



En 2022, les effets de la hausse de taux maîtrisés grâce aux stratégies d'investissement des assureurs et fonds de pension

La remontée des taux en 2022 a influé sur les placements des assureurs et fonds de pension français. La baisse de valeur des actifs obligataires a diminué mécaniquement l'encours de leurs placements, qui s'est établi à 2 716 milliards d'euros fin décembre, en recul de 260 milliards par rapport à fin 2021.

L'impact de ces effets de valorisation a été cependant limité par les stratégies de placement des assureurs et fonds de pension. En tant qu'investisseurs de long terme les moins-values de leur portefeuille obligataire sont restées latentes. Et les assureurs et fonds de pension disposent d'importantes réserves d'actifs liquides et à brève échéance pour répondre aux demandes de prestations éventuelles.

Frédéric AHADO, Laure CHANTRELLE, Alexandre CHEVALLIER

Secrétariat général de l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution

Direction d'Étude et d'Analyse des risques

Code JEL

G22

Pierre BUI QUANG, Laure DESSEAUX

Direction générale des Statistiques, des Études et de l'International

Direction des Statistiques monétaires et financières

2 716 milliards d'euros

la valeur des placements des assureurs et fonds de pension français à fin 2022

- 5 points

la baisse de la part des obligations dans l'encours des placements en 2022

305 milliards d'euros

la valeur des actifs « responsables » détenus à fin 2022

Structure des placements des assureurs et fonds de pension français, à fin 2021 et 2022

(en % du total des placements)



Note : OPC, organismes de placement collectif.

Source : Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) ; Banque de France.



En 2022, le resserrement de politique monétaire en réponse à la résurgence de l'inflation s'est répercuté sur les rendements des actifs financiers et immobiliers, le coût du crédit et les comportements de placement des ménages. Ces profonds changements par rapport au régime de taux bas et de faible inflation qui prévalait auparavant n'ont pas entamé la solidité des assureurs et fonds de pension français.

D'une part, l'assurance-vie a continué d'attirer une partie de l'épargne des ménages¹. En effet, la collecte de l'assurance-vie a bien résisté face à la concurrence notamment des livrets d'épargne réglementée, dont la collecte exceptionnelle en 2022 a été stimulée par la hausse de leurs rendements, de 0,5% à 2% au cours de l'année par exemple pour le livret A et le livret de développement durable et solidaire (LDDS) (Banque de France, Rapport annuel sur l'épargne réglementée²). La collecte brute s'est élevée à 124 milliards d'euros en 2022, après 129 milliards en 2021. Après la prise en compte des rachats et des sinistres, en légère hausse, la collecte nette s'est inscrite en retrait mais est restée positive à 8 milliards d'euros, contre 18 milliards en 2021. Cette résistance pourrait s'expliquer à la fois par l'horizon de long terme des produits d'assurance-vie (alors que la collecte de l'épargne réglementée s'est faite principalement au détriment des instruments en numéraires et dépôts à vue), et par la politique d'offre des assureurs, qui a favorisé les supports en unités de compte (UC) par rapport aux supports en euros ces dernières années (les premiers offrant des rendements potentiellement supérieurs en contrepartie d'un risque de marché supporté essentiellement par les épargnants). Pour les fonds de pension³, la collecte nette a été évaluée

à 4 milliards d'euros et le taux de rachat moyen du marché est resté faible (1%). En effet, les contrats des fonds de pension étant souvent des contrats collectifs retraite proposés par des entreprises, le risque de rachat est apparu plus limité que pour des contrats individuels d'assurance-vie⁴.

D'autre part, même si les assureurs et fonds de pension sont fortement exposés au marché obligataire, leur stratégie d'investissement et de couverture contient les risques liés à la baisse du prix des actifs.

1 La hausse des taux a diminué mécaniquement la valeur du portefeuille des assureurs et fonds de pension en 2022

Le portefeuille des assureurs et fonds de pension a perdu plus de 300 milliards d'euros de valorisation en 2022

En 2022, le montant des placements des assureurs et fonds de pension français⁵ s'est établi à 2716 milliards d'euros, en recul de 260 milliards par rapport à 2021.

Cette baisse a résulté principalement des effets de valorisation du portefeuille (-342 milliards), en lien avec la hausse des taux d'intérêt, le taux de l'OAT 10 ans étant passé de 0,2% à 3,1% au cours de l'année 2022. Cette hausse a eu un impact sur la valorisation des titres obligataires, qui s'est réduite de 16%, soit -245 milliards d'euros⁶. La valeur des autres catégories d'instruments a également diminué, quoique dans de plus faibles proportions : -5% pour les actions et autres participations (-17 milliards) et -9% pour les organismes de placement collectif (OPC) non monétaires (-81 milliards).

1 V. Azzopardi, M. Carreira, N. Dumas et S. Jarrigon (2023), « Le marché de l'assurance-vie en 2022 », *Analyses et synthèses*, n° 146, Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR), mars.

2 Banque de France (2023), *L'épargne réglementée – Rapport annuel 2022*.

3 Par rapport aux éditions précédentes, nous élargissons ici le périmètre des analyses en ajoutant les fonds de pension aux sociétés d'assurance. En effet, le marché des fonds de pension a enregistré une croissance substantielle à la clôture de l'année 2022 en raison principalement de l'octroi de 12 nouveaux agréments d'organismes de retraite professionnelle supplémentaire (ORPS). Ces nouvelles accréditations correspondent à des transferts de portefeuilles en provenance d'organismes d'assurance exerçant spécifiquement en assurance retraite supplémentaire. L'encours est ainsi passé de 47 milliards d'euros à fin 2021 à 170 milliards fin 2022.

