

**Les placements des compagnies françaises
d'assurances sur la vie (1860-1939)**

par

Pierre-Cyrille Hautcoeur^a

et

Patrick Verley^b

**Communication au Congrès international d'histoire économique
Madrid, 24-28 août 1998.**

version provisoire

^a Université d'Orléans, LEO et DELTA.

^b Université de Paris I.

Les placements des compagnies françaises d'assurances sur la vie (1860-1939)

Pierre-Cyrille Hautcoeur

Patrick Verley

Les années récentes ont vu un retour de l'attention portée au rôle joué dans le développement financier par les intermédiaires financiers non bancaires, en particulier les investisseurs institutionnels¹. Cette étude est facilitée par la bonne connaissance de l'histoire de ces institutions qui existe dans les pays anglo-saxons, et par son développement récent en Allemagne, aux Pays-Bas ou en Espagne². En France, si les caisses d'épargne et la Caisse des dépôts ont été étudiés, les compagnies d'assurances ou de capitalisation sont restées largement négligées, alors même que leur rôle financier semble aujourd'hui essentiel. Ce travail propose donc une première exploration de ce sujet. Nous examinons d'abord l'importance de l'activité des compagnies d'assurances sur la vie, et la comparons à divers indicateurs de l'activité financière en France comme à son développement à l'étranger. Etant donné le caractère central du placement dans l'activité de l'assurance-vie, nous concentrons ensuite notre analyse sur les politiques de placement. Plus précisément, nous cherchons à établir un lien entre le développement de l'activité d'assurance-vie et les placements effectués par les compagnies, que ce soit de leur propre choix ou du fait des contraintes réglementaires qu'elles subissaient.

1 - La faiblesse relative des compagnies françaises d'assurances-vie.

Bien qu'anciennes les Compagnies françaises d'assurances-vie ne lèvent qu'un volume limité de capitaux jusqu'aux années 1870. Dans les années 1860 encore les capitaux nouvellement assurés dans l'année ne dépassent pas 200 millions. Les années 1870 constituent une rupture dans l'histoire de l'assurance-vie française; de nombreuses sociétés nouvelles se créent³, et le montant des capitaux assurés augmente considérablement, atteignant un maximum de 600 millions à la veille du krach de 1882. L'assurance-vie atteint alors un stade de maturité qui semble augurer un rattrapage des autres pays. Il semble donc naturel de commencer notre étude à ce

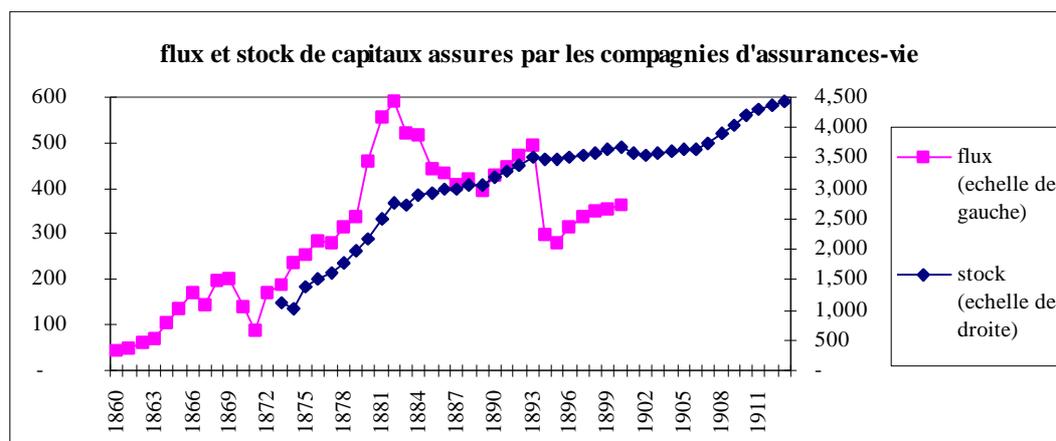
¹ Cf. Les travaux nombreux sur l'impact de la création de fonds de pension en France et le contraste entre les systèmes de retraite par répartition et par capitalisation. Les travaux étudiant largement le système financier, y compris les intermédiaires non bancaires furent importants dans les années 1960 aux Etats-Unis (cf. Les travaux de R. W. Goldsmith).

