



HAL
open science

Dette souveraine et assurance : intérêts croisés

Pierre-Emmanuel Thérond

► **To cite this version:**

Pierre-Emmanuel Thérond. Dette souveraine et assurance : intérêts croisés. Banque Stratégie, 2017, Traitement prudentiel de la dette souveraine : le casse-tête de la réforme, 335. hal-01467460

HAL Id: hal-01467460

<https://hal.science/hal-01467460>

Submitted on 14 Feb 2017

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

Dette souveraine et assurance : intérêts croisés

Pierre Thérond^{*}

8 février 2017

Article paru dans Banque & Stratégie, n° 335, février 2017.

Les dispositions du pilier 1 de Solvabilité II perpétuent l'incitation des assureurs à investir dans la dette souveraine. La bonne représentation du risque souverain et de ses conséquences dans l'ORSA fait figure de défi pour les assureurs. À l'instar des dispositions prudentielles dans le domaine bancaire, le nouveau référentiel européen de solvabilité des assureurs (Solvabilité II) fait preuve, dans son pilier 1, d'une certaine mansuétude à l'égard du risque souverain.

Un traitement favorable en pilier 1 sous Solvabilité II...

En effet, Solvabilité II conduit à ne pas retenir d'exigences de capitaux au titre du risque de défaut des Etats (cf. l'art. 180 du règlement délégué (UE) 2015/35 de la Commission). Ces dispositions spécifiques concernent en particulier les modules de risque de spread (pour les obligations souveraines) et de risque de défaut de contrepartie. Au premier ordre, le risque de défaut des États n'apparaît ainsi, dans le pilier 1 de Solvabilité II, qu'au travers de la prime de risque demandée par les investisseurs pour supporter le risque souverain. Celle-ci est évidemment contenue dans la valeur de marché des obligations d'États utilisée pour déterminer les fonds propres Solvabilité II des assureurs. Elle intervient également dans la détermination de la « correction pour volatilité » (*volatility adjuster*) qui est ajoutée à la courbe des taux sans risque de base pour l'actualisation des provisions techniques. Ces dispositions conduisent, de facto, à faire pencher la balance dans le sens de l'investissement dans des titres de dette souveraine moins coûteux en exigences de fonds propres.

...dans le prolongement des dispositions préexistantes

Ces dispositions favorables au financement public s'inscrivent dans le prolongement de mesures qui ont participé à l'investissement massif des assureurs dans les obligations d'États. Parmi ces mesures, le précédent référentiel prudentiel (Solvabilité I) instituait des règles sur les placements admis en représentation

^{*}Galea & Associés, 12 avenue du Maine, F-75015 Paris

[†]ISFA - Université Lyon 1, 50 avenue Tony Garnier, F-69007 Lyon

des engagements. En particulier, des règles de dispersion et de répartition entre les classes d'actifs (comme le plafond de 40 % pour les actifs immobiliers ou le plancher de 34 % pour les obligations et placements assimilés) ne s'appliquaient pas aux valeurs émises ou garanties par l'État, cf. notamment Vilain [1989]. Par ailleurs, en matière d'assurance vie, les taux que peuvent garantir à la souscription les assureurs font référence à la moyenne semestrielle du taux des emprunts d'États (TME). Ainsi sur des durées de moins de 8 ans, le taux minimum garanti est au plus de $\min\{3.5\%, 75\% \times TME\}$ et, pour les contrats à prime périodique ou au-delà de 8 ans de $\min\{3.5\%, 60\% \times TME\}$. Des dispositifs similaires existent par exemple en Allemagne où la référence a, pendant longtemps, été 60 % de la moyenne du *Bund* sur dix années.

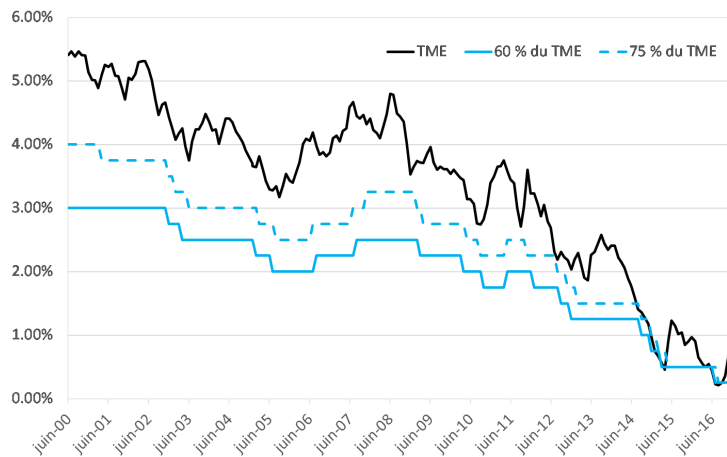


Figure 1: *Evolution du TME et des taux réglementaires*

Si compte tenu du niveau des taux et des nouvelles exigences de Solvabilité II, la tendance est aujourd'hui à ne garantir (au-delà d'une année) que le capital investi, des stocks de vieux contrats existent toujours avec des TMG établis en référence aux taux d'emprunt de l'État. Ce sort lié entre la garantie de l'assuré à la souscription et le taux d'emprunt de l'État a également contribué à l'investissement massif des assureurs dans la dette souveraine pour couvrir ces TMG.

La place des obligations d'États dans les placements des assureurs...