4 Peu de contrats collectifs sont rachetables.

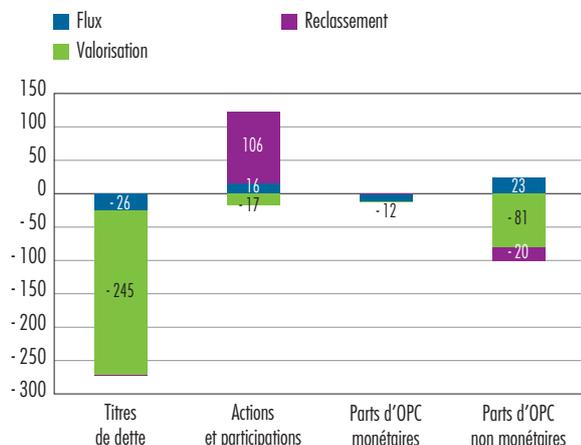
5 F. Ahado, P. Bui Quang, A. Cambou et al. (2022), « Les organismes de retraite professionnelle supplémentaire : un nouvel acteur pour l'épargne retraite des Français », *Bulletin de la Banque de France*, n° 243/4.

6 Lorsque les taux augmentent, le prix des obligations à coupon fixe diminue. En effet, comme le taux de coupon de ces dernières devient relativement moins intéressant que celui des obligations nouvellement émises, leur valeur sur les marchés financiers diminue. Cette diminution améliore le rendement du titre en creusant la différence entre le prix d'achat (variable) et la valeur de remboursement à échéance du titre (qui est constante). Elle se poursuit jusqu'à ce que le rendement induit pour l'investisseur soit égalisé avec les taux d'intérêt sur les marchés.



G1 Évolution des stocks des assureurs et fonds de pension français en 2022

(en milliards d'euros)



Note : OPC, organismes de placements collectif.

Source : Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) ; Banque de France.

L'effet de la baisse des prix des actifs a été pour partie compensé par des reclassements de plus de 100 milliards d'euros des placements en actions et autres participations⁷, qui s'expliquent principalement par l'intégration d'une nouvelle entité dans la catégorie des sociétés d'assurance, et dans une moindre mesure par un effet statistique dû au reclassement de certaines catégories d'actifs.

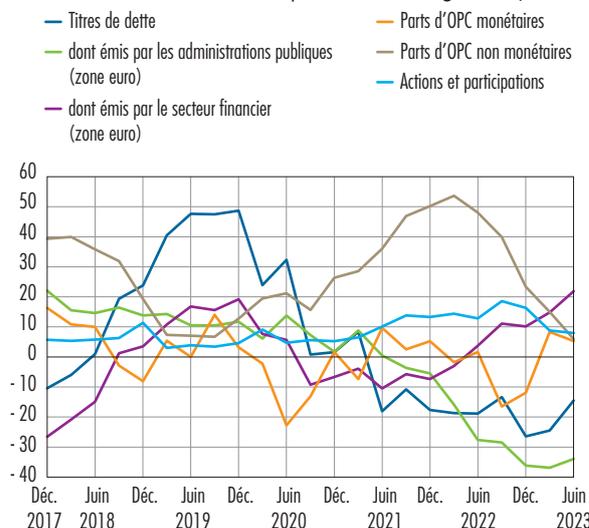
Les flux d'investissement ont commencé à s'ajuster vers les placements dont la rémunération s'améliore

Contrairement aux effets de valorisation, l'effet de la hausse des taux d'intérêt sur la politique d'allocation du portefeuille d'actif des assureurs se matérialise avec plus de délais. Si les investissements en OPC non monétaires ont nettement diminué dès 2022, ceux en titres de dette publique et en OPC monétaires n'ont commencé à s'accroître qu'à partir de 2023 (cf. graphique 2).

Alors qu'ils se renforçaient depuis 2019, les investissements en parts d'OPC non monétaires des assureurs et fonds de pension français se sont nettement réduits en 2022. Les flux nets correspondants sont ainsi passés de 50 milliards d'euros en 2021 à 23 milliards en 2022, et même à 6 milliards mi-2023 (en cumul glissant de

G2 Flux d'investissement des assureurs et fonds de pension français

(en milliards d'euros, cumul sur quatre trimestres glissants)



Note : OPC, organismes de placement collectif.

Source : Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) ; Banque de France.

quatre trimestres). Cette réduction a concerné l'ensemble des catégories d'OPC non monétaires à l'exception notable des fonds immobiliers, pour lesquels les investissements ont progressé de 5,2 milliards en 2021 pour atteindre 6,5 milliards en 2022 (et ils atteignent 8,2 milliards mi-2023 en cumul annuel glissant).

En même temps, et malgré l'amélioration de leurs rendements, les assureurs et fonds de pension ont procédé à des cessions nettes de 26 milliards de titres de dette et de 12 milliards d'OPC monétaires en 2022. Ce mouvement s'est toutefois inversé sur la première moitié de l'année 2023, avec des flux nets d'investissement en OPC monétaires qui sont redevenus positifs (+ 5 milliards mi-2023) et des ventes nettes de titres de dette qui ont ralenti (- 15 milliards). Ces ventes de titres de dette ont par ailleurs concerné différentes catégories d'émetteurs de façon inégale : depuis le début de l'année 2022, les assureurs et fonds de pension ont repris leurs achats d'obligations du secteur financier de la zone euro (ils atteignent 22 milliards sur un an en juin 2023), alors que leurs investissements en titres des administrations publiques de la zone euro ont continué à décliner (- 34 milliards).

⁷ Les reclassements correspondent à des variations de stocks qui ne s'expliquent ni par des transactions entre entités, ni par des effets de valorisation. Il s'agit typiquement d'encours qui changent de « case » statistique entre deux arrêts. Ces changements de case peuvent concerner l'entité détentrice de ces encours (sa sectorisation, son pays de résidence, etc.), l'entité de contrepartie, ou la nature de l'actif détenu (catégorie d'instrument, maturité, etc.).