² Pour les Etats-Unis, outre R. Goldsmith, on doit citer L. Davis, A. Brimmer (1962), M. Keller (1963), H. Moulton (1938), B. Pritchett (1977), E. White (1997), L. Zartman (1906). Par ailleurs on peut citer en Angleterre B. Supple (1970), O. Westall (1984) (en plus de nombreuses histoires d'entreprises), en Allemagne P. Borscheid (1988), en Espagne E. Frax et M. J. Matilla (1996), etc.

³ Les encours des capitaux assurés des 15 ou 16 principales compagnies représentent la presque totalité des activités françaises d'assurances-vie - les mutuelles n'étant longtemps que peu importantes. Au 31/12/1910, l'encours des sociétés

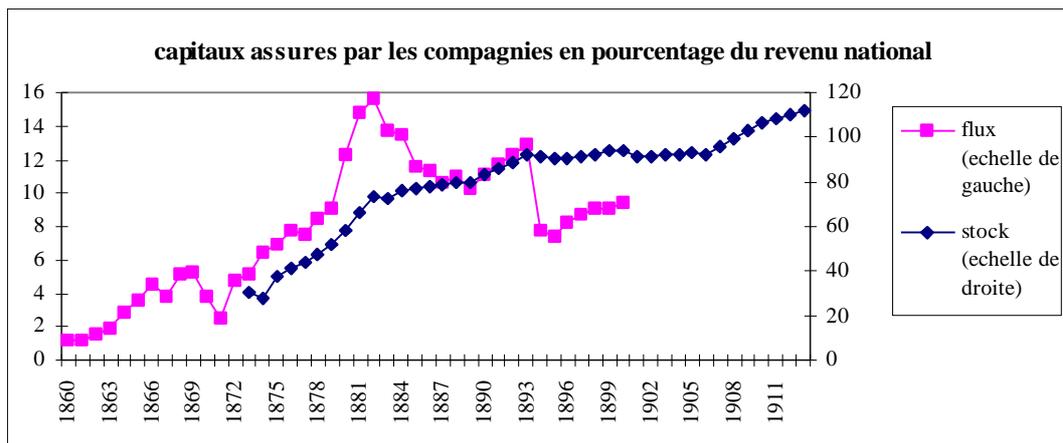
moment. La première guerre mondiale constitue une autre rupture, par les pertes qu'elle inflige aux compagnies et l'inflation qu'elle déclenche, avec des répercussions considérables sur les placements à revenu fixe des compagnies. Cette seconde rupture justifiera ci-après une étude séparée des explications valables pour les périodes antérieure et postérieure à la grande guerre.

La faiblesse de l'accroissement démographique français n'était certes pas favorable au développement absolu des activités. Mais même rapportés au nombre d'habitants, les encours de capitaux assurés plafonnèrent à partir du début des années 1890, ne marquant qu'une timide reprise entre 1905 et 1914. En effet les capitaux nouvellement levés chaque année s'effondrèrent véritablement à partir du krach de 1882 qui vit la faillite de plusieurs compagnies et une véritable reprise ne s'amorça que quelques années avant la Première guerre.



