
LE RETOUR DE L'INFLATION, MENACE OU OPPORTUNITE POUR LES ENTREPRISES D'ASSURANCE?

Document de travail élaboré par le Club 30-60

Décembre 2023



AVANT-PROPOS ET REMERCIEMENTS

Le Club 30/60, créé en 2010, est une Association dont les membres, trente actuellement, ont tous exercé des responsabilités de direction dans le monde de l'assurance .

Ils ont pour caractéristique commune d'avoir accumulé une expérience riche et variée de la plupart des métiers de l'assurance et de leurs conditions d'exercice, de ne plus exercer d'activité opérationnelle mais d'avoir conservé un attachement et un intérêt pour notre industrie tels qu'ils continuent d'exercer des activités de conseil ou d'administrateur auprès de nombreuses entreprises d'assurance.

Dans le contexte actuel d'inflation, les membres du Club souhaitent apporter leur contribution à la réflexion sur ses enjeux et ses impacts à moyen terme pour l'industrie de l'assurance française.

Personnalités interviewées

François BONNIN (AEMA)
Charlotte CHEVALIER (BNP Paribas Cardif)
Philippe DABAT (AG2R La Mondiale)
Laurent DEGIOANNI (PRÉVOIR)
Diane DEPERROIS (AXA France)
Anne-Sophie GODON (Malakoff Humanis)
Jean-Laurent GRANIER (Generali)
Isabelle HEBERT (AG2R La Mondiale)
Olivier HEREIL (BNP Paribas Cardif)
Fabrice HEYRIES (MGEN)
Grégory KRON (SMABTP)
Arnaud LHERBIERE (La Mutuelle Générale)
Guillaume ROSENWALD (Groupe MACSF)
Cyril ROUX (GROUPAMA)
Damien RUPIED (BNP Paribas Cardif)
Philippe TRAINAR (SCOR)

Membres du Club contributeurs

Anne ANDRE
Jean-Jacques BERTHELE
Hervé BOUCLIER
René CADO
Jean CASANOVA
Christian COLLIN
Bénédicte DOLLFUS
Hélène DUBOIS
Elisabeth GEHRINGER
Régis de LAROULLIERE
Henri LAURENT
Henri LE BIHAN
Catherine ROUCHON
Martine VAREILLES
François VILNET
Danielle WAJSBROT

INTRODUCTION

Après une longue période de faible inflation et de taux d'intérêt très bas, le contexte actuel d'accélération de l'inflation au niveau mondial est un sujet de préoccupation majeur tant au plan politique qu'au plan économique, phénomène ressenti comme nouveau par beaucoup.

Mais alors qu'elle se poursuit depuis plus d'une année, le retour de l'inflation est-il une menace ou une opportunité pour les entreprises d'assurance?

Pour tenter de répondre à cette question les membres du Club 30/60 ont rencontré un panel de responsables de la profession plus particulièrement en charge des fonctions financières (gestion d'actifs), techniques (responsables tarification, souscription, ...), économistes et aussi des ressources humaines., représentatifs des secteurs de la Mutualité, des Institutions de Prévoyance et des Compagnies d'assurance par actions ou à forme mutuelle.

Le document qui suit est la synthèse de ces entretiens, sa trame figurant en annexe de ce rapport. Il reflète aussi notre perception à partir des propos exprimés par les acteurs que nous avons rencontrés et les pistes et actions entreprises, les zones de risque à prendre plus particulièrement en considération.

CHAPITRE 1

REVUE DES ANTICIPATIONS EN MATIERE D'INFLATION ET DE TAUX D'INTERET

Nous avons pour nos entretiens un fil directeur, pour ce qui concerne le présent chapitre consacré aux anticipations. Nous présentons ensuite la synthèse commentée de ces entretiens, qui se sont tenus pour l'essentiel au deuxième trimestre 2023.

Nous avons constaté que les assureurs les plus importants ont un chef économiste, dont les prévisions sont très structurantes, notamment pour les stratégies et tactiques des gestionnaires d'actifs de l'entreprise.

1.1 : Anticipations initiales en matière d'inflation

La quasi-totalité de nos interlocuteurs disent tout d'abord très simplement avoir été surpris par le démarrage de l'inflation. Avec le recul, les causes sont mieux identifiées, mais leur multiplicité et leur enchaînement étaient peu prévisibles.

Certes, les liquidités étaient depuis longtemps abondantes, mais depuis longtemps aussi les efforts des banques centrales pour augmenter légèrement le rythme de la hausse des prix étaient sans effet.

Certes, la crise Covid avait provoqué l'accumulation d'une épargne forcée importante, mais les autorités publiques ne voyaient pas cette épargne se dégonfler rapidement, et au demeurant, une fraction

importante n'a toujours pas été dépensée. Ceux qui avaient identifié ce facteur de hausse de l'inflation s'attendaient à un effet temporaire, avec un retour à la normale ensuite.

L'effet de désorganisation des chaînes logistiques, les goulots d'étranglement sur certains composants dans une économie mondialisée et la démarche de constitution de stocks de précaution en sortie de confinement Covid, dans une large mesure sans précédent, et leur fort impact sur certains coûts (par exemple pénurie de composants automobiles ou des transports maritimes à un certain stade) n'ont pas été anticipés, ni par les économistes ni par les pouvoirs publics.

L'éclatement de la guerre en Ukraine a superposé une deuxième vague de hausse des prix, portant en particulier sur l'énergie et les céréales.

La superposition de ces causes dans la durée a rendu inévitables des compensations salariales, entraînant une propagation de la hausse des prix à ceux des services.

Au global, la crise des matières premières serait pour certains le facteur le plus important, même si d'autres estiment qu'il ne faut pas sous-estimer les possibles manipulations de prix, notamment, sur l'alimentaire.

Enfin, le conflit Israël-Hamas, régionalement limité au moment où s'achève la rédaction de la présente étude, introduit de nouvelles incertitudes.

