

2.3 LE SECTEUR DE L'ASSURANCE AU LUXEMBOURG ³⁶

Le secteur de l'assurance joue un rôle essentiel dans l'économie de la zone euro, non seulement en raison de la couverture des risques supportés par les ménages et les entreprises, mais également du fait du montant des primes collectées et des investissements réalisés. Les sociétés d'assurance représentent en effet des investisseurs institutionnels importants qui participent, au même titre que les fonds d'investissement, au financement de l'économie.

Depuis la fin de l'année 2015, la Banque centrale du Luxembourg (BCL) a mis en place un système de collecte statistique des bilans et des portefeuilles de titres des sociétés d'assurance implantées au Luxembourg. Les données compilées par la BCL constituent une source d'information majeure pour analyser l'activité de ces intermédiaires financiers, dont le bilan agrégé atteignait 235,3 milliards d'euros à la fin de l'année 2020.

L'objectif de cette analyse est de présenter une vue d'ensemble de l'activité des sociétés d'assurance luxembourgeoises sur la base des données collectées par la BCL. Les principaux éléments à retenir de cette étude sont les suivants. Le secteur de l'assurance au Luxembourg repose essentiellement sur l'assurance vie, avec une forte prépondérance de contrats libellés en unités de compte. Le degré d'ouverture de ce secteur est relativement élevé, puisque près de 90 % des primes sont collectées dans des pays étrangers, au premier rang desquels la France, l'Italie et la Belgique. Du point de vue de leur allocation d'actifs, les sociétés d'assurance détiennent une grande proportion de titres à travers des organismes de placement collectif, une spécificité qui reflète en partie les synergies existantes avec le secteur des fonds d'investissement luxembourgeois. Enfin, l'environnement de taux d'intérêt bas des dernières années semble avoir encouragé les sociétés d'assurance à adopter un comportement de recherche de rendement, qui s'est notamment traduit par un allongement de la maturité résiduelle et une dégradation de la notation moyenne de leur portefeuille obligataire, ainsi que par une diversification accrue de leurs placements dans des classes d'actifs alternatifs.

Nous exposons d'abord les caractéristiques principales des sociétés d'assurance et leur environnement réglementaire, de manière à poser le cadre d'analyse de cette étude. Nous présentons ensuite les statistiques relatives à l'activité des sociétés d'assurance en termes de composition de bilan et d'allocation de portefeuille.

2.3.1 LES PRINCIPALES CATÉGORIES DE SOCIÉTÉS D'ASSURANCE

Dans le cadre de leur activité, les sociétés d'assurance s'engagent, contre le versement de primes, à compenser financièrement le détenteur de la police d'assurance pour les pertes qui ont été occasionnées par un événement spécifique. Les sociétés d'assurance peuvent être différenciées en trois catégories principales, selon la nature des risques qui sont pris en charge dans les contrats.

(i) Les *sociétés d'assurance vie* proposent des contrats dans lesquels l'assureur s'engage à verser au bénéficiaire un revenu en cas de décès, de départ en retraite ou de détérioration de la maladie du souscripteur. Les contrats d'assurance vie, qui sont la plupart du temps souscrits pour épargner de l'argent sur le long terme et procurer un complément de retraite, représentent une composante majeure de la richesse financière des ménages³⁷. Les contrats d'assurance vie dans lequel le capital est garanti, et qui sont généralement investis dans des titres à revenu fixe, rapportent un rendement moins élevé.

³⁶ Analyse rédigée par Julien Ciccone et Romuald Morhs, économistes-statisticiens au département statistiques. Les auteurs remercient Vittoria Leardi, Roland Nockels et Germain Stammel pour leur contribution à cette étude.

³⁷ Sur ce sujet, voir le Cahier d'Études BCL n°142 « *The Luxembourg Household Finance and Consumption Survey: Results from the Third Wave* », mars 2020.

Les contrats d'assurance vie libellés en unités de compte ne garantissent pas le capital mais offrent des rendements potentiellement plus élevés. Dans le cadre de ces contrats, le risque de marché est supporté par le souscripteur.