La conjoncture des années 1880-1895, marquée par un fléchissement de la croissance n'était sans doute pas favorable à ce développement, même si l'incertitude conjoncturelle aurait pu inciter les agents à développer une épargne de précaution ou une épargne-retraite sous forme d'assurance-vie. Mais le plafonnement des capitaux assurés ne résulte pas d'un ralentissement de la croissance puisque leur rapport au montant du revenu national s'accroît jusque vers 1895, pour diminuer ensuite. Ce recul n'est pas qu'une réaction de court terme au krach de 1882, car les capitaux annuellement levés décroissent en pourcentage du revenu national de manière quasi constante jusqu'en 1905, la reprise postérieure pouvant même n'apparaître que comme un mouvement de court terme.

anonymes d'assurance vie était de 4.584 millions de francs, celui des mutuelles de 153 millions, soit respectivement 96,8 et 3,2 %.



La faiblesse du développement en comparaison des autres pays est aussi manifeste. Il ne s'agit pas, en France, du retard d'une activité qui aurait démarré bien plus tôt en Grande-Bretagne. Aucun rattrapage ne s'opère alors que les niveaux de revenu national par tête tendent, au début du XX^e siècle, à converger. Malgré un relatif resserrement de l'écart avec les pays anglo-saxons, touchés par la dépression durant les années 1870, la faiblesse des assurances-vie françaises n'en reste pas moins très grande. En Allemagne, où le revenu national par tête reste encore inférieur dans les années 1870, les assurances progressent plus vite.

	Nombre de polices-vie pour 1000 habitants		Valeurs de ces polices par habitant (en livres sterling) ⁴	
	1870	1880	1870	1880
Grande-Bretagne	26,2	23,5	12,9	11,3
États-Unis	19,4	14,4	10,5	6,2
Allemagne	12,0	17,6	1,6	2,8
France	3,6	5,5	1,4	2,3
Autriche	2,5	4,5	-	0,5
Canada	10,5	10,7	3,7	3,8

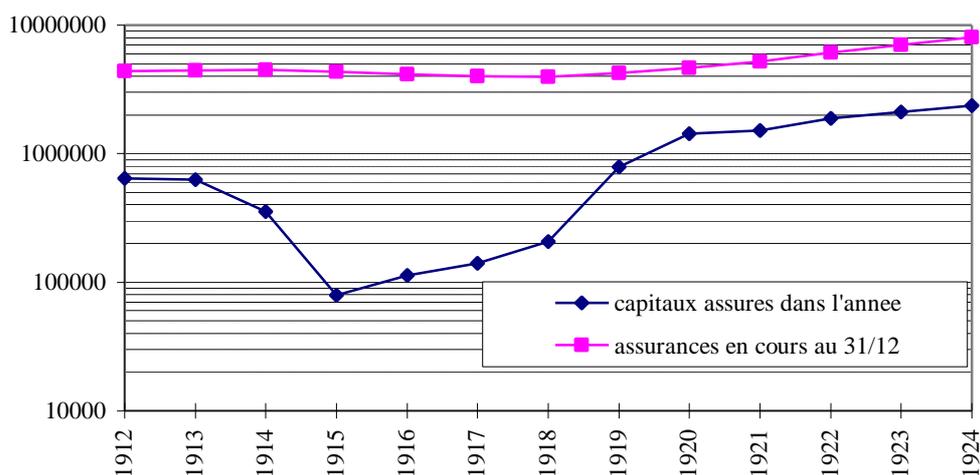
En 1905, les capitaux assurés par les compagnies en Grande-Bretagne s'élevaient à 15,9 milliards de francs⁵, soit à 412 francs par habitant, en France à 3,64 milliards, soit 93 francs par habitant. Les sommes par habitant étaient dans un rapport de 1 à 4,9 en 1880; elles restent dans un rapport de 1 à 4,4 en 1905. Aux Etats-Unis non seulement les capitaux assurés par habitant étaient beaucoup plus élevés, mais leur croissance s'y faisait de manière beaucoup plus régulière.

La période qui s'écoule entre 1914 et 1946 est la pire de l'histoire de l'assurance en France. Selon presque tous les indicateurs disponibles, la guerre et les années d'inflation voient un recul considérable de l'activité, les entreprises ne parviennent pas à relancer leur activité avant la fin des années 1920 et demeurent à la veille de la

⁴D'après les données recueillies M.G. Mulhall, *The dictionary of Statistics*, 1909, p.330.