1.2 : Anticipations à mi-année 2023 en matière d'inflation

En général nos interlocuteurs reprennent les prévisions des pouvoirs publics. C'est assez logique, car ce sont eux qui ont les meilleurs moyens d'analyse et de modélisation.

Un débat a néanmoins été évoqué : l'inflation dépend beaucoup des comportements, et des anticipations. Les pouvoirs publics, soucieux de réduire l'inflation, doivent donc s'efforcer d'influencer ces anticipations. Un des meilleurs moyens est de prévoir que l'inflation va baisser, d'où un risque de biais dans les prévisions.

Les économistes évoquent pour leur part plusieurs facteurs de nature à soutenir durablement le risque d'inflation :

- La lutte contre le réchauffement climatique, qui conduit à substituer aux énergies fossiles peu chères des énergies plus chères.
- La démondialisation, et la relocalisation de production stratégiques, en acceptant un renchérissement des coûts de production.
- La poursuite du passage progressif à la retraite des générations nombreuses du baby-boom fortement consommatrices, et la contraction de la population en âge de travailler.
- La transformation de la relation au travail. Qu'il s'agisse d'un impact psychologique de la crise Covid et de son traitement (dont le « quoi qu'il en coûte »), d'une évolution plus profonde, ou d'une conséquence de la modification des équilibres démographiques rappelée au point précédent, les rémunérations risquent d'augmenter.
- L'augmentation des dettes publiques avec un service de la dette en hausse sensible avec les taux d'intérêt qui se traduira à terme par des hausses de taxes et d'impôts.
- Les élections à venir dans certains grands pays, dont les USA, qui pourraient se traduire par une augmentation des taxes à l'importation.

Conséquence de ces analyses, certains économistes suggèrent de relever de 2% à 3% les objectifs d'inflation, pour éviter une politique de contrôle qui serait économiquement excessivement récessive.

Sans doute du fait de ces incertitudes, les dirigeants que nous avons rencontrés étaient plus prudents sur les perspectives de décreue de l'inflation à mesure que le temps avance, notamment sur le fait de savoir si le pic d'inflation est bien derrière nous, de l'horizon du retour à la normale, et de savoir si cette normale serait de 2% ou de 3%, voire 3,5%. Par exemple, le chef économiste de l'un d'entre eux prévoyait 4,5% en 2023, 3,5% en 2024 et une cible à 3%. Un autre dirigeant voit un palier à 3%, puis à terme une cible à 2% si la situation géopolitique se stabilise.

1.3 : Anticipations en matière de taux d'intérêt à long terme

Comme pour l'inflation, nos interlocuteurs sont marqués par les prévisions publiques, d'autant plus que les marchés sont en phase à en juger par les taux « forward ».

Pour certains, les taux redescendraient, assez rapidement, sans redevenir négatifs en nominal. Ils pourraient revenir vers 2 ou 2 ½ % pour l'OAT, et 1 à 1 ½% pour les taux courts. Les taux longs pourraient néanmoins demeurer négatifs en taux réels. D'autres s'attendent à ce que les taux réels à long terme demeurent positifs.

Il est à noter que tous se sentent globalement plus à l'aise dans la situation actuelle que dans la situation antérieure de taux négatifs, dont il faut rappeler que depuis plusieurs années elle était répertoriée comme un risque majeur dans le cadre des rapports ORSA.

Et aucun ne s'attend à ce que les taux continuent de monter sensiblement, ce qui serait délicat en assurance vie pour le fonds en euros.

1.4 : Anticipations en matière d'évolution de la courbe des taux

La courbe des taux inversée est logique avec une hausse des taux courts impulsée avec détermination par les banques centrales pour lutter contre l'inflation, les taux longs intégrant une perspective de reflux de l'inflation contre laquelle il n'y a donc pas lieu de se protéger à long terme.

Dès lors, la décreue des taux courts rétablira la forme normale de la courbe des taux. Le mouvement devrait être plus rapide aux Etats-Unis qu'en Europe.

1.5 : Anticipations en matière de risque social externe au secteur de l'assurance

Les avis ne sont pas homogènes.

Pour la vaste majorité, le risque social lié à l'inflation n'est pas perçu comme majeur. La situation post Covid et le « dérèglement de l'ordre mondial » sont beaucoup plus préoccupants pour la gestion des carrières, le recrutement et le turn-over.

Pour quelques-uns, il est au contraire potentiellement très fort, du fait notamment d'une forte sous-estimation de l'impact pour les particuliers du coût du changement climatique direct et du coût des énergies de remplacement des énergies fossiles.

CHAPITRE 2

ASSURANCE VIE : IMPACTS ET ENJEUX LIES AUX EVOLUTION DE L'INFLATION ET DES TAUX D'INTERET

Nous présentons le contenu des entretiens concernant l'assurance vie. Ils ont concerné la gestion d'actifs, les évolutions des contrats d'assurance vie – épargne ainsi que la prévoyance et les rentes viagères. Est remonté un sujet de surveillance rapproché exercé par la profession : la gestion de la liquidité. Nous terminons par la synthèse commentée sur le sujet.

2.1 Retours sur les conséquences pour la gestion d'actifs en assurance Vie

En assurance vie, la gestion d'actif apparaît comme le premier levier qui a été impacté avant celui de l'évolution des produits commercialisés. On soulignera que la période précédente de taux bas ne militait pas pour des investissements à échéances longues. Dans le contexte de remontée des taux, même si les taux réels restent négatifs aujourd'hui, les assureurs se repositionnent sur des obligations à taux fixe (corporate ou souveraines) de durée plus élevée et augmentent la part des obligations indexées sur l'inflation et des dettes à taux variable. Par ailleurs, les actions cotées et l'immobilier (à travers l'indexation des loyers) offrent une couverture naturelle contre l'inflation. Toutefois l'évolution des valorisations constitue clairement un frein pour l'immobilier ainsi que pour le private equity qui s'était fortement développé au cours des dernières années.