(ii) Les *sociétés d'assurance non-vie* couvrent les dépenses qui surviennent en rapport avec les dommages aux biens, la responsabilité civile et les risques d'accident relatifs à la personne. Leurs engagements sont essentiellement à court terme, puisqu'elles 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. Leur clientèle est composée de ménages et d'entreprises et leur activité englobe aussi bien les contrats d'assurance automobile et santé que la prise en charge de risques plus spécifiques liés, par exemple, au transport maritime et aérien, ou encore aux pertes d'exploitation liées à une catastrophe naturelle ou une cyberattaque.

(iii) Les *sociétés de réassurance*, moins connues du grand public, s'engagent à supporter le risque couvert par une autre société d'assurance. L'activité des sociétés de réassurance couvre principalement des risques avec des garanties très importantes, qui peuvent porter sur des contrats d'assurance vie ou d'assurance dommage. Les sociétés d'assurance transfèrent par exemple généralement le risque de catastrophe naturelle à des sociétés de réassurance, car la probabilité de survenance de ces événements est faible avec un risque de coût très élevé, qui peut même parfois dépasser leur niveau de fonds propres.

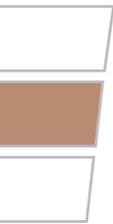
2.3.2 LE CADRE RÉGLEMENTAIRE DES SOCIÉTÉS D'ASSURANCE LUXEMBOURGEOISES

La loi du 7 décembre 2015 sur le secteur des assurances fixe le cadre réglementaire des sociétés d'assurance et de réassurance au Luxembourg. Ce texte transpose en droit luxembourgeois la directive européenne Solvabilité II, qui définit le montant minimal de fonds propres que les sociétés d'assurance et de réassurance doivent atteindre pour réduire leur risque de faillite, et renforce dans le même temps le rôle et les pouvoirs du Commissariat aux Assurances (CAA) dans la surveillance prudentielle de ces sociétés.

Etant donné la taille limitée du marché national, l'activité des sociétés d'assurance luxembourgeoises est, hormis pour quelques entités, largement orientée vers l'international. Ce processus d'internationalisation du secteur de l'assurance luxembourgeois a débuté à partir du milieu des années 1980, avec la mise en place d'un cadre réglementaire favorable à l'implantation de sociétés captives de réassurance. Dans le cadre d'une société captive de réassurance, l'entreprise crée elle-même une entité juridique dont l'objectif est de prendre en charge, pour l'ensemble des filiales du groupe, la totalité ou une partie des risques qui ont été souscrits auprès de compagnies d'assurance directe. Au Luxembourg, les provisions pour fluctuation de sinistralité, qui sont constituées par les maisons mères pour réduire le risque de solvabilité en cas de survenance d'un sinistre important, sont fiscalement déductibles.

L'internationalisation du secteur de l'assurance luxembourgeois s'est poursuivie dans les années 1990 avec la mise en place de la Directive européenne sur la Libre Prestation de Services (LPS). Cette Directive accorde aux sociétés d'assurance de l'Union Européenne (UE) un passeport européen qui leur permet d'exercer dans un autre pays de l'UE sans l'obligation d'y implanter une filiale. Ce cadre réglementaire, à l'origine de la création d'un marché européen unique de l'assurance, permet à une compagnie luxembourgeoise de commercialiser ses produits d'assurance dans les pays de l'UE et, par extension, dans les pays de l'Espace économique européen.

Dans le cadre de ce régime, de nombreuses sociétés étrangères ont installé leur siège social ou leurs succursales au Luxembourg pour la distribution transfrontalière de leurs produits, particulièrement dans le domaine de l'assurance vie. Les actifs de ces contrats étant souvent investis à travers des



fonds d'investissement, le développement de cette branche d'activité a notamment pu s'appuyer sur la présence d'un grand nombre de promoteurs dans ce domaine. En outre, les assureurs luxembourgeois ont pu bénéficier d'un débouché important avec la banque privée, qui a utilisé ces contrats comme éléments de structuration du patrimoine de ses clients.

Les contrats d'assurance vie luxembourgeois en unités de compte représentent des supports particulièrement attractifs pour les placements financiers d'une clientèle étrangère fortunée. Le cadre réglementaire permet en effet aux souscripteurs d'accéder à une large gamme de produits, que ce soit du point de vue de la diversité des actifs éligibles ou de la souscription de contrats en devises étrangères, mais également du point de vue des modalités de gestion, avec la possibilité de constituer des véhicules d'investissement personnalisés qui permettent de répondre à des objectifs spécifiques en matière de transmission ou de gestion de patrimoine.