Malgré la baisse de leurs taux de rendement, les obligations d'États occupent toujours une place de choix dans les actifs des assureurs : à l'entrée en vigueur de Solvabilité II au 1er janvier 2016, elles occupaient plus du quart de l'actif total (en calcul Solvabilité II) des assureurs français (cf. ACPR [2016a]), légèrement

dépassées par les obligations d'entreprises. À cela, il conviendrait d'ajouter la part qu'elles occupent dans les OPCVM détenues par les assureurs (au titre des contrats en unité de compte ou des fonds en euro). Malgré la relative inertie des placements liée à la longue durée des engagements, en particulier en assurance vie, deux phénomènes apparaissent, concomitamment à la situation de taux bas : un fléchissement de la part des investissements en titres souverains par rapport aux obligations d'entreprise ; une ouverture des investissements en titres souverains en dehors de l'Hexagone : en particulier d'autres pays de la zone euro tels que l'Espagne ou l'Italie qui présentent des spreads plus intéressants que celui de la dette française, tout en bénéficiant des mêmes dispositions en matière d'exigences de capitaux de solvabilité. Ce dernier point a déjà été intégré par les assureurs allemands qui disposent d'une exposition relative aux dettes souveraines étrangères (notamment françaises et italiennes) significativement supérieure à ce que l'on observe pour les assureurs français, cherchant ainsi à améliorer les taux de rendement de leur portefeuille pour faire face notamment aux garanties de taux élevés accordées aux assurés (cf. Thérond [2016]).

...et la part des assureurs dans la dette de l'État

Au troisième trimestre 2016, les assureurs français détiennent en direct 18 % de la dette de l'État français (cf. la lettre mensuelle de janvier 2017 de l'Agence France Trésor). À cela, il convient de rajouter la part des titres d'OPCVM contenant cette dette qu'ils détiennent. La part de l'assurance dans le financement de la dette publique est certainement beaucoup plus importante quand on considère que celle-ci est détenue à 60 % par des non-résidents (pour lesquels on ne dispose pas du détail par type d'investisseur). Comme le montre le rapport de l'ESRB [2015], la part des investissements en dette souveraine des assureurs est très variable en fonction des pays. Il en va de même de la répartition entre dette souveraine domestique ou étrangère.

Pays d'origine des assureurs	Part de la dette souveraine UE dans le total de leurs placements	Détention de dette souveraine domestique (Mds €)	Détention d'autres dettes souveraines zone euro (Mds €)	Proportion dette souveraine domestique dans le total de la dette zone euro
Allemagne	15%	47	44	52%
Belgique	45%	51	24	68%
France	27%	237	120	66%
Italie	55%	165	8	95%
Zone euro	29%	588	272	68%

Table 1: Détention de dette souveraine par les assureurs (hors UC), source : ESRB [2015]

L'Allemagne, la France et l'Italie représentant l'essentiel de la profondeur

du marché des obligations souveraines, ils bénéficient ainsi des investissements des assureurs étrangers, qu'ils appartiennent à la zone euro ou pas.

Un risque et des conséquences complexes à modéliser

Au-delà des exigences de capitaux de solvabilité, Solvabilité II, dans son deuxième pilier, impose aux assureurs de disposer d'un dispositif ORSA d'évaluation propre des risques et de la solvabilité permettant, notamment, d'évaluer son besoin global de solvabilité. Cet exercice conduit en particulier à intégrer des risques qui ne sont pas pris en compte dans les évaluations du pilier 1 : risque business, d'évolution de la réglementation ou de défaut des États. Pour nombre d'organismes, cet exercice conduit à s'inscrire dans l'approche modulaire de la formule standard en intégrant de nouveaux risques et en modifiant les paramètres utilisés pour le pilier 1. Cette approche implique d'évaluer des charges de capitaux propres par risque individuel puis de les agréger au niveau de chaque module et enfin au global. L'agrégation des risques est censée permettre d'intégrer les liens de dépendance entre les différents types de risque. Si l'évaluation *stand-alone* du risque de défaut d'un état souverain résulte souvent du modèle employé pour les titres de dette d'entreprise, on comprend que sa dépendance avec les autres risques est extrêmement complexe à modéliser. Quels effets auraient sur les taux de change, la notation des entreprises, le rachat de contrats par les assurés ou encore l'évolution de la fiscalité et de la réglementation, un défaut de la France ? Des approches par scénario de chocs communs peuvent permettre de mesurer l'ampleur d'un risque dont la prévention ou la couverture peut sembler inatteignable pour les assureurs.

References

- ACPR. La situation des assureurs en France au regard des premières remises Solvabilité II en 2016. *Analyses et Synthèses*, (74), 2016a.
- ACPR. Situation d'un échantillon groupes d'assurance actifs France à fin 2015. *Analyses et Synthèses*, (62):1–21, 2016b.
- ESRB. Report on the regulatory treatment of sovereign exposures. Technical Report March, 2015.
- Pierre Thérond. Les taux bas : changement de paradigme ? *Banque & Stratégie*, (340):15–17, oct 2015.
- Pierre-Emmanuel Thérond. About Market Consistent Valuation in Insurance. In Jean-paul Laurent, Ragnar Norberg, and Frédéric Planchet, editors, *Modelling in Life Insurance à A Management Perspective*, chapter 2. Springer, 2016. URL <http://www.springer.com/fr/book/9783319297743>.
- Denis Vilain. La réglementation des placements est-elle vraiment contraignante ? *Revue d'Économie Financière*, (11):151–174, 1989.