Depuis plusieurs années, la durée des actifs décroissait régulièrement, du fait des taux obligataires bas puis négatifs, creusant un gap de plus en plus fort avec la durée des passifs. Pour l'ensemble des interlocuteurs interrogés, la reprise de l'inflation qui a entraîné une remontée des taux obligataires est une opportunité pour rétablir une gestion actif-passif plus équilibrée.

Les investissements en obligations dans ce nouvel environnement se pratiquent de façon différenciée selon l'historique et les caractéristiques des portefeuilles ainsi que les sensibilités aux évolutions des taux courts et longs.

Certains pratiquent une politique de dégagement de leurs titres courts en moins-values pour remonter leur taux de rendement.

D'autres ayant des caractéristiques de leur portefeuille avec des obligations anciennes à taux élevé (donc encore en plus-values latentes) les conservent et comptent utiliser par ailleurs des tombées importantes en 2023 et 2024 avec des réinvestissements à des rendements plus élevés.

Avec la reprise de l'inflation et depuis la fin 2022 la courbe des taux entre 1 et 10 ans s'est inversée, ce qui conduit les acteurs à faire des choix différents selon leurs anticipations de l'évolution des taux dans les prochains mois. Ainsi continuent à être privilégiées des obligations à durée courte par ceux qui anticipent de nouvelles futures hausses de taux.

Le taux des défaillances d'entreprises en 2023 est revenu au taux d'avant covid (2019), ce qui conduit les interlocuteurs investissant en obligations corporate à renforcer leurs analyses du risque crédit.

Le choix d'investissement entre obligations souveraines versus corporate se fait notamment selon le besoin de sécuriser ou non le bilan Solvabilité 2.

Ce contexte a pu être aussi mis à profit pour réduire un risque souverain fort (Etats fragiles de l'Europe du Sud) en arbitrando une partie de ce portefeuille contre des obligations corporate.

La gestion de la trésorerie est modifiée avec le retour des investissements en sicav monétaires ou en comptes à terme. Cependant la gestion des liquidités vise à les réduire à leur minimum indispensable dans le contexte actuel.

Bien que la valorisation des placements en actions ait baissé en 2022 dans les portefeuilles et que les placements en actions soient considérés comme des actifs de diversification qui peuvent générer de la performance, leur coût en capital avec Solvabilité 2 apparaît dissuasif comparé aux rendements obligataires pour les nouveaux investissements. Ce fort besoin de coût du capital nuit également aux futurs placements en infrastructure et en private equity.

Avec le maintien des valeurs immobilières fin 2022, alors que les obligations et actions s'inscrivaient en baisse, la part de l'immobilier est remontée mécaniquement dans les portefeuilles. C'est un avis partagé que les craintes sur ces actifs sont les plus importantes liées à la reprise de l'inflation et surtout de la remontée des taux d'intérêt.

Si de nouveaux investissements ne sont pas envisagés, les entreprises poursuivent leurs projets en cours et leurs travaux de revalorisation de certains immeubles.

Un des interlocuteurs indique que « le petit krach immobilier qui vient sera hétérogène (résidentiel moins que les commerces) ». Il touche aussi le tertiaire (ex: La Défense ou la Grande Couronne) dont le marché est également perturbé par les nouvelles habitudes de travail post-Covid avec le développement du télétravail.

Les assureurs devant assurer la liquidité de leurs contrats en cas de rachat d'unités de compte immobilières, certains évoquent le risque d'avoir à reprendre dans l'actif général les supports de ces unités de compte immobilières si leur marché se fige.

Ainsi, on ne constate donc pas de bouleversement de l'allocation stratégique, mais des adaptations sur la gestion tactique. Globalement, à date, les nouveaux investissements sont majoritairement réalisés en obligations à taux fixe et la recherche de diversification pour les nouveaux investissements a quasiment disparu.

2.2 Retours sur les conséquences pour les contrats d'assurance vie - épargne

Fonds Euro

Les taux de rendement servis par les assureurs fin 2022 ont augmenté par rapport à fin 2021 (près de 1,90% versus 1,40%) et ceci pour la première fois après de nombreuses années de baisse.

Les assureurs semblent avoir été surpris par la remontée plus rapide que prévue des taux servis en 2022 par les bancassureurs (environ 2%)

La collecte 2023 sur les Fonds Euro est pénalisée dans un contexte de concurrence des taux servis par le livret A, les sicav monétaires ou les comptes à terme. Il est observé une décollecte en 2023 avec des rachats en hausse sensible sur le territoire national mais encore plus marqués dans certains pays (Italie notamment). La remontée des taux d'emprunt pour l'acquisition de biens immobiliers a aussi accentué le volume des rachats. Pour faire l'acquisition d'un bien, certains assurés ont été contraints à puiser dans leur contrat d'assurance vie.

On assiste à un retournement total de stratégie - Fonds Euro versus Unités de Compte - chez la plupart des interlocuteurs interrogés. En effet la performance des Fonds Euro dépendant de leur bonne alimentation, certains acteurs ont décidé de profiter de la remontée des taux obligataires actuels pour lancer des campagnes commerciales agressives; par exemple en baissant voire supprimant les frais d'entrée.

Beaucoup considèrent que les taux servis en 2023 seront aussi importants pour la confiance des assurés quant à leurs possibles futurs versements voire leurs éventuels rachats. Ainsi le marché s'attend à une nouvelle hausse des taux servis en 2023.

La PPB (Provision pour Participation aux Bénéfices) qui se situe pour le marché aux alentours de 5,4% des provisions mathématiques sera sûrement en tout ou partie utilisée, mais la moyenne du marché cache de grandes disparités entre les compétiteurs selon les politiques de provisionnement suivies par le passé par chacun. Quoiqu'il arrive elle devrait être utilisée avec prudence pour pouvoir encore servir les années suivantes. Les assurés sont très sensibles au maintien du pouvoir d'achat de leur épargne et garder des réserves pour les années futures peut être encore fort utile.

Aucun de nos interlocuteurs rencontrés n'a décidé à ce stade de lancer un nouveau fonds Euro dédié à certains contrats. On peut raisonnablement se poser la question, si les taux obligataires restent durablement au niveau actuel, de voir si cette situation n'évoluera pas très bientôt, compte tenu des enjeux concurrentiels.