Conformément à la Circulaire 15/3 du CAA, différents types de supports peuvent être proposés aux souscripteurs de polices d'assurance dans le cadre des contrats en unités de compte³⁸ : (i) le fonds externe, dans lequel les souscripteurs peuvent investir dans différents actifs à travers une large gamme de fonds d'investissement référencés ; (ii) le fonds interne collectif, qui fonctionne comme un organisme de placement collectif et dans lequel différents souscripteurs peuvent investir ; (iii) le fonds interne dédié (FID), qui est géré par un gestionnaire unique, tel que défini dans les règlements du CAA, et dont les actifs doivent être déposés sur un compte bancaire unique auprès d'un seul dépositaire ; et (iv) le fonds d'assurance spécialisé (FAS), dans lequel le souscripteur peut directement choisir les produits dans lesquels il veut investir.

Le cadre légal au Luxembourg offre par ailleurs un niveau élevé de protection aux clients des sociétés d'assurance à travers différentes dispositions. Le portefeuille d'actifs associé aux cotisations des souscripteurs doit notamment être déposé dans des comptes séparés auprès d'une banque dépositaire agréée par le CAA. Ce régime, connu sous le nom de triangle de sécurité, repose sur une convention tripartite entre la banque dépositaire, la société d'assurance et le CAA, ce dernier pouvant, le cas échéant, bloquer les actifs d'une société d'assurance luxembourgeoise directement auprès de la banque dépositaire afin de protéger les droits des souscripteurs. En outre, les souscripteurs disposent d'un super-privilege puisqu'ils bénéficient, en cas de faillite de la société d'assurance, de la priorité de remboursement sur toutes les autres parties prenantes, y compris l'État.

Enfin, l'une des particularités majeures de la réglementation luxembourgeoise est sa neutralité fiscale, de sorte que le régime fiscal qui s'applique aux souscripteurs ou aux bénéficiaires de contrats est celui de leur pays de résidence. Cette spécificité permet d'optimiser les aspects juridiques et fiscaux des contrats d'assurance vie luxembourgeois, et de renforcer leur attractivité internationale pour la gestion et la transmission de patrimoine.

2.3.3 L'ACTIVITÉ DES SOCIÉTÉS D'ASSURANCE AU LUXEMBOURG

Sur la base du règlement BCE/2014/50 relatif aux obligations de déclaration statistique applicables aux sociétés d'assurance, la BCL a élaboré un système de collecte statistique dont les caractéristiques sont détaillées dans la Circulaire BCL/2015/239. Conformément à cette circulaire, les sociétés d'assurance implantées au Luxembourg doivent notamment transmettre à la BCL un bilan trimestriel et un rapport titre par titre mensuel. La collecte statistique couvre les activités des sociétés

³⁸ La circulaire 15/3 du CAA relative aux produits d'assurance vie liés à des fonds d'investissement détermine les règles d'investissement des contrats en unités de compte. Conformément à cette circulaire, différentes catégories de fonds peuvent être proposés aux souscripteurs en fonction du montant minimal de capital souscrit et du niveau de fortune mobilière. L'annexe I de la circulaire 15/3 définit la liste des actifs éligibles et les limites d'investissement imposées en fonction de la catégorie du preneur d'assurance.

luxembourgeoises et des succursales au Luxembourg de sociétés étrangères³⁹. Son seuil a été fixé afin de garantir une couverture minimale de 95 % du montant de l'actif total des sociétés d'assurance implantées au Luxembourg. Les données agrégées pour l'ensemble du secteur, qui sont disponibles à fréquence trimestrielle depuis la fin de l'année 2015, sont extrapolées sur la base de l'actif total renseigné dans le rapport annuel des sociétés d'assurance⁴⁰.

2.3.3.1 Présentation générale

Avec un actif total de 235,3 milliards d'euros à la fin du mois de décembre 2020, le Luxembourg affichait une part de marché de 2,6 % de l'ensemble des sociétés d'assurance de la zone euro, les principaux pays étant, par ordre d'importance, la France, l'Allemagne et l'Italie, avec un actif total de respectivement 3 087,1 milliards d'euros, 2 594,5 milliards d'euros et 1 087,9 milliards d'euros, selon les données rapportées par l'Eurosystème.