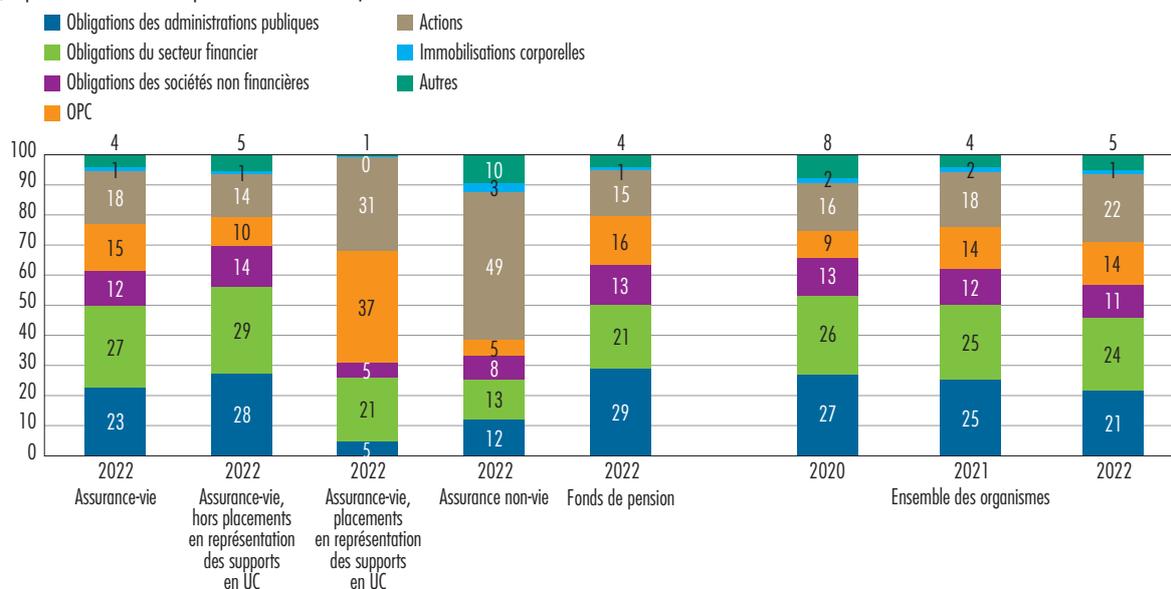
Les effets de valorisation ont modifié la structure de portefeuille

Fin 2022, les titres obligataires représentaient 57% des placements après mise en transparence des OPC⁸ (cf. graphique 3), dont 24% d'obligations du secteur financier et 21% des administrations publiques. Ce niveau représente une baisse de 5 points par rapport à 2021, et s'explique par les effets de valorisation et des reclassifications observées en 2022.

En outre, la composition des placements varie en fonction des types d'organisme et des produits d'assurance. Les assureurs vie et mixte ont des placements composés à 61% de titres obligataires (et même 70% si l'on exclut les placements en représentation des produits en unités de compte), contre 33% pour les assureurs non-vie. Les fonds de pension ont une structure de placements analogue à celle des assureurs vie et mixte : obligataire à 63%, avec en outre plus d'obligations souveraines (29% des placements par rapport à 23% pour les organismes d'assurance-vie et mixte).

G3 Structure des placements des assureurs et fonds de pension français à fin 2022

(en %, après mise en transparence des OPC)



Notes : Les chiffres concernant l'assurance non-vie ne peuvent pas être directement comparés à ceux des précédentes publications en raison de la prise en compte en 2022 d'un organisme de taille importante ayant obtenu son agrément en cours d'année.

La mise en transparence permet de remplacer les parts d'OPC par les actifs détenus par ces OPC. Le procédé permet, après mise en transparence, d'identifier les bénéficiaires finaux des investissements effectués par les OPC (cf. annexe 2).

OPC, organismes de placement collectif; UC, unités de compte.

Source : Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR); Banque de France.

⁸ Cf. annexe 2. 14% des placements ne peuvent pas être mis en transparence, en particulier les OPC étrangers.



ENCADRÉ 1

Structure des placements : le poids des produits responsables et de la diversification

Les placements des assureurs et fonds de pension reflètent également la prise en compte des enjeux environnementaux et de diversification.

Fin 2022, les placements « responsables ¹ » des assureurs et fonds de pension s'élevaient ainsi à 305 milliards d'euros, par rapport à 262,5 milliards en 2021 (cf. Bulletin de la Banque de France n° 243/3, dont le périmètre était néanmoins différent²). Les investissements en fonds labellisés ³ en représentaient les deux tiers (216 milliards), quasi intégralement (94%) constitués des placements en fonds ISR⁴. Les investissements obligataires s'élevaient à 89 milliards. Ils sont principalement constitués d'obligations vertes (*green bonds*), à hauteur de 67% fin 2022, contre 20% pour les obligations durables (*sustainability* ou *sustainability-linked bonds*) et 13% pour les obligations sociales (*social bonds*).

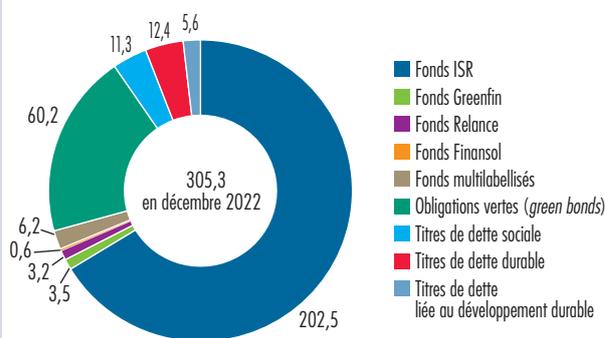
Les actifs de diversification des assureurs et des fonds de pension représentaient quant à eux 468 milliards d'euros, soit 17% des placements, principalement en financement structuré (109 milliards) et en immobilier (227 milliards).