A noter cependant que quelques acteurs restent toujours méfiants vis-à-vis du Fonds Euro et continuent à privilégier les unités de compte pour leur développement. Ce sont ceux qui ont été le plus touchés par les garanties de capital par le passé qui gardent cette défiance

Si des réflexions commencent à être menées sur le fonds euro-croissance, aucune décision de relance n'a été constatée chez nos interlocuteurs rencontrés. Le produit est souvent jugé trop compliqué.

L'unanimité se fait sur le succès commercial du PER (Plan d'Épargne Retraite) considéré comme un excellent produit retraite et chacun envisage encore d'améliorer sa part de marché.

Il n'est pas apparu de problèmes importants concernant la Provision pour Risque d'Exigibilité (PRE), ni la Provision pour Dépréciation Durable (PDD) lors de nos interviews.

Unités de Compte (UC)

De nombreuses nouvelles unités de compte qui peuvent permettre des taux élevés sur 3-4 ans, avec des supports de fonds structurés ont été mises sur le marché. Ces produits rendus à nouveau possibles, grâce à la hausse des taux permettent, de proposer des offres attractives et performantes. Il convient d'être très vigilant quant à la clarté de la communication sur les garanties proposées aux assurés.

A l'inverse, l'offre d'unités de compte reposant sur des SCI ou des SCPI est ralentie voire fermée, compte tenu des inquiétudes sur le marché immobilier.

Les interlocuteurs confirment l'obligation pour les assureurs d'assurer la liquidité lors d'un rachat portant sur une unité de compte, même quand le support détenu par l'assureur n'est pas négociable.

Il n'est pas apparu de proposition de nouveaux indices ou de nouveaux véhicules indexés sur l'inflation lors de nos rencontres.

2.3 Retours sur les conséquences pour les contrats d'assurance vie – prévoyance et rentes viagères

En ce qui concerne l'assurance décès, le risque de mortalité n'est pas impacté par l'inflation. Cette dernière ne peut avoir comme conséquence que le besoin d'augmentation du capital assuré. Ce qui se réalise en assurance collective par la hausse des salaires.

Il est constaté une augmentation sensible des arrêts de travail (environ 20%), mais qui ne semble pas être un effet direct de l'inflation et les assureurs doivent faire face aux conséquences de la réforme des retraites dont l'impact est estimé à 7% sur 7 ans. Il y aura aussi augmentation des cotisations car les salaires qui constituent l'assiette des primes augmentent en lien avec l'inflation. Concernant les défaillances d'entreprises les perspectives vont plutôt vers des difficultés croissantes, comme le montre le suivi des encaissements des entreprises clientes. C'est un sujet de vigilance accru.

Plusieurs intervenants insistent sur le besoin de faire des économies de gestion fortes et de renforcer les équilibres économiques de la prévoyance collective.

Le sujet de la revalorisation des rentes devient encore plus problématique. Compte tenu des taux techniques escomptés pour déterminer la rente de base, il paraît très difficile de pouvoir envisager que leur revalorisation annuelle soit au niveau de l'inflation. Surtout si celle-ci se maintient durablement au niveau actuel. Or le sujet du maintien du pouvoir d'achat du crédit-rentier est un sujet sensible. Ainsi, on constate que les rentes continuent à perdre toute attractivité.

2.4 Retours sur les conséquences sur la gestion de la liquidité

Le risque de liquidité apparaît, à l'heure actuelle faible pour nos interlocuteurs. Cependant ce risque pourrait s'avérer très dangereux dans les futures années si la confiance des assurés dans le Fonds Euro disparaissait et entraînait une forte et longue décollecte avec une vague de rachats. Ce risque doit être matériel dans l'ORSA qu'établissent les sociétés dans le cadre de Solvabilité II.

Ainsi nous avons pu constater une grande attention à l'évolution de ce sujet pour anticiper le cas échéant les mesures à mettre en place.

Ainsi plusieurs interlocuteurs nous indiquent tenir des réunions hebdomadaires pour le suivi des marchés, des rachats et des arbitrages entre UC et le fonds Euro.

Une grande partie des assurés est très sensible au taux du livret A en comparaison des taux nets servis par les assureurs.

La PPB, quand elle est significative et mobilisable est un bon rempart.

Des stress tests de forts taux de rachats sont réalisés avec analyse de leur conséquence sur la pérennité de la société et sur les conséquences sur les actifs résiduels et l'éventuelle surpondération en immobilier

Le pilotage de la politique commerciale menée doit viser à conduire à des cash-flows positifs afin d'être relatif sur l'actif. Le pilotage sur l'euro et les UC doit être segmenté.

2.5 Synthèse des entretiens pour l'assurance vie

En vie (épargne) : la remontée des taux obligataires décidée par les banques centrales pour lutter contre l'inflation change considérablement les perspectives.

La bonne nouvelle c'est que l'assurance est sortie de cette période de taux bas et même négatifs qui était presque sans issue pour la gestion du Fonds Euro. Le ratio de couverture de solvabilité des contrats d'épargne s'est globalement amélioré à la fin 2022 car le besoin en capital lié au risque de marché a baissé. En ce sens l'inflation apparaît à court terme, plus comme une opportunité qu'une menace pour nos interlocuteurs.

Mais, depuis les années 90, nous n'avions connu qu'une longue et continue baisse des taux obligataires parallèlement à une baisse de l'inflation, avec un heureux retard de phase. Ce fut l'âge d'or du Fonds Euro qui non seulement garantissait le capital mais pouvait rémunérer l'épargne des assurés au-delà du maintien du pouvoir d'achat, le rendement et la sécurité, pendant une période de plus de 30 ans.