Le tableau 1 présente l'évolution du nombre et de l'actif total des sociétés d'assurance au Luxembourg ventilée selon la nature de leur activité.

Tableau 1

Ventilation de l'activité des sociétés d'assurance luxembourgeoises

	ASSURANCE VIE ET MIXTE ¹⁾			ASSURANCE NON-VIE			RÉASSURANCE		
	NOMBRE DE SOCIÉTÉS	ACTIF TOTAL ²⁾	PRIMES ANNUELLES BRUTES ³⁾	NOMBRE DE SOCIÉTÉS	ACTIF TOTAL ²⁾	PRIMES ANNUELLES BRUTES ³⁾	NOMBRE DE SOCIÉTÉS	ACTIF TOTAL ²⁾	PRIMES ANNUELLES BRUTES ³⁾
2015	43	150,2	18,4	35	5,1	1,4	205	20,1	4,0
2016	44	159,7	19,6	33	5,4	1,6	194	20,2	3,7
2017	42	164,8	20,7	40	5,7	1,7	189	20,5	4,0
2018	40	166,7	19,8	41	6,1	1,7	187	21,1	4,0
2019	39	192,7	22,1	47	8,3	2,0	195	24,2	5,6
2020	35	198,4	18,3	41	12,6	2,3	192	24,3	5,5

Source : BCL

1) Les sociétés d'assurance mixte proposent à la fois des contrats d'assurance vie et des contrats d'assurance non-vie.

2) Encours en valeur de marché à la fin du mois de décembre, en milliards d'euros.

3) Cumul des primes brutes enregistrées sur l'ensemble de l'année, en milliards d'euros.

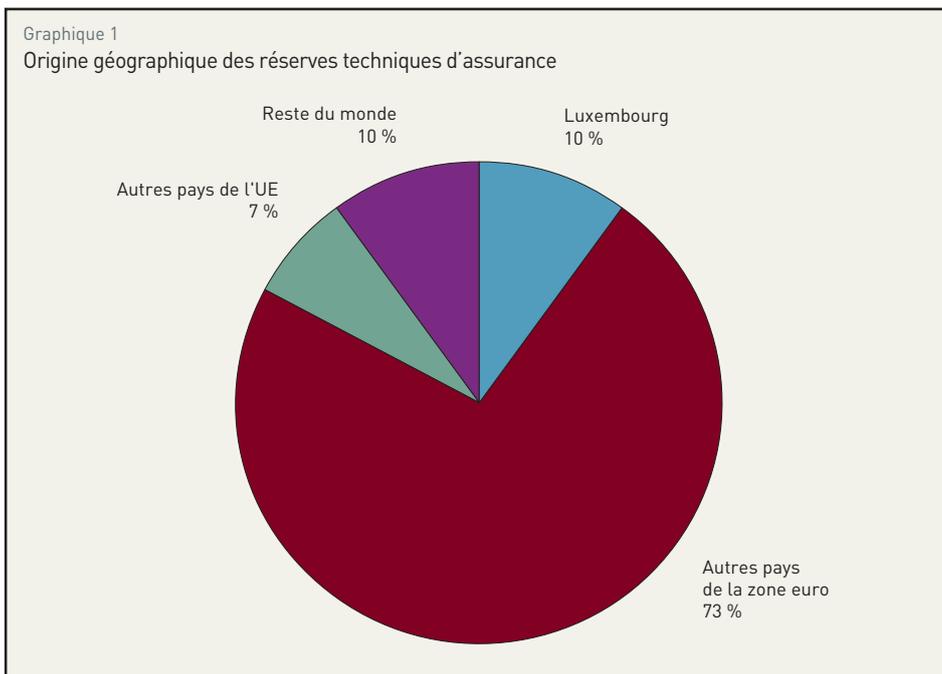
L'activité des sociétés d'assurance luxembourgeoises a sensiblement progressé au cours des dernières années pour atteindre 235,3 milliards d'euros à la fin du mois de décembre 2020, répartie entre 268 entités. En 2019, la hausse des primes enregistrées par les différentes branches d'activité a été favorisée par le Brexit, avec la relocalisation au Luxembourg de plusieurs sociétés d'assurance opérant historiquement au Royaume-Uni⁴¹.