Les expositions des assureurs à des actifs immobiliers s'élevaient à 215 milliards (8,4% des placements) et sont relativement stables dans le temps. La situation est comparable pour les fonds des pensions dont l'exposition représentait 7% des placements.

Pour les deux catégories d'acteurs, les biens sont majoritairement détenus au travers de sociétés civiles immobilières (SCI, actions immobilières) ou d'organismes de placement collectif (OPC) immobiliers. Les détentions directes sont plus marginales.

Répartition des placements « responsables » des assureurs et fonds de pension français, avant mise en transparence à fin 2022

(en milliards d'euros)



Notes : ISR, investissement socialement responsable.

Pour la définition de la mise en transparence, cf. graphique 3 et annexe 2.

Source : Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) ; Banque de France.

1 On entend par investissement responsable « un placement qui vise à concilier performance économique et impact social et environnemental en finançant des entreprises qui contribuent au développement durable dans tous les secteurs d'activité » (Association Française de la gestion financière et Forum pour l'investissement responsable, 2013). Ces placements sont ici mesurés par les montants investis en fonds labellisés et en obligations vertes, sociales, ou liées au développement durable.

2 F. Ahado, L. Gosset et C. Roero (2022), « En 2021, les placements des assureurs ont progressé, soutenus par la collecte d'une épargne abondante et les revalorisations d'actifs », *Bulletin de la Banque de France*, n° 243/3. La comparaison avec le chiffre publié en 2021 doit néanmoins être faite avec prudence. D'une part, les données de 2021 n'incluaient que les fonds labellisés et obligations vertes, et pas les obligations sociales, durables, ou liées au développement durable qui ne sont identifiées que cette année (pour 29,2 milliards d'euros en 2022). D'autre part, elles n'incluaient pas non plus les investissements des fonds de pension, dont l'encours de placement a plus que triplé entre 2021 et 2022.

3 Les labels sont au nombre de cinq : ISR, Greenfin, Relance, Finansol et CIES. Le référentiel des OPC labellisés utilisé pour cet article est celui qui est publié exclusivement à titre informatif par la Banque de France sous ce lien, avec les précautions d'emploi indiquées sur la page : <https://www.banque-france.fr/fr/publications-et-statistiques/>

4 Investissement socialement responsable.



Évolution annuelle de l'encours en placements de diversification pour les assureurs et fonds de pension français, avant mise en transparence (encours en milliards d'euros, part en %)

	Assureurs		Fonds de pension		Assureurs et fonds de pension	
	2021	2022	2021	2022	2021	2022
Total des placements	2 928,9	2 546,0	47,2	170,1	2 976,1	2 716,2
Total des actifs de diversification	449,1	443,1	4,0	24,8	453,2	467,9
Infrastructure	47,0	50,4	0,4	3,6	47,4	54,0
Financement structuré	109,9	105,7	0,4	3,7	110,3	109,3
Titrisation	2,7%	4,6%	28,3%	8,1%	2,8%	4,7%
Autres titres structurés	97,3%	95,4%	71,7%	91,9%	97,2%	95,3%
Immobilier	219,6	214,9	2,6	12,2	222,2	227,1
Immobilier commercial détenu en direct	16,8%	12,5%	18,4%	8,9%	16,9%	12,3%
Immobilier résidentiel détenu en direct	5,2%	3,4%	0,8%	2,7%	5,2%	3,3%
Actions (y compris participations) immobilières	28,5%	38,8%	16,8%	52,4%	28,4%	39,5%
OPC immobiliers	49,2%	45,1%	63,5%	35,8%	49,3%	44,6%
Autres immobiliers	0,3%	0,3%	0,1%	0,2%	0,3%	0,3%
Autres actifs de diversification	66,0	64,8	0,6	4,8	66,6	69,6
Fonds alternatifs et capital-investissement	68,2%	73,1%	69,0%	54,1%	68,2%	71,8%
Obligations convertibles et hybrides	31,8%	26,9%	31,0%	45,9%	31,8%	28,2%
Prêts aux sociétés non financières	6,6	7,4	0,0	0,5	6,7	7,9

Notes : Encours au 1^{er} décembre de l'année.

OPC, organismes de placement collectif.

Pour la définition de la mise en transparence, cf. graphique 3 et annexe 2.

Source : Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) ; Banque de France.

2 Malgré le poids du portefeuille obligataire, le risque de taux est resté maîtrisé

Le portefeuille des assureurs et des fonds de pension français est très largement composé de titres obligataires. Si l'on met de côté le risque de défaut de la contrepartie – auquel les assureurs et fonds de pension ne s'exposent que très peu (cf. encadré 2 *infra*) –, le rendement à l'échéance de ce type de titre est connu par avance, et n'est pas soumis aux aléas du marché. Même avec la hausse des taux, les moins-values restent majoritairement latentes étant donnée la stratégie des organismes de détention des titres jusqu'à leur échéance.

L'exposition au risque de taux est limitée par la conservation des obligations jusqu'à leur terme et la rotation des portefeuilles

Les revenus des actifs obligataires sont fixes dans la grande majorité des cas. Les obligations zéro-coupon et

à taux fixe représentaient en effet 84% du portefeuille obligataire fin 2022, contre seulement 11% pour les obligations à taux variable et 3% pour les obligations indexées. Ainsi, la période de taux bas a entraîné une augmentation de la juste valeur⁹ des obligations détenues en portefeuille. En 2022, la forte remontée des taux d'intérêt a au contraire entraîné une baisse de la juste valeur des actifs obligataires et fait apparaître des moins-values latentes (calculées par différence avec la valeur nette comptable) de l'ordre de – 10% en moyenne pour les assureurs ainsi que pour les fonds de pension (cf. graphique 4 *infra*).