La reprise de l'inflation et la hausse des taux obligataires ont entraîné une dégradation de la valeur des actifs en stocks liés au contrat d'épargne. Les taux servis par les assureurs sont remontés en 2022, mais pas au niveau des taux dont les assurés peuvent bénéficier par ailleurs avec le livret A, les sicav monétaires ou les comptes à terme. Certes les assureurs qui ont eu la sagesse de constituer des PPB les années précédentes ont la possibilité de les dégager progressivement, voire de dégager leur réserve de capitalisation en arbitrants leurs obligations en portefeuille. Cependant, on peut raisonnablement se poser la question quant à la confiance future des assurés pour le Fonds Euro. Ainsi depuis le début de l'année, on assiste à une décollecte globale des contrats à versements libres épargne en assurance vie.

Chaque acteur doit donc être très vigilant quant aux risques de liquidité que ces flux négatifs peuvent entraîner et se doter d'une stratégie pour s'en prémunir.

D'autre part une poursuite d'un niveau d'inflation élevé, dans les prochaines années, devrait entraîner des répercussions de baisse des ratios de solvabilité des sociétés d'assurance vie.

Mais il ne faut pas, malgré le contexte financier, perdre de vue tout ce qu'apportent aux assurés les spécificités du droit des contrats d'assurance et leur fiscalité. Un contrat d'assurance doit rester plus qu'un banal produit d'épargne.

CHAPITRE 3

ASSURANCE NON-VIE : IMPACTS ET ENJEUX LIES AUX EVOLUTION DE L'INFLATION ET DES TAUX D'INTERET

3.1 Un choc adverse instantané

En préalable, il convient de rappeler que le coût des sinistres non-vie est très sensible à l'inflation en raison du lien direct avec les prix des biens (pièces détachées, matériaux de construction, ...) et des services (coût de la main d'œuvre, frais d'expertise, ...).

Il en résulte qu'une reprise de l'inflation à un niveau non anticipé, situation qui a prévalu en 2022, constitue un choc adverse pour les assureurs non-vie.

Les prévisions d'inflation prises en compte dans le calcul des provisions pour sinistres à payer et donc dans les tarifs sont en effet insuffisantes, ce qui se traduit au moment de la mise à niveau des primes et provisions par une perte technique. Cet impact est évidemment plus élevé pour les branches à développement long (RC, Construction, Corporels Auto...) au regard de l'importance des provisions pour sinistres à payer (PSAP)

Un facteur aggravant tient au fait que l'inflation du coût des sinistres non-vie est en réalité plus élevée que l'inflation générale calculée par l'Insee. Ainsi, le coût des sinistres matériels auto, mesuré par le SRA (Sécurité et Réparation Automobiles), est systématiquement plus important, de l'ordre de 2 à 4 points, selon les années (8,4% au premier semestre 2023). Il en est de même pour les sinistres RC et Corporels en raison de "l'inflation sociale" (jurisprudence des tribunaux) et règlementaire.

3.2 Les impacts financiers

Le choc adverse mentionné ci-dessus se traduit inévitablement par un déficit technique lié au recalcul des provisions avec des projections d'inflation plus élevées. Au bilan, côté passif, l'impact est donc négatif, les provisions sinistres devant être majorées du fait de l'inflation (sur la base des anticipations futures).

Côté actifs, l'impact en termes de valorisation, est négatif au regard de la composition des portefeuilles d'investissement des entreprises non-vie, comprenant une part majoritaire d'obligations à taux fixe, dont la valeur est affectée par la hausse des taux, même s'il y a une part de compensation avec les obligations indexées sur l'inflation.

Au global, l'actif net est ainsi impacté négativement par l'augmentation de l'inflation.

En matière de solvabilité, dans l'environnement S2, les effets négatifs sur le calcul des provisions (Best Estimate Liabilities) de la hausse de l'inflation trouvent une compensation dans l'augmentation du taux sans risque pris en compte dans la courbe des taux utilisée pour l'actualisation des provisions. Ainsi, avec la réduction du risque (SCR) de taux et une durée des actifs le plus souvent inférieure à celle des passifs, l'impact sur la solvabilité des compagnies non-vie est généralement positif.

3.3 La gestion de l'inflation par les entreprises non-vie

Les entreprises d'assurance non-vie, dans les années 70 et 80 maîtrisaient les conséquences de l'inflation, et même en période de basse inflation générale (les années récentes avant 2021) les sinistres restent sujets à une inflation plus forte.

Ainsi, dans certaines branches, notamment en Dommages aux Biens, les contrats sont à primes indexées fonction d'un indice, l'indexation s'appliquant également aux garanties et franchises. En revanche, dans d'autres branches (Santé, Auto), les tarifs, sauf exception en assurance collective qui est par ailleurs historiquement sous tarifiée, ne sont pas indexés automatiquement et doivent être revus annuellement en reflétant les anticipations d'inflation, avec le risque d'effet retard et de décalage entre anticipations et réalité.

Les assureurs ne disposent pas en effet de projection sectorielle de l'inflation et doivent donc s'appuyer sur les projections Insee ou celles des marchés financiers (swaps d'inflation par exemple) pour l'inflation générale auxquelles il convient d'ajouter une estimation de la "sur-inflation des sinistres" à partir par exemple de la moyenne historique constatée sur leurs portefeuilles.

Les enjeux restent ainsi limités en Assurance Santé et Emprunteurs et généralement limités en Dommages aux Biens grâce au mécanisme d'indexation inclus dans les contrats (cf. supra) mais plus forts en Auto (corporels) et RC, c'est-à-dire les branches à développement plus long. Il convient également de souligner qu'il convient, pour les contrats non indexés, de revoir non seulement les primes, mais aussi garanties et franchises.

On pourra également relever l'impact favorable, mais à court terme, de la réassurance, une partie plus importante des sinistres pouvant être, avec l'inflation, mise à la charge des réassureurs, mais cet effet s'inverse rapidement suite à la hausse ultérieure du coût des couvertures de réassurance (primes ou rétentions plus élevées).