À la fin du mois de décembre 2020, l'assurance vie et mixte représentait 84,3 % de l'activité des assureurs luxembourgeois, suivie par la réassurance et l'assurance non-vie. Avec un actif moyen de l'ordre de 5,7 milliards d'euros, la taille des sociétés d'assurance vie et mixte était nettement plus élevée que celle des autres catégories d'assurance. Le secteur était par ailleurs fortement concentré, puisque les

39 La collecte statistique de la BCL est basée sur l'approche du pays hôte. Les statistiques du CAA, qui reposent sur les rapports prudentiels Solvabilité II, couvrent l'activité des succursales de sociétés étrangères au Luxembourg et l'activité consolidée des sociétés luxembourgeoises au Luxembourg et à l'étranger (approche du pays d'origine).

40 Les tableaux statistiques sur l'activité des sociétés d'assurance sont disponibles sur le site internet de la BCL. https://www.bcl.lu/fr/statistiques/series_statistiques_luxembourg/16_assu_et_fdp/index.html.

41 Voir à ce sujet le rapport annuel 2019-2020 du Commissariat aux Assurances.



Source : BCL

cinq entités les plus importantes totalisaient à elles seules environ 85 % de l'activité de l'ensemble des sociétés d'assurance.

À l'instar du reste de l'industrie financière au Luxembourg, le secteur de l'assurance est très largement ouvert sur l'extérieur. Toutefois, l'activité reste principalement orientée sur le continent européen, puisque 90 % des réserves techniques d'assurance provenaient, à la fin de l'année 2020, des pays de l'UE. La France, l'Italie, la Belgique et l'Allemagne concentraient à elles seules près des deux tiers des primes collectées par les sociétés d'assurance au Luxembourg.

2.3.3.2 La structure du bilan

Le tableau 2 présente le bilan agrégé des sociétés d'assurance au Luxembourg ventilé selon la nature de leur activité. Les données sont présentées à la valeur de marché.

Tableau 2

Bilan agrégé des sociétés d'assurance selon la nature de leur activité

(encours en fin de période, milliards d'euros, décembre 2020)

(en %)	ASSURANCE VIE ET MIXTE		ASSURANCE NON-VIE		RÉASSURANCE	
	ENCOURS	% DU TOTAL	ENCOURS	% DU TOTAL	ENCOURS	% DU TOTAL
Actif						
Dépôts	16,3	8,2	0,7	5,4	2,9	12,1
Prêts	0,4	0,2	0,4	3,3	6,3	25,7
Titres de créance	38,6	19,4	7,0	55,4	4,1	17,0
Actions et autres participations	111,6	56,2	1,2	9,8	5,5	22,8
Parts d'OPC	91,0	45,8	0,7	5,4	4,8	19,9
Actions cotées	16,4	8,2	0,1	1,1	0,2	1,0
Actions non cotées et autres participations	4,3	2,2	0,4	3,3	0,5	1,9
Actifs non financiers	0,1	0,1	0,3	2,2	0,1	0,5
Réserves techniques d'assurance	23,2	11,7	0,8	6,5	2,2	9,2
Autres actifs et produits financiers dérivés	8,3	4,2	2,2	17,4	3,1	12,6
Passif						
Emprunts	0,5	0,3	0,3	2,2	0,8	3,4
Titres de créance émis	0,5	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Capital	2,4	1,2	1,2	9,8	2,5	10,2
Réserves techniques d'assurance	189,1	95,3	6,0	47,8	13,9	57,3
Libellées en unités de compte	139,6	70,3				
Non libellées en unités de compte	49,5	25,0				
Autres passifs et produits financiers dérivés	5,9	3,0	5,1	40,2	7,1	29,1
Actif / Passif total	198,4	100	12,6	100	24,3	100