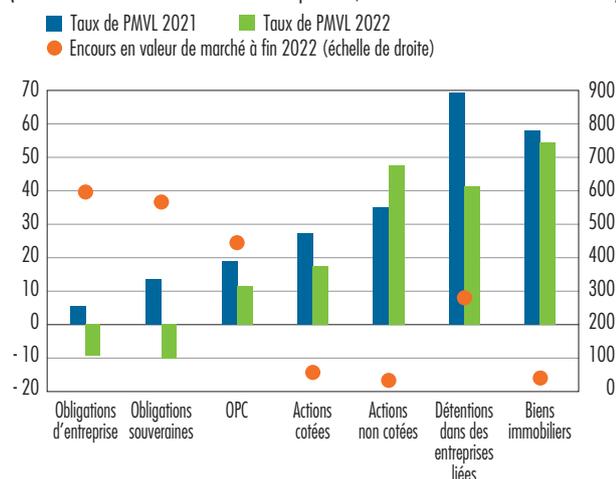
Sauf décollecte importante, ces effets de valorisation et les plus ou moins-values latentes des obligations n'ont pas d'importance stratégique pour les assureurs et les fonds de pension, dans la mesure où les obligations sont détenues jusqu'à leur terme. En effet, ces organismes sont des investisseurs de long terme et détiennent la plupart du temps les titres obligataires jusqu'à leur maturité.

⁹ La juste valeur est définie comme étant le montant pour lequel un actif pourrait être échangé entre des parties bien informées et consentantes dans le cadre d'une transaction effectuée dans des conditions de concurrence normales.



G4 Taux de plus ou moins-values latentes (PMVL) pour les assureurs et fonds de pension français en 2021 et 2022, et encours des principaux investissements à fin 2022, avant mise en transparence des OPC français

(taux en % de la valeur nette comptable, encours en milliards d'euros)



Notes : OPC, organismes de placement collectif. Pour la définition de la mise en transparence, cf. graphique 3 et annexe 2. Source : Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR), remises annuelles Solvabilité II ; Banque de France.

Par ailleurs, la hausse des taux s'accompagnera d'une amélioration du rendement du portefeuille des assureurs et fonds de pension, qui pourront réinvestir le nominal des obligations arrivées à maturité sur des titres offrant des rendements plus élevés. Cette amélioration sera toutefois progressive à mesure que de nouveaux titres remplaceront ceux qui ont été acquis durant la période de taux bas. En effet, une partie du portefeuille obligataire offre déjà d'importants rendements : fin 2022, 40% des titres obligataires arrivant à échéance dans les quatre prochaines années avaient des rendements nominaux supérieurs à 3%.

Toutefois, le risque en période de hausse de taux est que les rachats effectués par les investisseurs n'entraînent la matérialisation des moins-values. Pour faire face à un besoin rapide de liquidité qui résulterait d'une augmentation extrêmement forte des rachats de contrats d'assurance-vie par les assurés, les assureurs veillent donc à disposer d'obligations de faible maturité résiduelle (cf. graphique 5a *infra*).

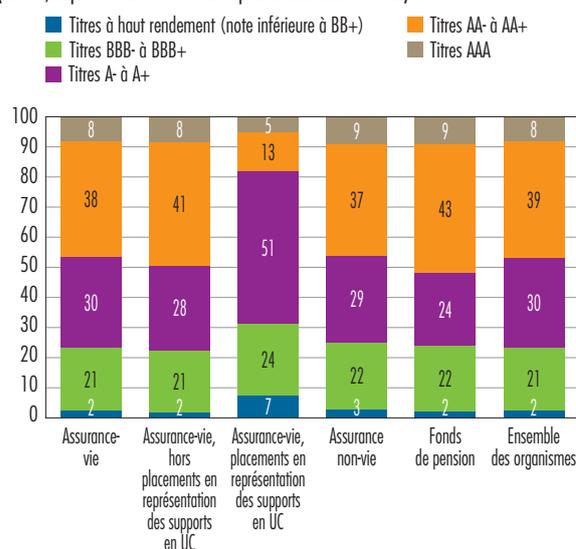
ENCADRÉ 2

Le portefeuille obligataire est peu exposé au risque de défaut

Les assureurs et fonds de pension privilégient les émetteurs ayant la meilleure qualité de signature dans leur portefeuille obligataire. La part des titres plus risqués à « haut rendement » est limitée, elle s'élevait à 2% pour l'ensemble des organismes fin 2022 (cf. graphique). Seuls les placements représentatifs des contrats en unités de compte (UC) apparaissent plus exposés au risque : même si l'essentiel (92%) du portefeuille reste de bonne qualité (« *investment grade* »), la part des titres notés triple ou double A y est nettement inférieure à celle de l'ensemble des organismes (19%, contre 47%). À l'inverse, dans le cas des fonds de pension, l'importance des obligations souveraines se traduit par une part élevée de titres triple ou double A : 52% fin 2022, par rapport à 50% pour les placements de l'assurance-vie hors ceux qui sont représentatifs des contrats en unités de compte (UC).