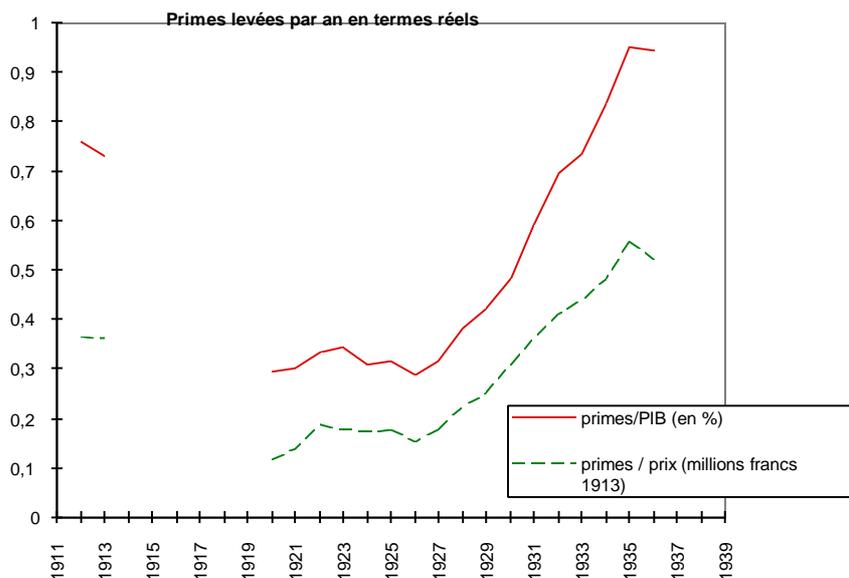
⁵Chiffre donné dans T. Jourdan, *Etude sur la loi du 127 mars 1905 relative à la surveillance et au contrôle des sociétés d'assurance sur la vie et de toutes les entreprises dont les opérations desquelles intervient la durée de la vie humaine*, Paris, Larose et Ténin, 1908, p.13.

seconde guerre mondiale bien en dessous de leur position de 1914. Ce déclin ne semble pas résulter de la guerre seule, car il est plus profond et durable que dans d'autres activités alors que l'impact direct de la guerre sur l'activité des compagnies est relativement faible. Ainsi, il ne semble pas que des retraits importants (par rachat des contrats) aient eu lieu⁶, et si les nouveaux contrats connaissent une chute brutale (87% de 1913 à 1915), la reprise est rapide et l'impact total de la baisse des nouveaux contrats sur les montants totaux assurés est modéré, de l'ordre de 12% (graphique). De même une augmentation importante des primes impayées eut lieu durant la guerre, mais leur rattrapage fut en général rapide au lendemain du conflit.



