

Taux d'Intérêt et Transfert de Risques

Scénarios et Enjeux

Depuis la crise financière de 2008, les taux d'intérêt ont chuté en Europe pour atteindre des niveaux voisins de zéro et même négatifs en 2016.

Ainsi en France, de décembre 2008 à décembre 2016, les taux courts ont baissé de 3,3% à -0,3% restant négatifs en 2016, tandis que les taux longs baissaient de 3,5% à 0,7%. En 2015-2016, la courbe des taux s'est aplatie, l'écart entre taux courts et longs s'établissant en moyenne à 0,8% sur ces deux années.

Les incertitudes internationales, avec notamment un début de remontée des taux aux USA, ouvrent aujourd'hui la voie à différents scénarios pour les prochaines années.

1 Les taux d'intérêt très bas s'expliquent par une « répression financière »

2 Les principales conséquences des taux bas sur la réassurance

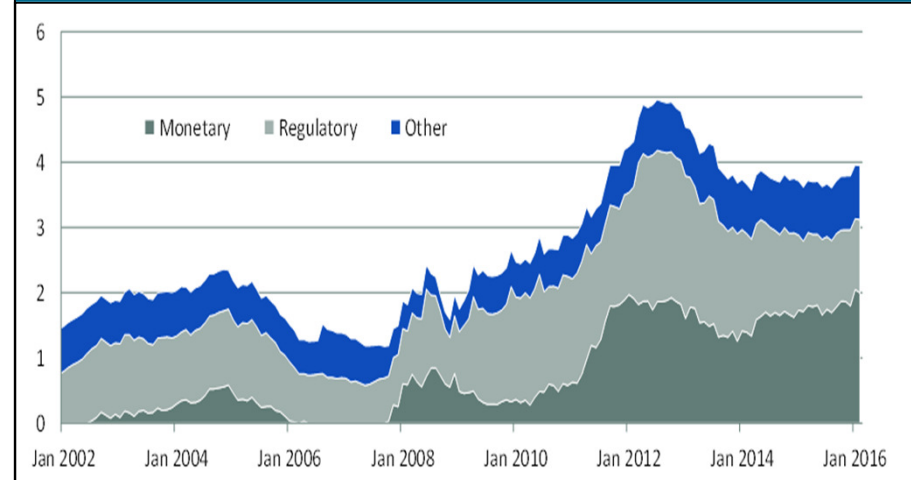
3 Trois scénarios dans un environnement beaucoup plus incertain

Les taux d'intérêt très bas s'expliquent par une « répression financière »

- Les politiques monétaires non conventionnelles, menées aux Etats-Unis, en Europe, au Japon... ont eu pour objectif de relancer l'économie tout en conservant le contrôle sur l'inflation. Au sein de la zone euro, l'objectif a aussi été de préserver la soutenabilité des dettes publiques, en maintenant un taux d'intérêt sans risque inférieur au taux de croissance...
- Les très bas taux d'intérêt ne résultent pas de la baisse du taux d'intérêt d'équilibre ou naturel mais de l'action délibérée des banques centrales... Le problème est que sa poursuite, à ce stade, présente le triple défaut :
 - d'être coûteuse : les taux d'intérêt très bas ont réduit très substantiellement les rémunérations financières : selon SwissRe, les assureurs français auraient de ce fait perdu l'équivalent de 3% du PIB... plus que les assureurs allemands, en raison des spécificités du marché français
 - d'être inefficace : les effets du Quantitative Easing sont douteux en termes de croissance et de soutenabilité des dettes publiques, d'autant que dans les pays où la dette publique est élevée, le taux sans risque reste supérieur au taux de croissance... ceci est notamment imputable à la désincitation donnée à l'épargne et à l'accumulation
 - de nourrir une bulle spéculative sur les principaux actifs : leur valeur a été artificiellement inflatée par les taux bas et comporte le risque d'une future crise financière lorsque cette bulle éclatera

*

Indice SwissRe de répression financière



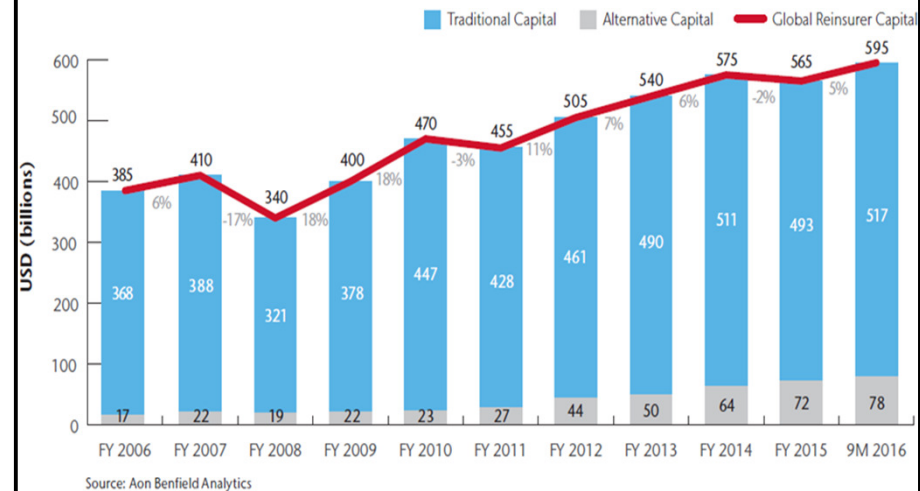
Une répression financière coûteuse (source : SwissRe)