3.4 Synthèse des entretiens pour l'assurance non-vie

Les entreprises non-vie ont retrouvé les réflexes de la gestion de l'inflation et, même si de façon instantanée, l'effet sur leur compte de résultat est négatif, dans la durée, avec la contribution des hausses tarifaires et de taux de rendement financier plus élevés, leur rentabilité s'en trouve généralement renforcée. Leur challenge concerne plus la bonne estimation des anticipations d'inflation afin d'éviter un effet retard dans la mise à niveau des primes et des provisions.

Un constat similaire peut être fait sur leur solvabilité qui bénéficie généralement d'une durée des actifs inférieure à celle des passifs, l'évolution dans le temps de leur ratio de couverture S2 étant elle aussi sujette à la correcte estimation de l'inflation future dans le calcul des provisions.

CHAPITRE 4

LA REASSURANCE : IMPACTS ET ENJEUX LIES AUX EVOLUTION DE L'INFLATION ET DES TAUX D'INTERET

En réassurance, pour les contrats proportionnels, les effets de l'inflation sur les sinistres sont partagés entre assureur et réassureur à concurrence de leur charge dans les sinistres. Mais il en est tout autrement pour les contrats non proportionnels. Les réassureurs ont à gérer les effets de l'inflation sur la totalité du risque et non pas uniquement sur la partie réassurée des sinistres, compte tenu de la franchise qui reste fixe. Des sinistres considérés comme demeurant en dessous de la franchise peuvent ainsi se retrouver au-dessus, du simple fait d'une augmentation due à l'inflation. Seule exception, les contrats XS automobile qui comprennent le plus souvent une clause d'indexation de la franchise et de la garantie, partageant ainsi les effets de l'indexation avec la cédante.

Les rentes indexées automobile qui constituent en moyenne 75 % du montant des gros corporels, amplifie également le montant de la charge annuelle.

L'absence d'inflation des années précédentes peut avoir conduit certains réassureurs à abandonner la clause d'indexation, ce qui risque de produire un effet très lourd sur la charge des gros corporels, dont la liquidation peut durer des dizaines d'années.

Dans tous les cas les réassureurs doivent anticiper les effets de l'inflation sur leur charge de sinistre pour établir leur tarification.

CHAPITRE 5

POLITIQUES RH : IMPACTS ET ENJEUX LIES AUX EVOLUTION DE L'INFLATION ET DES TAUX D'INTERET

5.1 L'influence de l'inflation sur les politiques RH du secteur de l'Assurance

Le secteur de l'Assurance a mené de tout temps et sur la durée une politique salariale fondée sur la négociation avec ses salariés et les Organisations Syndicales, lorsque celles-ci se sont manifestées.

Depuis de nombreuses années, les hausses accordées ont porté le plus souvent sur les augmentations au mérite et pour une part beaucoup plus réduite, sur les augmentations générales attribuées aux bas salaires.

Comme dans la plupart des secteurs d'activité, les salaires ont été décorrélés de la hausse des prix sur la très longue période de basse inflation.

Sa remontée brutale depuis début 2022, pourrait toutefois laisser craindre un changement de ce paradigme.

Quel impact observe-t-on à présent, et comment cette hausse a -t-elle été appréhendée par la profession?

Les réponses à cette question ont été variées, mais ce qui est apparu comme un consensus, est que le risque social interne n'est pas perçu comme majeur, ni le risque inflationniste sur les salaires.

Les Entreprises d'Assurances ont tenu compte de cette situation et la plupart d'entre elles ont accordé des augmentations générales, qui, cumulées avec les augmentations au mérite et l'usage des primes Macron sont un peu inférieures ou à peu près en ligne avec le niveau d'inflation.

Il y a eu cependant des tensions importantes sur les salaires des hauts potentiels, qu'il a été nécessaire de revoir à la hausse, pour les fidéliser. En effet les recrutements de certains profils sont difficiles et poussent leur demande de rémunérations à la hausse .

Et un sujet de préoccupation émerge dans de nombreux cas: la baisse de la productivité constatée ces dernières années. Les raisons divergent, qui vont du télétravail à l'absentéisme en très forte croissance, ou d'une moindre motivation. Pour diminuer les effets de l'augmentation des salaires, un chantier doit être engagé pour retrouver des gains de productivité.

Ainsi, compte tenu des mesures prises jusqu'à présent, et même si les négociations ont été quelquefois plus difficiles, il n'y a pas eu de conséquences sur le climat social.

Qu'en sera-t-il à l'avenir?

Si l'inflation se maintient durablement ,a minima autour de 2 à 3%, il est probable que la demande d'une hausse générale de salaire sera réclamée. Ce qui pourrait avoir pour conséquences de maintenir une inflation durable et on pourra revenir à une boucle prix/salaire, que l'on peut cependant espérer plus modérée que par le passé.

Plus que jamais, la nécessité de négociations avec les salariés et les organisations syndicales aura une importance capitale. Et c'est bien la voie retenue par les Entreprises de notre profession, pour contribuer à endiguer la spirale inflationniste.

CHAPITRE 6

POINT DE VUE DE SYNTHÈSE DU GROUPE DE TRAVAIL A PARTIR DES REMONTEES DES INFORMATIONS RECUEILLIES

Tous les acteurs du marché que nous avons rencontrés ont déclaré avoir été surpris par la hausse de l'inflation, même si elle a été dans notre pays, du fait des (coûteuses) politiques publiques de protection des consommateurs mises en œuvre, moins importante que chez nos voisins.

Pratiquement tous sont plus circonspects que les pouvoirs publics sur le rythme de la décrue, et sur le niveau « normal » futur, qui pourrait n'être atteint qu'en 2025, au motif que les économies sont en transformation : énergie, climat.

Ils s'attendent à un reflux des taux d'intérêt, à l'initiative des banques centrales une fois l'inflation maîtrisée, et à un retour de la courbe des taux à une forme normale. Une majorité s'attend à ce que les taux d'intérêt réels soient alors positifs.

Les conséquences de la période actuelle sur les assureurs varient selon les activités.