Structure du portefeuille obligataire des assureurs et fonds de pension français, à fin 2022

(en%, après mise en transparence des OPC)

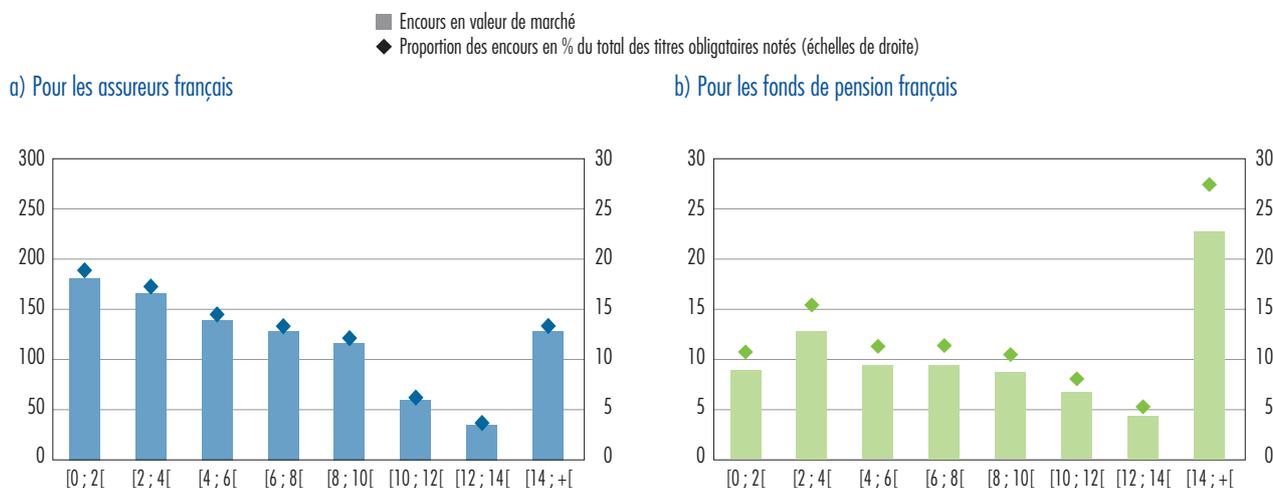


Note : OPC, organismes de placement collectif ; UC, unités de compte. Pour la définition de la mise en transparence, cf. graphique 3 et annexe 2. Source : Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) ; Banque de France.



G5 Encours des titres obligataires notés en détention directe à fin 2022 en fonction de la maturité résiduelle

(en abscisse, maturité résiduelle en années ; en ordonnée, valeur de marché en milliards d'euros [éch. de gauche] et proportion des encours en % du total des titres obligataires notés [éch. de droite])

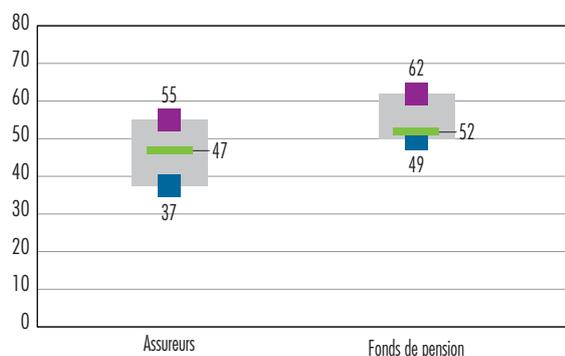


Source : Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) ; Banque de France.

G6 Part des actifs liquides dans les portefeuilles des assureurs et fonds de pension français, à fin 2022

(en %)

■ 1^{er} quartile
■ Médiane
■ 3^e quartile



Lecture : À fin 2022, pour les assureurs, le taux de liquidité médian est de 47%, 25% des organismes ont un ratio inférieur à 37%, et 25% ont un ratio supérieur à 55%.

Source : Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) ; Banque de France.

Les fonds de pension détiennent quant à eux logiquement des obligations à maturité plus longue que celles des assureurs. Il est à noter que le marché des pensions est moins exposé au risque de liquidité en raison du caractère non rachetable d'une grande partie des engagements de retraite.

En outre, en 2022, les actions cotées et les actifs immobiliers étaient toujours en situation de plus-values latentes, même si ces dernières avaient baissé en raison notamment du retournement des cours boursiers (cf. graphique 4 *supra*). En 2023, la correction des marchés immobiliers pourrait éroder une partie des plus-values latentes sur ces actifs.

D'une manière générale, les assureurs et les fonds de pension détiennent une proportion importante de titres pouvant être facilement et immédiatement convertis en liquidités. Le taux de liquidité des actifs détenus par les assureurs vie et par les fonds de pension se situe en effet aux alentours de 50% (selon la méthodologie utilisée pour la supervision bancaire, cf. annexe 2 et graphique 6).

Les assureurs utilisent également des instruments de couverture contre la hausse des taux

En raison de la liquidité qu'offrent les produits d'assurance-vie français, pour la plupart rachetables à tout moment par les assurés, certains assureurs utilisent des dérivés de taux pour se couvrir à la hausse. Ces instruments de couverture leur permettent de recevoir un rendement additionnel lorsque le taux du marché est supérieur à un niveau prédéterminé dans le contrat. Fin 2022, le notionnel ¹⁰ des dérivés

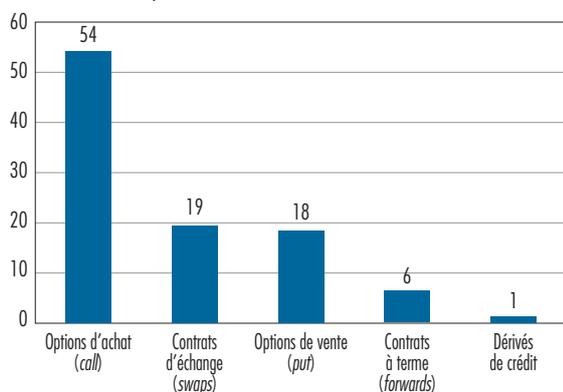
¹⁰ Valeur du titre sous-jacent du produit dérivé.



s'élevait à 432 milliards d'euros pour le marché de l'assurance (hors UC), soit l'équivalent de 25 % des placements des organismes qui les détiennent. Pour le secteur des pensions, le notionnel était de l'ordre de 8 milliards d'euros, soit l'équivalent de 5 % des placements. Contrairement aux assureurs européens et aux fonds de pension anglais, les organismes français détiennent peu de swaps (ils représentaient 19 % du montant de dérivés pour les assureurs et 24 % pour les fonds de pension en 2022), notamment de swaps de taux d'intérêt (13 % pour les assureurs et 22 % pour les fonds de pension) (cf. graphique 7). Ces swaps étant des produits pouvant engendrer des appels de marge, les assureurs et fonds de pension français sont, par conséquent, peu exposés au risque de liquidité provenant des produits dérivés.