Indicator (2008-2016)	US	DE	FR	UK
Increase in govt. gross debt	USD 10.8trn (+44% of GDP)	EUR 537bn (+5% of GDP)	EUR 912bn (+33% of GDP)	GBP 1trn (+47% of GDP)
Increase in CB balance sheet	Fed: USD 3.6trn	ECB: EUR 2.4trn	ECB: EUR 2.4trn	BoE: GBP 300bn
Decline in 10y interest rates	-1.6%	-4.1%	-3.7%	-3.3%
Net foregone households' interest income (USD)	1.4trn (8% of GDP)	190bn (5% of GDP)	110bn (4% of GDP)	410bn (15% of GDP)
Foregone insurers' yield income (USD)	540bn (3% of GDP)	54bn (1.5% of GDP)	70bn (3% of GDP)	62bn (2% of GDP)
Increase in defined-benefit pension liabilities*	~25%	~60%	~60%	~50%
Increase in households' stock market wealth (USD)	+17trn	-40bn	+375bn	+500bn

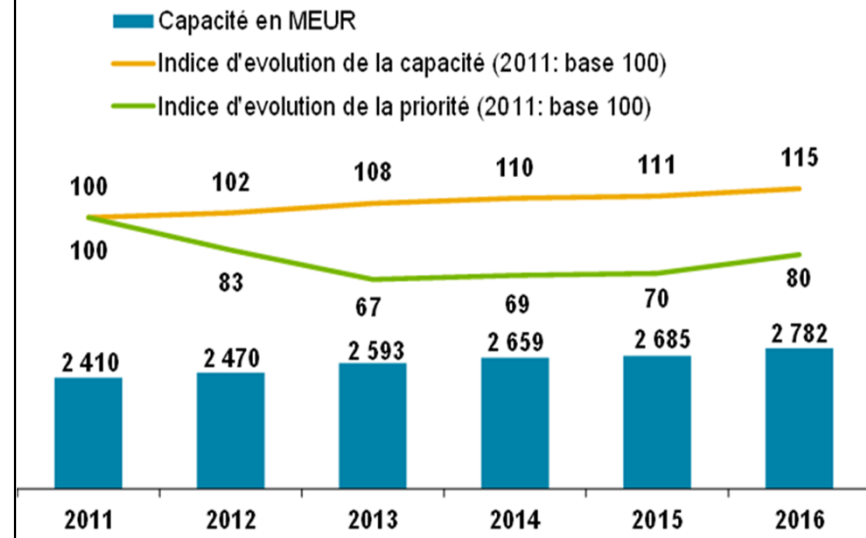
Les principales conséquences des taux bas sur la réassurance

- Les effets des taux bas sont différents selon qu'il s'agit d'assurance non-vie et de réassurance ou d'assurance vie, dont les problèmes particuliers, liés à la valorisation des options cachées, ne sont pas étudiés par l'APREF
- Les très bas taux d'intérêt ont incité les réassureurs à raccourcir la durée de leurs actifs par rapport à celle de leurs passifs pour se prémunir contre le risque jugé asymétrique de remontée des taux d'intérêt
- Ils ont incité les investisseurs à réallouer leurs capitaux, notamment sous forme de capital alternatif (1/3 de l'accroissement du capital des réassureurs), vers la réassurance jugée plus résiliente. Ceci a pesé sur les tarifs de la réassurance traditionnelle qui pour la première fois n'ont compensé l'évolution -la baisse- des rémunérations financières. Cet effet a été particulièrement visible sur les branches courtes.
- Dans les branches longues, essentiellement les garanties corporelles, l'impact a été encore plus important :
 - hausse de la charge des sinistres et du montant des provisions du fait des taux d'actualisation plus bas
 - impact amplifié sur les couvertures non proportionnelles par la difficulté à revaloriser les franchises avec la baisse des taux d'actualisation
 - impact démultiplié par l'incitation des victimes à être indemnisées en capital plutôt qu'en rente
 - impact atténué par le redéploiement des capacités, des branches longues vers les branches courtes

