



EDOUARD NOUVELLON

Associé-gérant, Risk Return, et doctorant
chercheur en finance

**La baisse des taux pour
une compagnie
d'assurances est comme
l'alcool: elle fait du bien au
début et ensuite les effets
néfastes se font largement
sentir.**

Ce sont coup sur coup deux grandes compagnies d'assurances en Belgique qui font état de difficultés. Axa Belgique est en incapacité de soutenir le dividende qu'elle verse à sa maison mère, laquelle lui demande donc de revoir son organisation. Ethias, de son côté, se voit sommée par la BNB d'augmenter ses fonds propres.

Les deux métiers d'un assureur sont l'assurance dommage et les assurances-vie qui sont des produits d'épargne à long terme. Dans le cas d'AXA et Ethias, c'est du segment de l'assurance-vie que surgissent les problèmes, car il est fortement lié aux taux d'intérêt.

La baisse des taux entamée en 2008 a été salutaire les premières années, car elle a permis aux compagnies d'assurances de générer des plus-values obligataires importantes, gonflant ainsi leurs résultats financiers. Milton Friedman comparait l'inflation à la consommation d'alcool; la comparaison similaire peut être faite ici. La baisse des taux pour une compagnie d'assurances est comme l'alcool: elle fait du bien au début et ensuite, les effets néfastes se font largement sentir.

Double mâchoire

L'assurance-vie est un produit d'épargne qui a connu un énorme succès de par sa simplicité et les promesses qu'il offrait. En effet, pour tous les contrats signés avant la baisse des taux, la compagnie d'assurances s'engageait à verser à ses souscripteurs une rémunération de 3, voire 4% par an sur les montants souscrits.

Pour faire face à cet engagement, la compagnie se constituait un portefeuille d'actifs essentiellement composé d'obligations mais aussi d'immobilier et d'actions, capable de générer un rendement supérieur. L'épargnant avait ses 3-4% et la compagnie empochait la différence lui permettant de payer ses charges et rémunérer ses actionnaires. Aujourd'hui, elles sont prises dans un étai à double mâchoire.

Premièrement, le prolongement des taux bas. Comment un assureur peut-il ré-

munérer les contrats qui garantissent un taux de 3,75% dans l'environnement de taux actuel? Durant la phase de baisse des taux, les «vieilles» obligations qui donnaient un coupon de 6 ou 8% achetées par les compagnies d'assurances 10 ou 15 ans auparavant permettaient encore d'honorer les engagements qu'elles avaient vis-à-vis de leurs clients.

Aujourd'hui, ces obligations ont échoué, les compagnies ont des liquidités à investir alors que les obligations disponibles sur le marché offrent des taux ridiculement bas. Une obligation d'État belge à 10 ans offre à peine plus que 0%. Qu'à cela ne tienne, elles peuvent prendre plus de risques et investir dans des actifs plus rémunérateurs comme les actions ou l'immobilier.

La seconde mâchoire de l'étai joue alors contre elles: la réglementation prudentielle. La réglementation dite «Solvabilité 2» est entrée en vigueur au début de l'année 2016. Elle oblige les assureurs à constituer des fonds propres à hauteur du risque des actifs financiers qu'ils achètent.

Lorsqu'une compagnie d'assurances décide d'acheter des actions pour 1.000 €, elle doit constituer un matelas de fonds propres de 300€, soit 30%. Pour les investissements en immobilier, ce taux est de 25%. Ce taux est de 0% pour les obligations gouvernementales de la zone euro.

On voit ainsi le casse-tête chinois auquel les compagnies d'assurances sont soumises. L'inexorable faiblesse des taux les empêche d'honorer les vieux contrats vis-à-vis de leurs clients. La réglementation les empêche d'investir dans des actifs à plus haut rendement sous peine de devoir augmenter leurs fonds propres.

Les compagnies d'assurances tentent de

parer à ces difficultés. Ethias a proposé il y a quelques mois à ses clients qui ont souscrit au compte first de leur payer une prime de 14% pour mettre fin à cet engagement. Cela correspondait à 4 ans de taux garantis. D'autres compagnies proposent à leurs clients de convertir les contrats de type branche 21 à des contrats de type branche 23 pour lesquels le risque financier est subi par le client et non plus par la compagnie. La branche 23 n'étant pas soumise à la réglementation Solvabilité 2, l'assureur se libère de l'obligation de constituer des fonds propres sur les montants convertis.

L'adossement d'une compagnie d'assurances à une banque est certainement une bonne idée pour créer un effet d'échelle dans les canaux de distribution. Mais le modèle de bancassurance n'est pas nouveau et a montré ses faiblesses. Quant à l'aspect des fonds propres, les banques aussi sont soumises à des règles prudentielles les obligeant à devoir constituer des fonds propres importants.