G7 Types de produits dérivés utilisés par les assureurs français, à fin 2022

(en % du notionnel)



Source : Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) ; Banque de France.

L'essentiel des dérivés détenus par les organismes d'assurance correspond à des couvertures de taux (72 % du notionnel tous types de produits dérivés confondus) par l'intermédiaire d'options d'achat qui représentaient 54 % du notionnel des positions prises par les assureurs fin juin 2022.

*
**

Les dynamiques observées des placements des assureurs et fonds de pension français en 2022 reflètent les évolutions des conditions monétaires et financières et la fin de la période des taux bas. Elles sont principalement marquées par les effets de valorisation négatifs sur un portefeuille très largement composé d'obligations.

Ces effets de valorisation n'ont cependant pas engendré de pertes pour les assureurs et les fonds de pension, dans la mesure où les moins-values enregistrées restent latentes dans un contexte de stratégie de détention jusqu'à maturité. Ils représentent un risque limité, susceptible de s'accroître seulement en cas de réorientation massive de l'épargne des ménages. Les dynamiques de collecte seront donc un point d'attention important du bilan 2023, tant du point de vue du risque que de celui des flux d'investissement. En effet, l'évolution de l'attractivité relative des supports en UC par rapport aux supports en euros, dans le contexte de concurrence avec les autres formes d'épargne, contribuera aussi à l'orientation des placements des assureurs en 2023. Concernant les fonds de pension, l'orientation des placements sera également influencée par le récent essor du marché et par les spécificités réglementaires de ces acteurs portées par une vision à long terme liée à la retraite ¹¹.

¹¹ Cf. F. Ahado, P. Bui Quang, A. Cambou *et al.* (2022), « Les organismes de retraite professionnelle supplémentaire : un nouvel acteur pour l'épargne retraite des Français », art. cit.



Bibliographie

Ahado (F.), Bui Quang (P.), Cambou (A.), Candus (É.), Chevallier (A.) et Megdiche (I.) (2022)

« Les organismes de retraite professionnelle supplémentaire : un nouvel acteur pour l'épargne retraite des Français », *Bulletin de la Banque de France*, n° 243/4, novembre-décembre.

[Télécharger le document](#)

Ahado (F.), Gosset (L.) et Roero (C.) (2022)

« En 2021, les placements des assureurs ont progressé, soutenus par la collecte d'une épargne abondante et les revalorisations d'actifs », *Bulletin de la Banque de France*, n° 243/3, novembre-décembre.

[Télécharger le document](#)

Azzopardi (V.), Carreira (M.), Dumas (N.) et Jarrijon (S.) (2023)

« Le marché de l'assurance-vie en 2022 », *Analyses et synthèses*, n° 146, ACPR, mars.

[Télécharger le document](#)

Banque de France (2023)

L'épargne réglementée – Rapport annuel 2022.

[Télécharger le document](#)



Annexe 1 Définitions

Actifs de diversification

Ils recouvrent :

- les placements en infrastructures (dont les fonds d'infrastructure) ;
- les titres structurés : titres hybrides combinant une partie obligataire et une partie de type « dérivé » (mécanismes de couverture comme les *credit default swaps* [CDS], les *credit maturity swaps* [CMS] et les *credit default options* [CDO]) ou bien titres résultant d'une titrisation ;
- l'immobilier, en distinguant la partie négociable (actions cotées de sociétés immobilières et parts de fonds immobiliers) de la partie non négociable (actions non cotées de sociétés immobilières, parts de sociétés civiles immobilières et immeubles) ;
- d'autres actifs de diversification (parts de fonds alternatifs et de fonds de capital investissement ainsi que des obligations convertibles et hybrides) ;
- les prêts aux entreprises non liées (n'appartenant pas au groupe d'assurance).

Obligations vertes (*green bonds*)

Il n'existe pas une unique définition internationalement reconnue des obligations vertes (*green bonds*). Afin de justifier cette appellation, un émetteur peut se référer aux principes édictés par l'ICMA (International Capital Market Association) et demander sa validation par un organisme privé international comme le Climate Bond Initiative. La liste des obligations vertes retenue ici correspond aux titres de dette dont la finalité principale des fonds collectés est explicitement mentionnée dans le prospectus d'émission comme une activité verte. Une taxonomie européenne sur les activités vertes et un standard européen pour les produits financiers verts sont en cours d'élaboration.

Taux de plus ou moins values latentes

Il représente l'écart en pourcentage entre la valeur de marché et la valeur nette comptable des titres détenus.



Annexe 2 Méthodologie

Formes juridiques des assureurs et fonds de pension

Les organismes d'assurance revêtent plusieurs formes juridiques :

- Les sociétés d'assurance et les sociétés d'assurance mutuelles régies par le Code des assurances ;
- Les mutuelles régies par le Livre II du Code de la mutualité qui assurent principalement le risque santé ;
- Les institutions de prévoyance régies par le Code de la sécurité sociale.

Historiquement, les institutions de prévoyance, structures à gouvernance paritaire, sont spécialisées dans l'assurance collective (d'entreprises ou de branches professionnelles) des risques prévoyance et santé. Les sociétés d'assurance mutuelles, les mutuelles et les institutions de prévoyance sont des structures à but non lucratif. Les mutuelles et les institutions de prévoyance assurent essentiellement les personnes.

Quant aux fonds de pension mentionnés, ils font référence aux organismes de retraite professionnelle supplémentaire (ORPS) et peuvent relever du Code des assurances, du Code de la mutualité ou du Code de la sécurité sociale. Historiquement les portefeuilles de fonds de pension résultent de transferts d'organismes d'assurance.