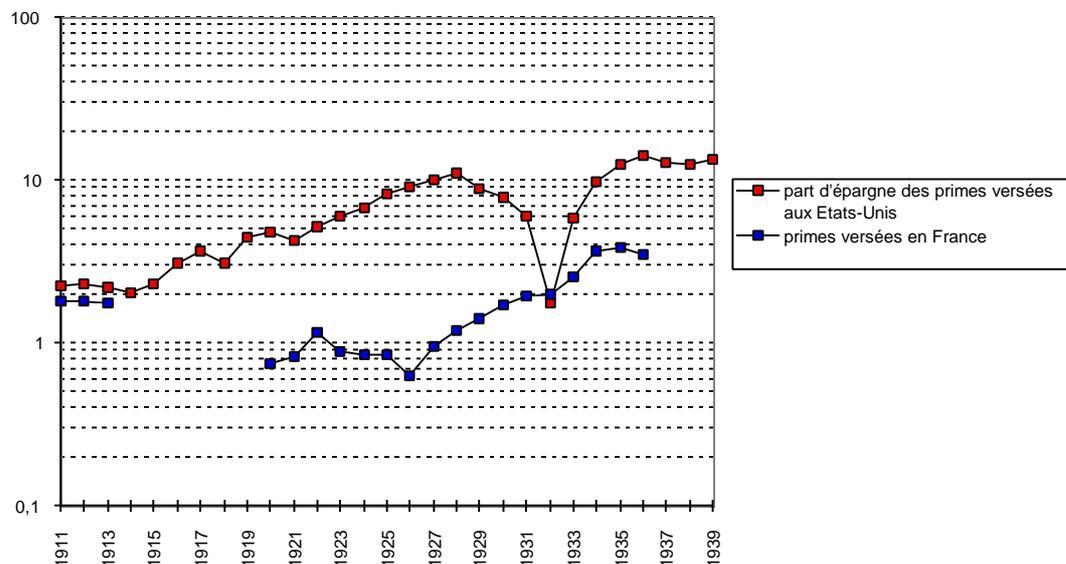
L'effet de la guerre fut donc sérieux mais non tragique. Dès son lendemain, une reprise rapide eut lieu, et les nouveaux contrats atteignirent dès 1919 un montant nominal supérieur à 1913. Cependant, dès lors que l'on prend en compte l'inflation la hausse apparente des années 1920 se transforme jusqu'en 1926 en un profond recul. L'impact de l'inflation sur le stock des capitaux assurés n'est cependant pas une mesure pertinente de ce recul, car d'une part les bilans ne mesuraient pas les actifs à leur valeur de marché, et surtout ce stock hérité ne dit rien sur l'activité nouvelle des compagnies mais seulement sur la perte infligée par l'inflation aux assurés comme à tous les détenteurs de revenus fixes. Une mesure plus juste du recul de l'assurance-vie est donc le déclin des primes collectées en proportion du revenu national ou simplement en francs constants. Cette mesure en flux donne une meilleure idée de l'activité de l'assurance vie à un moment donné (graphique).

⁶ L'information disponible pour les années de guerre est très incomplète. Nos chiffres résultent de la projection pour l'ensemble des compagnies des chiffres disponibles pour une partie d'entre-elles. Ils semblent cependant relativement sûrs.



On constate l'importance du recul (environ de moitié) entre 1913 et les années 1920-1926. Le niveau des primes de 1913 n'est retrouvé qu'en 1931, et son montant relatif au PNB qu'en 1933. En outre, si on compare la France aux Etats-Unis, le recul de la France est encore plus considérable (graphique).

Montant des primes annuelles aux Etats-Unis et en France en dollars par habitant⁷



Paradoxalement, la "bonne" période pour les compagnies d'assurances françaises entre 1927 et 1932 coïncide pratiquement avec la crise violente que subissent les compagnies américaines entre 1928 et 1932.

La croissance exceptionnelle des Etats-Unis peut faire critiquer ce point de comparaison. Mais la situation de la France n'est pas meilleure si on la compare à celle de la Suisse: au contraire, sa détérioration est un phénomène spécifique à l'entre-deux-guerres (tableau).

⁷Nous ne disposons pas du montant des primes versées aux Etats-Unis, mais la part d'épargne utilisée en représente une fraction importante et certainement stable.

	31/12/1910			31/12/1938		
	USA	Suisse	France	USA	Suisse	France
placements (millions, monnaie nationale)	3876	250	3169	27755	2799	18411
Id / habitant	42	67	82	215	670	440
Indices prix gros	70	100	100	78	120	653
Indice placement (/prix)	100	100	100	650	900	88
placements (milliards de francs, change courant)	19,5	0,25	3.1	970	21	18
Id/habitant	210	67	82	7500	5250	450

Source: J. Fourastié, "Les assurances" in *La France économique de 1939 à 1946*, Annuaire de la REP, Sirey, 1947, p.376-92

