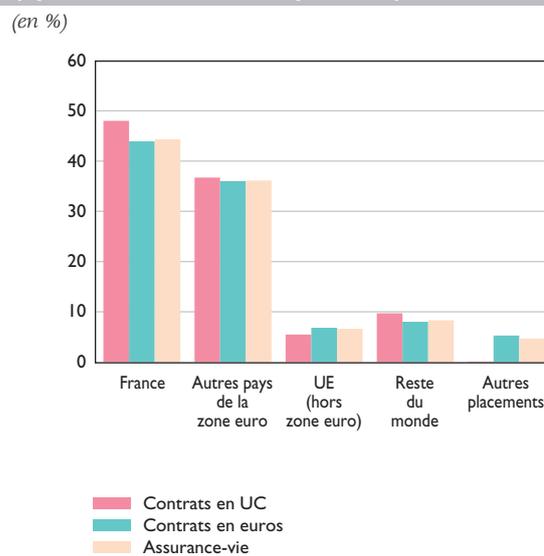
**Graphique 11 Répartition sectorielle des placements des assureurs vie en 2010 en fonction du type de contrats (après la mise en transparence)**



Note : MET : mise en transparence

Source : Banque de France

**Graphique 12 Diversification géographique des placements des assureurs vie en 2010 en fonction du type de contrats (après la mise en transparence)**



Source : Banque de France

en unités de compte sont ainsi investis à hauteur de 16,2 % en titres de sociétés non financières contre seulement 5,6 % pour les contrats en euros (en valeur absolue, les sociétés non financières restent toutefois financées en premier lieu par les avoirs issus des contrats en euros, qui s'élèvent à 72 milliards d'euros contre 36 milliards issus des contrats en UC). *A contrario*, les contrats en euros sont investis en titres du secteur public à hauteur de 16,7 % de leurs encours contre 2,8 % seulement pour les contrats en unités de compte (cf. graphique 11).

Les différences sont en revanche moins marquées en termes de diversification géographique des placements (cf. graphique 12). En effet, la part dévolue au financement de l'économie nationale ressort à un niveau un peu supérieur pour les contrats en unités de compte (47,7 % contre 43 % pour ceux en euros). La zone euro représente le tiers du total des financements pour les deux types de contrats d'assurance-vie, avec une part légèrement supérieure pour les contrats en unités de compte.

## Méthodologie

Les tableaux complémentaires aux états des placements (TCEP) arrêtés à fin 2010 détaillent, ligne à ligne, les actifs détenus par les organismes d'assurance au 31 décembre 2010. Chaque ligne est exprimée en valeur de réalisation, en valeur brute et en valeur nette comptable. Grâce à l'identification des titres par leur code ISIN, les TCEP sont croisés avec les référentiels titres et émetteurs dont dispose la Banque de France afin de qualifier le titre et préciser ses caractéristiques (nature, durée initiale, secteur institutionnel émetteur, zone géographique).

Le taux de couverture des états TCEP apparaît très satisfaisant puisqu'il est supérieur à 99 % en 2010.

### Taux de couverture de l'exploitation des états détaillés des placements des assureurs par type d'assurance

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

	Total des placements des sociétés ayant pu être analysées (états détaillés des placements)	Total des placements (états récapitulatifs des placements)	Taux de couverture
Vie et mixte	1 498	1 505	99,5
Non-vie	178	182	97,7
<b>Total</b>	<b>1 676</b>	<b>1 687</b>	<b>99,3</b>

Sources : Autorité de contrôle prudentiel, Banque de France

Pour l'exercice 2010, ont ainsi été exploités, d'une part, les tableaux complémentaires aux états des placements de 258 sociétés représentant un montant de 1 676 milliards d'euros, et d'autre part les états agrégés (des dossiers annuels) de 314 sociétés représentant 1 687 milliards d'euros.