Population d'étude

L'échantillon traité dans l'étude de 2022 comprend les 442 organismes d'assurance actifs soumis à la directive Solvabilité II et ses textes d'application (essentiellement sur un critère de taille de bilan) ainsi que les 22 organismes de retraite professionnelle supplémentaire. Les organismes d'assurance sont répartis en deux grandes catégories :

- Les assureurs vie et mixte, qui gèrent la majeure partie des contrats en euros et la totalité des contrats en unités de compte. Leurs engagements sont essentiellement à long terme ;
- Les assureurs non vie (ou dommages), qui couvrent les dommages aux biens, les dommages corporels et les responsabilités civiles. Leurs engagements sont essentiellement à court terme puisqu'ils règlent généralement les sinistres dans un délai inférieur à deux ans, à quelques exceptions près, telles que la responsabilité civile, la caution ou l'assurance construction.

Données de l'étude

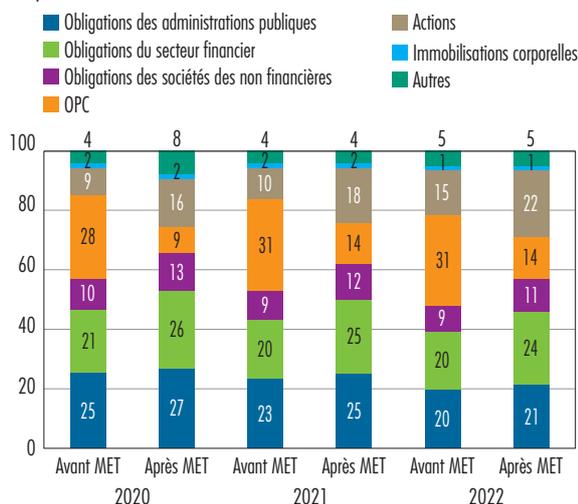
L'arrêté comptable de référence est le 31 décembre 2022 et, sauf mention contraire, les données de placements utilisées sont celles issues des états annuels dits de « liste des actifs » (S.06.02 et PFEF.06.02). Les valeurs des placements sont communiquées en valeur de marché. Les arrêtés trimestriels sont également utilisés.



Mise en transparence des OPC

La mise en transparence des titres d'organismes de placement collectif (OPC) détenus par les assureurs et les fonds de pension est opérée en exploitant les bases de données de la Banque de France (essentiellement la collecte des fonds d'investissement). Elle permet d'identifier les bénéficiaires postérieurs aux OPC des investissements effectués : les titres d'OPC figurant dans les portefeuilles des assureurs sont ainsi remplacés par les titres dans lesquels ces OPC investissent.

Structure des placements des assureurs et fonds de pension français, avant et après mise en transparence (en%)



Note : MET, mise en transparence ;
OPC, organismes de placement collectif.
Source : Banque de France.

Méthode de calcul du poids des actifs liquides

Le calcul est inspiré des standards développés par le Comité de Bâle pour la supervision bancaire, dans le cadre des accords dits « de Bâle III », qui introduisent un ratio de liquidité (LCR, *liquidity coverage ratio*) dont l'objet est de promouvoir la résilience à court terme des banques au risque de liquidité. Ce calcul, notamment utilisé par l'Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles (EIOPA, European Insurance and Occupational Pensions Authority), est le rapport entre le poids des actifs liquides de haute qualité (HQLA, *high quality liquid assets*) non grevés,

pouvant être convertis en liquidité, facilement et immédiatement, sur les marchés privés, dans l'hypothèse d'une crise de liquidité qui durerait trois jours calendaires, et l'ensemble des placements.

Méthode de calcul des flux

Les flux, revalorisations et reclassements sont calculés à partir des données déclarées par les assureurs dans les états détaillés des actifs (S.06.02 et PFEF.06.02), enrichis de données collectées auprès des OPC et autres référentiels disponibles (CSDB 1, etc.). La variation d'encours se décompose en flux (transactions économiques), effets de valorisation (les effets prix) et reclassements selon la formule suivante :

$$Encours_t - Encours_{t-1} = Flux_t + Valorisations_t + Reclassements_t$$

Les flux, reclassements et valorisations sont calculés à un niveau titre à titre, puis agrégés. Les valeurs aberrantes (en matière de valorisation et/ou de flux) résultant du calcul sont supprimées.

Les flux et reclassements sont calculés en premier. Puis la valorisation est calculée comme la variation d'encours diminuée du flux et du reclassement. Pour une action en euros, la formule de calcul des flux est la suivante :

$$Flux_t = (Quantité_t - Quantité_{t-1}) \times (Prix_{t-1} + Prix_t) / 2$$

Où $Quantité_t$ est la quantité détenue de titres au temps t et $Prix_t$ le prix unitaire en valeur de marché de l'action. Pour les titres de dettes, le flux est calculé comme l'effet de la variation de la quantité de titres à un prix moyen net de l'intérêt couru (appelé prix propre) puis en ajoutant le revenu d'intérêt pour l'ensemble des titres détenus à la fin de la période considérée. Par ailleurs, un flux négatif peut aussi bien correspondre à des ventes qu'à un non renouvellement de titres arrivés à maturité.

Lorsqu'une caractéristique d'un titre change (par exemple son secteur émetteur), et en l'absence de remises correctives sur les encours précédents, la rupture de série est gérée via un reclassement.



Éditeur

Banque de France

Secrétaire de rédaction

Alexandre Capony

Directeur de la publication

Claude Piot

Réalisation

Studio Création

Direction de la Communication

Rédaction en chef

Corinne Dauchy

ISSN 1952-4382

Pour vous abonner aux publications de la Banque de France

<https://www.banque-france.fr/fr/alertes/abonnements>