Source : BCL

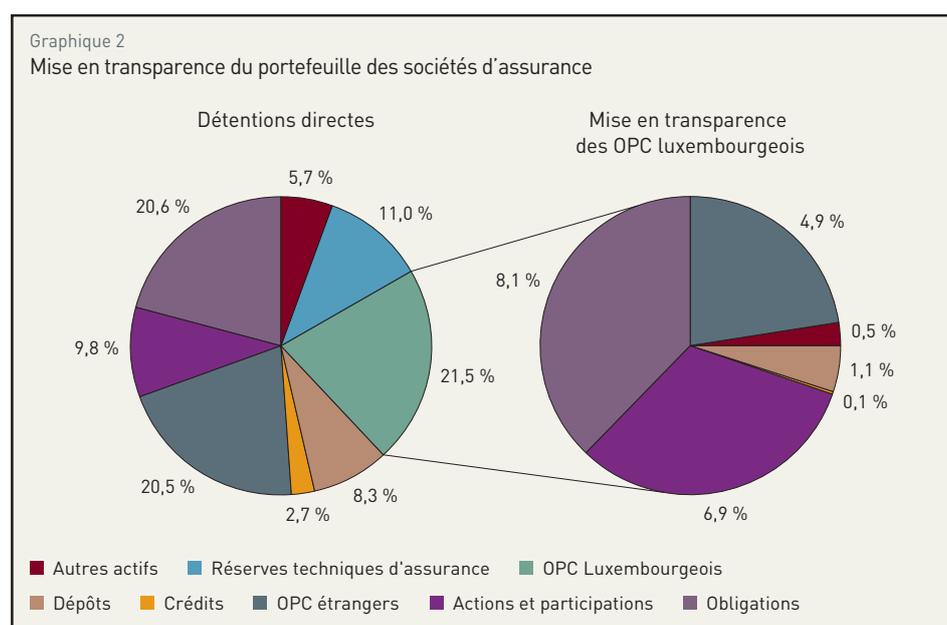
À la fin du mois de décembre 2020, les réserves techniques d'assurance représentaient plus de 95 % de l'ensemble des ressources des sociétés d'assurance vie et mixte, et près des trois quarts de ces réserves portaient sur des contrats libellés en unités de compte. Avec un encours de 91,0 milliards d'euros, les parts d'OPC constituaient le principal poste du portefeuille de ces sociétés, la moitié de ces détentions étant par ailleurs émises par des fonds d'investissement luxembourgeois. Le portefeuille obligataire, avec une valeur de marché de 38,6 milliards d'euros, représentait quant à lui 19,4 % de l'actif du bilan de ces sociétés. Ces titres, qui rapportent comme rémunération offerte aux souscripteurs un rendement fixe, sont davantage utilisés dans les contrats en capital garanti, c'est-à-dire non libellés en unités de comptes. Enfin, les réserves techniques d'assurance représentaient le troisième poste du bilan à l'actif de ces sociétés, avec un encours de 23,2 milliards d'euros. Les montants détenus dans cette rubrique correspondent à un transfert de risque vers des sociétés de réassurance, principalement effectué avec des entreprises liées dans le cadre de contrats en capital garanti.

Du point de vue de leur passif, les sociétés d'assurance non-vie et les sociétés de réassurance affichaient un ratio de capital élevé, une particularité qui s'explique non seulement par le besoin de disposer d'un coussin capable d'absorber le paiement des indemnités en cas de survenance d'un risque, mais aussi par la présence de sièges sociaux qui centralisent les fonds propres du groupe au Luxembourg pour l'ensemble de leurs succursales européennes. Les autres passifs avaient en outre un poids plus important dans le bilan de ces entités, représentant respectivement 40,2 % et 29,1 % de l'ensemble de leurs ressources. Dans le cas des sociétés d'assurance non-vie, cette particularité s'explique principalement par les montants que les maisons mères doivent payer aux autres entreprises du groupe. En ce qui concerne la réassurance, la rubrique « autres passifs » inclut également, pour certaines entités, les provisions pour fluctuation de sinistralité constituées par les sociétés captives.

En ce qui concerne la composition de leur portefeuille, les sociétés d'assurance non-vie se distinguaient par une part élevée de titres à rendement fixe, qui représentait, à la fin de l'année 2020, 55,4 % de leur actif total. En prenant en considération les détentions indirectes, les sociétés de réassurance accordaient également un poids important aux obligations dans leur allocation d'actifs. En effet, la majorité des parts d'OPC détenues par ces entités reflète l'existence de structures à double niveau, dans lesquelles le portefeuille obligataire de la société de réassurance est détenu par le biais d'un fonds d'investissement appartenant au même groupe. Enfin, les sociétés de réassurance s'illustraient par des montants relativement élevés de prêts, ces derniers correspondant essentiellement à des créances accordées par les captives à des entreprises liées.