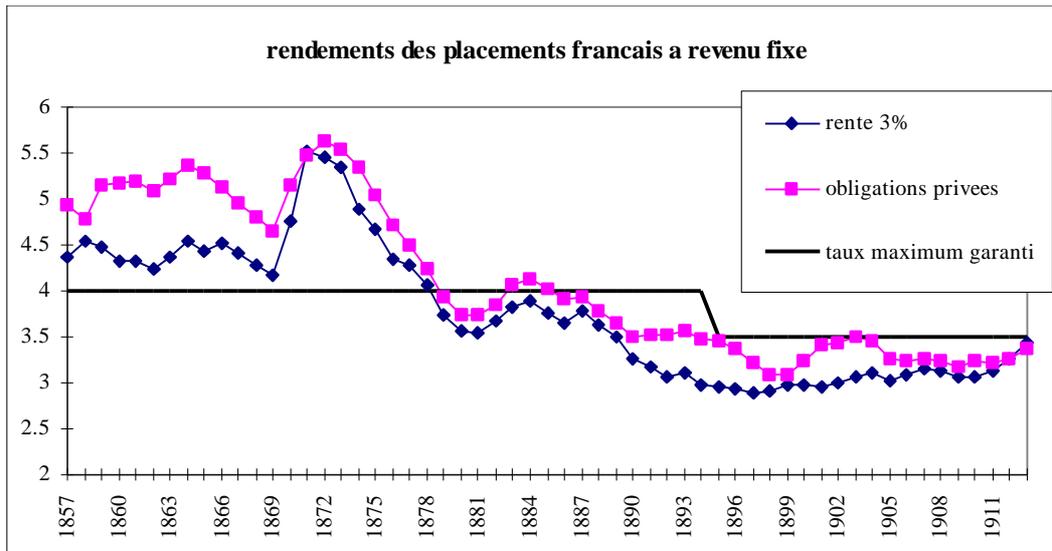
Enfin, la position des compagnies d'assurances au sein du système financier s'est également dégradée. Même à leurs rares heures de croissance à la fin des années 1920, les compagnies d'assurances ne sont que de modestes intermédiaires financiers. Entre 1925 et 1930, l'augmentation de leur portefeuille d'obligations publiques françaises est à peine d'un milliard, celui de titres privés de 360 millions; entre 1930 et 1935 ces chiffres n'atteignent pas 2 milliards d'une part et 250 millions de l'autre. Ceci se compare à des émissions publiques de 23 et 58 milliards et à des émissions privées de 62 et 32 milliards respectivement pour les périodes 1926-30 et 1931-35. Là encore il y a recul par rapport à la situation, pourtant loin d'être brillante, de l'avant-guerre: en 1913 les compagnies détenaient 1,2 milliards de titres publics alors que la dette publique s'élevait à 31,5 milliards; en 1935 (au sommet de leur puissance durant cette période) leurs avoirs (nominaux) ont été multipliés par 4 (4,8 milliards), mais la dette publique par près de 10 (286 milliards). Elles étaient bien incapables de soutenir le marché lors de la croissance massive de la dette publique dans les années suivantes.

Cette tendance générale à la stagnation, passé l'expansion initiale, et ces fluctuations de plus court terme s'expliquent par un ensemble de facteurs tant du côté de l'offre que de celui de la demande, du côté des contraintes de compagnies ou des comportements de la clientèle. Pour les compagnies d'assurances-vie, le choix et la politique des placements sont beaucoup plus importants que dans les autres activités d'assurances. Alors que dans celles-ci l'essentiel de l'activité consiste à déterminer le montant correct des primes afin qu'elles couvrent largement les sinistres, les stratégies de placements sont vitales pour les compagnies d'assurances-vie, qui sont fondamentalement des intermédiaires en placements, collectant les primes des assurés, les plaçant et leur reversant un capital en cas de décès prématuré ou au terme du contrat (les contrats d'assurances mixtes, qui prévoient reversement dans ces deux circonstances, sont les plus fréquents à l'époque qui nous occupe, où ils représentent 60 à 70 % de l'encaissement total des Compagnies, cf. Pineaux, 1938, p.67). Le bénéfice de la société d'assurance-vie est la différence entre l'intérêt capitalisé servi lors du reversement de capital et l'intérêt obtenu des placements. Contrairement à l'idée a priori de l'économiste, l'évolution de la valeur réelle de ces placements, immobiliers ou financiers, qui sont en général inclus au bilan sous leur valeur d'achat ou leur valeur nominale, est relativement peu importante, dans la mesure où ces actifs ne font guère l'objet d'arbitrages et sont