Capital alternatif = 1/3 de l'accroissement du capital



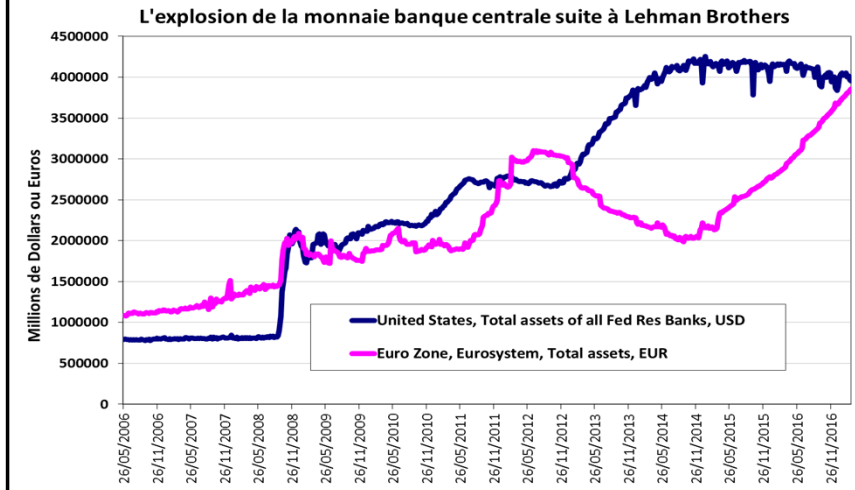
Des priorités en retard sur les capacités d'XS Cat Vie



Trois scénarios dans un environnement beaucoup plus incertain

- Les politiques sont devenues une source d'incertitude accrue (banque centrales imprévisibles, efficacité de la politique monétaire, comportements des banques & conséquences de la dette publique incertains)
- Scénario 1 : persistance d'un environnement de taux très bas, voire plus bas :
 - pertes économiques certaines (moindres rendements financiers + possibles moins values sur actions et immobiliers si associé à stagnation séculaire)
 - gains comptables probables en IFRS
- Scénario 2, préféré des experts internationaux : remontée graduelle et maîtrisée des taux d'intérêt, très probablement associé à une reprise économique :
 - gains économiques certains (du fait du mismatch actif / passif + rendements financiers accrus + possibles plus values sur actions et immobilier)
 - pertes comptables probables en IFRS
 - correction du mismatch actif / passif, allongement des passifs et disparition des pressions baissières sur les tarifs
- Scénario 2 : remontée brutale des taux d'intérêt, très probablement associé à une perte de contrôle de l'inflation ou des dettes publiques :
 - gains économiques incertains (du fait du mismatch actif/passif + rendements financiers accrus... compensés par risques de taux d'intérêt réel négatifs ou en baisse + moins-values sur dettes corporate, actions et immobilier)
 - pertes comptables certaines en IFRS et objectifs de rendement (ROE) difficiles à satisfaire
 - Forte allergie des assureurs aux changements de régime, à l'accélération de l'inflation et à la baisse des taux réels

Conséquences de l'explosion des bilans des B.C. ?



Conséquences comptables des trois scénarios

		Baisse ou maintien des taux		Remontée graduelle des taux		Remontée brutale des taux	
		S2	IFRS	S2	IFRS	S2	IFRS
Passif	Branche Longue	BEL * ↗	↗	↘	↘	↘↘↘	↘
	Branche Courte	↗	→	↘	↗	↘↘	↘
Actif	Fair Value	↗	↗	↘	↘	↘↘	↘
	NAV **	↘	↗	↗	↘	???	↘

Conclusion

Les réassureurs, tout comme les assureurs, ont largement supporté le coût de la crise financière des dix dernières années, alors même qu'ils n'ont aucune responsabilité ni dans son déclenchement ni dans son déroulement. Grâce à leur solidité financière et leur diversification, ils ont pu absorber ce choc, comme ils ont déjà absorbé avec succès les nombreux autres chocs qui ont frappé nos économies depuis la fin de la seconde guerre mondiale : les bouleversements géostratégiques, l'effondrement du système de Bretton-Woods, l'hyperinflation, la crise de dette de l'Amérique Latine, la crise asiatique, la crise des valeurs internet.

Ils sont capables de s'adapter à différents environnements monétaires, dès lors que les banques centrales restent crédibles dans la maîtrise de l'inflation. En revanche, assureurs et réassureurs n'aiment pas la reprise de l'inflation, et *a fortiori*, encore moins son accélération notamment lorsque celle-ci entraîne une baisse des taux d'intérêt réels, voire aboutit à des taux d'intérêt réels négatifs, et donc détruit beaucoup de valeur économique.

Ainsi, les réassureurs, comme les assureurs, sont étroitement dépendants des banques centrales, de leurs politiques monétaires, de leur crédibilité et de leur capacité à se coordonner. Une mauvaise gestion de la sortie du Quantitative Easing peut s'avérer très coûteuse pour l'industrie de l'assurance et de la réassurance. Or cette sortie est particulièrement délicate dans la mesure où une hausse insuffisante et / ou trop tardive des taux d'intérêt pourrait induire un retour brutal de l'inflation, tandis qu'une hausse trop forte et / ou trop rapide des taux d'intérêt pourrait casser une reprise encore fragile de l'économie. C'est le dilemme bien connu du bon *timing* de l'action des banques centrales.

En outre, la désynchronisation actuelle croissante entre les Etats-Unis et l'Europe constitue un risque supplémentaire pour les réassureurs globaux qui doivent s'adapter à des environnements monétaires totalement différents et aux évolutions potentiellement contrastées.

POUR PLUS D'INFORMATIONS SUR
L' APREF & LA RÉASSURANCE

Notre site internet : www.apref.org

Notre Situation : 26, Boulevard Haussmann (6^{ème} étage)

Notre compte Twitter :  @Apref_Reass



Appendices