2.3.3.3 La composition du portefeuille

La collecte statistique titre par titre de la BCL contient des informations granulaires sur les détentions de titres, qui permettent d'analyser de manière plus détaillée la composition du portefeuille des sociétés d'assurance.



Source : BCL

Cette base de données permet tout d'abord de mettre en transparence les titres détenus de manière indirecte à travers les fonds d'investissement luxembourgeois, pour lesquels la BCL effectue une collecte statistique sur les bilans et les portefeuilles de titres. D'un point de vue méthodologique, l'exercice consiste à recouper l'information entre ces deux collectes statistiques et à remplacer les parts d'OPC luxembourgeois dans le bilan des sociétés d'assurance par une proportion équivalente d'obligations, actions et autres placements détenus par ces OPC. Le graphique 2 illustre cette mise en transparence du portefeuille des sociétés d'assurance pour la période de référence de décembre 2020.

La base de données titre par titre permet par ailleurs de mettre en exergue la ventilation géographique et monétaire du portefeuille de titres. Après mise en transparence des OPC luxembourgeois, les sociétés d'assurance affichent un biais régional significatif, que ce soit en termes de pays ou de devise d'investissement (tableau 3). À la fin de l'année 2020, ces dernières détenaient principalement des titres émis par des résidents de la zone euro (58,0 %) et des titres émis en euros (64,1 %). Cette préférence relative pour les actifs régionaux est par ailleurs plus marquée au niveau des détentions de parts d'OPC, avec une forte concentration des positions sur la France, l'Irlande et l'Allemagne.

Tableau 3

Ventilation géographique et monétaire du portefeuille de titres
(valeurs en fin de période)

	DÉC. 2016	DÉC. 2018	DÉC. 2020
Titres de créance (encours en milliards d'euros)	57,3	62,0	71,5
<i>Titres émis par des résidents de la zone euro (%)</i>	60,4	59,7	56,4
<i>Titres émis en euros (%)</i>	74,6	74,4	73,8
Actions et participations (encours en milliards d'euros)	29,9	32,1	40,3
<i>Titres émis par des résidents de la zone euro (%)</i>	46,3	45,5	34,2
<i>Titres émis en euros (%)</i>	45,5	44,4	35,4
Parts de fonds d'investissement (encours en milliards d'euros)	42,2	49,9	56,2
<i>Titres émis par des résidents de la zone euro (%)</i>	70,0	72,2	77,1
<i>Titres émis en euros (%)</i>	67,3	70,0	72,4
Total (encours en milliards d'euros)	129,4	144,0	168,0
<i>Titres émis par des résidents de la zone euro (%)</i>	60,3	60,9	58,0
<i>Titres émis en euros (%)</i>	65,5	66,2	64,1

Sources : BCL, BCE

La composition du portefeuille obligataire des sociétés d'assurance qui représentait, à la fin du mois de décembre 2020, 30,3 % du total de l'actif après mise en transparence des OPC luxembourgeois, peut également être analysée de manière plus approfondie à partir de la base de données centralisée sur les titres de la Banque centrale européenne (en anglais, CSDB, *Centralised Securities DataBase*). Cette source fournit en effet des informations détaillées sur les titres de créances dotés d'un code ISIN, en particulier du point de vue de leur maturité résiduelle, de leur taux de coupon et de leur notation.

Le tableau 4 présente l'évolution du profil de risque du portefeuille obligataire des sociétés d'assurance au Luxembourg, en données transparentes, c'est-à-dire en incluant les détentions indirectes de titres par le biais des fonds d'investissement luxembourgeois. Au cours des dernières années, le niveau historiquement bas des taux d'intérêt a fortement pesé sur la rentabilité de ces sociétés⁴². Afin de

42 L'environnement de taux d'intérêt bas affecte la rentabilité des sociétés d'assurance de deux manières, d'une part, à travers les rendements offerts sur les titres à revenu fixe, et d'autre part, à travers le taux d'actualisation utilisé pour calculer la valeur des flux futurs dans le remboursement des assurés. Voir à ce sujet l'article de la BCE « *Euro area insurers and the low interest rate environment* », Financial stability review, novembre 2015, pp. 134-146.

compenser la faiblesse des taux de coupon sur le renouvellement des obligations arrivant à échéance, ces dernières ont adopté un comportement de recherche de rendement qui s'est traduit par une augmentation de la maturité résiduelle et par une dégradation de la notation moyenne des titres détenus. La proportion de titres de créance émis par le secteur privé, qui représentait, à la fin de l'année 2020, 74,2 % de l'ensemble du portefeuille obligataire des sociétés d'assurance, est quant à elle restée relativement stable au cours de la période sous revue.