En vie épargne, l'élément dominant est la hausse des taux d'intérêt qui desserre l'étau qui résultait de taux nominaux très faibles, voire négatifs. La hausse des taux provoque néanmoins une hausse des rachats, compte tenu de l'attractivité du Livret A et des produits bancaires comme les SICAV monétaires et les comptes à terme qui offrent des rendements meilleurs. On assiste également à une baisse de la collecte liée à la hausse des taux des prêts immobiliers qui nécessitent un apport de cash beaucoup plus conséquent pour les acquéreurs. La pérennité des fonds euros repose sur une collecte nette positive ; c'est pourquoi on assiste globalement à un retournement de stratégie de nombreux opérateurs (Fonds euros versus Unités de compte). On constate que les amortisseurs que constituent la PPE ou la réserve de capitalisation dont disposent les assureurs fonctionnent.

En complémentaire santé, la hausse des coûts est importante, mais apparaît plus liée aux comportements et aux réformes administratives qu'à l'inflation. L'inquiétude exprimée est davantage de nature sociale (renoncement à l'assurance) que technique, dans la mesure où l'adaptation des cotisations est une gymnastique bien rodée.

En prévoyance comme en retraite, c'est le sujet de la revalorisation des rentes qui émerge, dans la même dimension sociale, les portefeuilles obligataires existants ne permettant pas de les revaloriser au niveau de l'inflation.

En dommages, c'est la dérive des coûts plus rapide que l'inflation qui est mise en avant, résultant d'éléments classiques comme le coût des pièces de rechange en réparation automobile, mais aussi des éléments en accélération comme le risque climatique (par exemples : grêle ou RGA (Retrait-Gonflement des Argiles), en plus des tempêtes. L'inflation en tant que telle n'est pas un problème pour les assureurs dommages qui ont eu à gérer ce type de situation dans le passé, mais ce changement inattendu peut s'avérer délicat. En termes financiers, l'écart entre les taux d'intérêt sans risque utilisés pour l'actualisation des provisions sinistres et les anticipations de taux d'inflation prises en compte dans le calcul des PSAP (Provisions pour Sinistres à Payer) constitue un enjeu essentiel, combiné au risque d'effet retard dans la mise à niveau des tarifs

Les conséquences de la hausse des taux sur les politiques d'investissement sont importantes : meilleur ALM tout d'abord, en revenant sur les politiques de raccourcissement de la durée des actifs largement pratiquées en période de taux très faibles, retour vers les produits de taux plus rémunérateurs et allègement des portefeuilles actions, infrastructure ou non coté, avec une inquiétude sur les actifs immobiliers pour l'hypothèse où la hausse des taux conduirait à une baisse importante des valeurs. Le retour vers les produits de taux a simultanément un effet positif sur les SCR. La question des anticipations de timing revêt une place importante dans les décisions d'investissement : pour certains acteurs, mouvement initial vers des obligations courtes dont les taux ont monté, dans l'attente d'une poursuite de la hausse des taux longs.

Enfin, les effets de la hausse de l'inflation sur le corps social ont conduit à un retour vers les hausses générales de salaires, avec un effort particulier vers les rémunérations modestes, les talents à retenir, et à la mobilisation de toute la palette d'incentives différenciés, sans que la masse salariale n'augmente plus

vite que l'inflation. Le sujet des métiers en tension conduit parallèlement à des hausses sur certaines spécialités.

La période d'inquiétude devant un phénomène nouveau, ou du moins non connu depuis des décennies, semble se dissiper avec une gestion globalement en bon ordre. Si la hausse des taux a été très importante et très rapide par rapport aux scénarios des stress test antérieurs, elle est pour l'instant restée dans les limites du supportable, y compris sur le fonds euro qui constitue une zone potentielle de fragilité.

COMMENTAIRE DU CLUB EN GUISE DE CONCLUSION

Au moment où nous finalisons cette étude sur les menaces et opportunités que l'inflation représente pour les entreprises d'assurances, le contexte économique semble évoluer : l'inflation semble amorcer son ralentissement, un peu plus tôt qu'anticipé. Les marchés s'attendent à ce que les banques centrales n'aient pas besoin de procéder à de nouvelles hausses des taux d'intérêt, et puissent engager bientôt la phase de décrue. Les taux de marché dès à présent se détendent, et les bourses accueillent cette situation par une reprise de la hausse. Seul l'immobilier apparaît plus durablement affecté.

Nous demeurons prudents sur ce que sera la réalité des évolutions économiques, dont l'inflation et les taux d'intérêt, notamment pour quatre raisons :

- Le pilotage de l'inflation n'est pas mécanique. il n'est pas rare que les banques centrales aient eu à gérer un rebond.
- L'environnement géopolitique demeure peu prévisible.
- Les conséquences de long terme des évolutions démographiques sur le marché de l'emploi, avec une raréfaction de la main d'œuvre notamment dans les grands pays industriels après des décennies d'abondance, vont se déployer sous le double effet de la transition démographique et de la poursuite du passage à la retraite des générations nombreuses du baby-boom.
- Les effets de la transition énergétique sur la productivité et le pouvoir d'achat sont devant nous.

Quoi qu'il en soit, si les bosses d'inflation et de taux d'intérêt se sont formées plus vite que simulées dans les stress tests, elles n'ont pas atteint une dimension telle qu'elle ait provoqué de dégât majeur à ce stade, qu'il s'agisse de défauts de paiement d'acteurs publics ou privés, même si des entreprises financières ou commerciales ou certains secteurs comme l'immobilier ont été atteints, et si la tension sur la notation de la dette publique de la France semble avoir augmenté. Il faudra davantage de recul pour faire un bilan d'ensemble. Le secteur de l'assurance pour sa part a globalement maintenu sa solvabilité, et repositionne à la baisse le sujet dans la hiérarchie des risques.

Les réactions des acteurs du marché ont été plus défensives qu'offensives, ce qui est logique face à ce qui a d'abord été perçu comme un risque. Un changement rapide de contexte est également généralement générateur d'opportunités, que nous n'avons pas vraiment constatées à ce stade, qu'il s'agisse de création de nouveaux produits ou d'émergence de nouveaux acteurs.