rarement transformés en liquidités sauf en cas de diminution de l'activité. Les pertes résultant des variations de cours des actifs sont couvertes par des provisions annuelles, du moins tant qu'elles restent modérées. Surtout, les compagnies d'assurances ne sont pas tenues à maintenir le pouvoir d'achat des sommes qui leur sont confiées, mais seulement à remplir leurs engagements prévus par contrats, c'est-à-dire à fournir un rendement nominal suffisant sur leurs placements. Par ailleurs, des contraintes légales s'exerçaient sur une activité très réglementée: le choix des placements et le rendement maximal que les compagnies étaient autorisées à garantir par contrat à leur clientèle étaient strictement définis par la loi. Ces diverses caractéristiques doivent être gardées en mémoire lorsque l'on étudie le développement des assurances-vie et la concurrence qui les opposait aux autres types de placements ou aux placements effectués par l'intermédiaires d'autres institutions financières. Face aux changements de la demande des épargnants, les compagnies répondaient par une modification de la structure de leurs placements. Il est cependant possible que la structure oligopolistique du marché de l'assurance ait été un facteur de faible dynamisme. Une contrainte plus large s'exerce enfin sur la seconde période, après 1914, celle de l'inflation, qui conduit à mener l'analyse des facteurs explicatifs en deux temps.

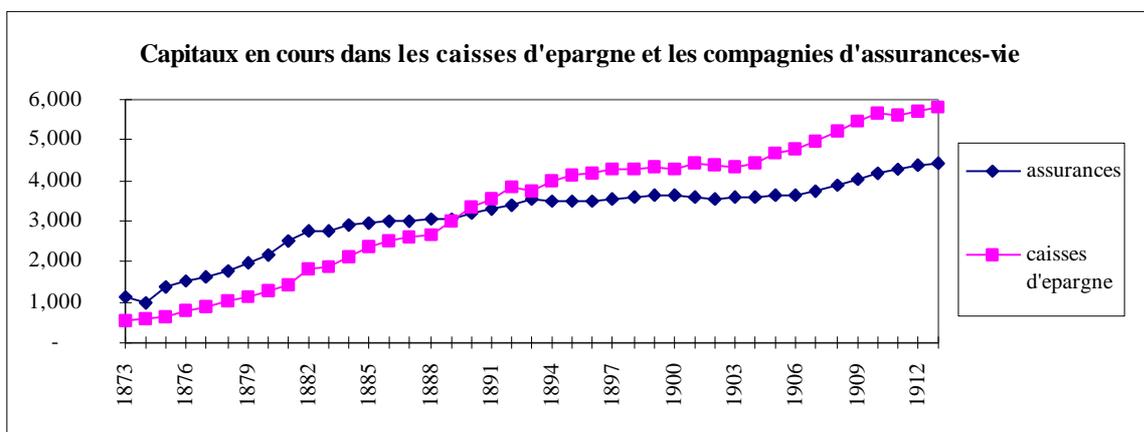
2 - Le placement direct par le marché financier, facteur principal de stagnation en période de prix stables (1870-1914)