Tableau 4

Évolution du profil de risque du portefeuille obligataire(valeurs en fin de période⁴³)

	DÉC. 2016	DÉC. 2018	DÉC. 2020
Maturité résiduelle (années)	7,3	7,1	7,6
Taux du coupon (%)	3,3	3,1	2,7
Notation (%)			
AAA	21,1	18,1	15,5
AA	23,6	21,7	19,3
A	22,3	23,5	26,9
BBB	25,0	25,8	26,2
< BBB	8,0	10,9	12,1
Titres émis par le secteur privé (%)	73,9	73,9	74,2

Sources : BCL, BCE

L'environnement de taux d'intérêt bas a également amené les sociétés d'assurance à diversifier leur portefeuille, de manière à obtenir des rendements plus élevés et/ou décorrélés des classes d'actifs traditionnels. Cette stratégie de diversification s'est notamment traduite par une hausse croissante de la proportion de parts détenues dans des fonds d'investissement alternatifs, qui est passée de 3,6 % à 4,8 % du total de l'actif entre décembre 2016 et décembre 2020. À la fin de la période sous revue, les encours des placements des sociétés d'assurance dans les fonds immobiliers, les *hedge funds* et les autres fonds, qui regroupent principalement les fonds de capital investissement, les fonds d'infrastructure et les fonds de dette privée, atteignait respectivement 2,7 milliards d'euros, 5,2 milliards d'euros et 3,4 milliards d'euros.

Tableau 5

Exposition des sociétés d'assurance aux fonds d'investissement alternatifs

(encours en fin de période, milliards d'euros)

	DÉC. 2016	DÉC. 2018	DÉC. 2020
Fonds immobiliers	1,6	1,9	2,7
Hedge funds	2,6	4,5	5,2
Autres fonds	2,5	2,5	3,4
Total actifs de diversification	6,7	8,9	11,3
<i>En % du total des actifs</i>	3,6	4,6	4,8

Sources : BCL, BCE

43 L'information disponible dans la CSDB pour la notation des titres de créance couvre environ 80 % de l'encours total du portefeuille obligataire des sociétés d'assurance après mise en transparence des OPC luxembourgeois.



2.3.4 CONCLUSION

La collecte statistique sur les sociétés d'assurance permet de compléter et d'enrichir les bases de données existantes sur le secteur financier luxembourgeois. Les statistiques compilées par la BCL représentent une source d'information majeure pour analyser le comportement d'investissement de ces entités et leur rôle dans le financement de l'économie.

L'objectif de cette étude était d'apporter un éclairage sur l'activité des sociétés d'assurance au Luxembourg, et de mettre en avant les spécificités de ces intermédiaires financiers du point de vue de la composition de leur bilan et de leur portefeuille de titres. Les principales conclusions de cette étude sont les suivantes. L'activité des sociétés d'assurance au Luxembourg repose essentiellement sur des contrats d'assurance vie libellés en unités de compte. À l'instar du reste de l'industrie financière au Luxembourg, ce secteur est largement orienté vers l'étranger, avec une forte concentration de la clientèle dans l'Union européenne. Du point de vue de la structure de leur bilan, les sociétés d'assurance détiennent une large proportion de leurs actifs à travers des parts d'OPC, dont la majeure partie est émise par des fonds d'investissement luxembourgeois. Enfin, l'évolution de la composition du portefeuille au cours des dernières années suggère que, dans un environnement de taux d'intérêt bas, les sociétés d'assurance ont modifié le profil de risque de leurs détentions de titres. Cette évolution s'est notamment traduite par un allongement de la maturité résiduelle et une dégradation de la notation moyenne de leur portefeuille obligataire, ainsi que par une diversification accrue de leurs placements dans des classes d'actifs alternatifs.