Le secteur de l'assurance vie est renforcé par la sortie de la contrainte très préjudiciable, imposée par les taux d'intérêt négatifs. Plus spécifiquement, la quasi-totalité des acteurs ont fait le choix de relance du fonds € afin de bénéficier de rendements obligataires plus élevés. Certains ont anticipé, dès fin 2022, une remontée des taux et ont lancé les actions commerciales ad hoc, d'autres, les plus nombreux, ont réagi quand ils ont constaté une augmentation significative de la décollecte de leur fonds.

Les secteurs des assurances de la personne, de responsabilité et de dommages ont pu mettre à profit le contexte de hausse des prix pour procéder à des réajustements tarifaires plus difficiles en période de stabilité, et vont bénéficier de produits financiers en hausse. Ils bénéficieront également de davantage de disponibilités pour s'adapter à la montée des risques récents, notamment climatiques et cyber, aux évolutions des technologies dont l'Intelligence Artificielle, de comportements des salariés face au travail, et à la pression consumériste relayée par les autorités publiques sur la réduction de leur coût d'intermédiation.

ANNEXE

TRAME DES ENTRETIENS

1. Anticipations

Q1 Voyez-vous l'inflation :

- Durable (quel horizon pour le retour à 2%/an) ?
- Forte (le pic pourrait être à combien en France et pour la zone euro) ?
- Avons-nous passé le pic de l'inflation ?
Quel niveau moyen anticipé pour les 2 prochaines années, dans vos prises de décision ?

Q2 Voyez-vous les taux d'intérêt à LT :

- Rebaissier bientôt, comme l'anticipent les taux forward ?
Monter, comme au début des années 80 ? Jusqu'à quel niveau : 3%, 6%, davantage ?

Q3 Que déduisez-vous de la courbe des taux actuels ?

Q4 Voyez-vous un risque social

- Faible ?
- Moyen ?
- Fort ?

2. Assurance vie

Q1 Actifs

- Pour faire remonter le rendement moyen, quelles évolutions dans la politique d'investissement ?
- Quels investissements privilégiez-vous ? Actions, immobilier, obligations (souveraines, entreprises, ...) ; infrastructures, Private Equity, autres ?
- Arbitrages obligataires ?
- Place de l'immobilier et vision de ses perspectives ?

Q2 Passifs épargne

Fonds Euro

- Taux moyen 2021 : 1,40%, quel niveau cible pour freiner la décollecte ?
- Quelle politique d'utilisation de la PPB constituée ?
- Maintien des contraintes UC ou réouverture à 100% pour augmenter les flux et profiter de la hausse des taux ?
- Projets de création de nouveau fond € dédié à certains contrats ?
- Quelle place envisagez-vous pour la commercialisation d'un fonds euro-croissance ?
- Allez-vous être confrontés à devoir doter de la PRE ou de la PDD ?

UC

- Quelles UC peuvent durablement battre l'inflation ?
- UC immobilières très majoritaires dans la collecte, avec un rendement moyen 2021 de 4,50%, est-ce suffisant pour que cela continue ?
- N'y a-t-il pas une option gratuite dans les contrats en ACAVI en offrant une liquidité permanente aux assurés ?
- Nouvelles UC obligataires, fonds de dettes, ... vous y croyez ?
- Produits structurés à capital garanti, c'est de nouveau possible, mais peuvent-ils battre l'inflation ?
- De nouveaux indices ou de nouveaux véhicules indexés sur l'inflation vont-ils apparaître ?

Q3 Passifs risques

Anticipation tarifaire risques longs

- Quel niveau de revalorisation pour les rentes retraite, invalidité ?

Q4 ALM

- Ces dernières années les liquidités étaient importantes. Le sujet étant le choix de leur emploi dans des actifs longs. Avec le retour de l'inflation, la gestion des liquidités ne sera-t-elle pas pour vous un souci ?

Q5 Marketing et politique de distribution

- Envisagez-vous la création de nouveaux produits ? Si oui, sous quelle forme ?
- Quelle(s) modification(s) envisagez-vous pour le traitement du devoir de conseil ?
- La commercialisation des contrats à versements libres s'est développée depuis leur création dans une période de baisse ou d'absence d'inflation, N'y a-t-il pas un risque de désaffection de ce marché dans ce nouveau contexte avec des sorties importantes? Si oui, comment y remédier ?

3. Assurance non- vie

Q1 Actifs

- Flux
- Arbitrage sur stock
- Actions
- Immobilier
- Taux (dont mobilisation de la réserve de Capi)

Q2 Passifs

- Quel niveau d'inflation observez-vous actuellement sur les sinistres (coût des corporels, pièces détachées, matériaux de construction, frais généraux, ...) et quelle anticipation d'inflation estimez-vous pour les années à venir?
- En conséquence, quels ajustements tarifaires retenez-vous pour les risques courts (1/2ans) et pour les risques longs (5/10 ans), tels que la RC Auto, RC générale ou l'Assurance Construction?
- Question similaire pour les provisions.

Q3 ALM

- Face à la remontée de l'inflation et à la hausse des taux d'intérêt, avez-vous fait évoluer votre politique ALM et votre politique d'investissement?

Q4 Solvabilité

- Quel est l'impact de la hausse de l'inflation sur le SCR et les ratios de solvabilité S2?

Q5 Marketing distribution

- La remontée de l'inflation vous conduit-elle à faire évoluer votre politique produits (contrats, garanties, ...) et votre politique de distribution?

4. Politiques RH

- Comment l'entreprise et la Direction des Ressources humaines sont-elles impactées par l'inflation ?
- Quelles sont les questions/demandes/exigences posées par vos salariés ?
- Quelles ont été les réponses apportées à court/moyen terme ?
- Quelles solutions voyez-vous pour la suite si l'inflation s'installe durablement ?
- Y a-t-il des sujets qui ne relèvent que de la profession de l'assurance ?
- Envisagez-vous de revoir votre politique de rémunération, de geler vos recrutements ?
- Quelles actions envisagez-vous pour attirer et conserver vos talents et hauts potentiels ?