Jusqu'en 1882, les compagnies connurent un développement rapide. Celui-ci s'explique d'abord par un mouvement général de tous les placements financiers, une catégorie moyenne et beaucoup plus large de la population y accédant. Mais la diminution de l'écart entre le rendement des placements alternatifs pour la clientèle et celui que promettaient les compagnies le favorisaient également. L'essentiel des placements des compagnies durant cette première période était constitué de titres publics français. Au lendemain de la guerre de 1870-1871 l'Etat fut obligé de lancer de très gros emprunts, pour payer l'indemnité aux Allemands, ce qu'il ne put faire qu'à des conditions onéreuses, soit quelque 6 % en taux à long terme. Comme le rendement garanti aux souscripteurs de polices d'assurance était de 4 %, les Compagnies étaient fortement motivées à développer leurs opérations, mais la clientèle ne pouvait qu'être réticente. En revanche, dès que l'écart décrut, les épargnants furent incités à souscrire des polices, ce qu'ils firent de manière croissante durant les années 1870. Le krach de l'Union Générale affecta fortement les valeurs d'assurances, dont la baisse engendra de la méfiance envers les compagnies, dont certaines même firent faillite. Bien que le rendement direct des fonds publics français fût à partir de 1877 inférieur au taux garanti par les compagnies, les épargnants boudèrent pour cette raison le placement en assurances-vie pour une dizaine d'années.



A partir de 1890, la conjoncture générale s'améliora ce qui avait pour conséquence d'accroître l'épargne des classes moyennes et supérieures. Or, le rendement des titres publics français restait durablement faible, ce qui aurait dû favoriser les compagnies d'assurances qui avaient constitué un stock d'actifs à revenu élevé. Ceci reste vrai malgré la baisse du rendement maximum garanti, de 4 à 3,5 %, en 1894. Il est clair que sur le moment cette baisse exerça un effet très dissuasif sur les nouveaux souscripteurs potentiels (cf le graphique retraçant les nouveaux flux de capitaux assurés). Pourtant, cette réaction aurait dû être de courte durée, et comme la plupart des placements n'offraient alors qu'une rentabilité faible, il est étonnant que les épargnants ne se soient pas alors porté plus massivement, jusqu'en 1914, sur les placements en assurances-vie. Différentes raisons pourraient être invoquées.

D'autres institutions financières exercent un effet de concurrence sur la demande de capitaux. Les Caisses d'épargne offraient les mêmes taux pour leur clientèle, avaient les mêmes types de placements, en présentant pour la clientèle une garantie de sécurité supérieure. Un certain effet de substitution s'opère entre ces deux types d'institutions entre 1881 et 1895.



Néanmoins cet effet n'est que limité et ne suffit pas à expliquer la stagnation des placements en assurance-vie: à partir de 1895 les mouvements deviennent parallèles. Ce défaut de substituabilité s'explique simplement par le

fait que les clientèles de deux types d'institutions étaient socialement assez différentes. Les Caisses d'épargne étaient populaires, et cette caractéristique fut renforcé par la création de la Caisse nationale dont les soldes moyens par dépôt étaient sensiblement inférieur à ceux des Caisses privées. Les polices d'assurances en revanche assuraient rarement des capitaux inférieurs à 10.000 F. Elles ne s'adressaient donc qu'à la frange supérieure des classes moyennes, des épargnants à revenus relativement importants mais à fortune faible⁸. En pourcentage du revenu national l'ensemble de ces deux types de placement de l'épargne connaît un apogée vers 1900 avant de régresser relativement.

Une substitution pouvait s'opérer avec les compagnies étrangères d'assurances-vie, qui commencent à se développer dans les années 1890. La comparaison des encours au 31 décembre 1912 montre que leur pénétration sur le marché français a été rapide et que leur effet marginal est important, sur les nouvelles polices souscrites à la veille de la première guerre mondiale. En 1912, elles assuraient déjà 134.000 polices nouvelles pour un montant de 1,18 milliard (soit 16 à 20 % du marché), alors que les grandes compagnies françaises vendaient alors 699.000 polices pour 4,87 milliards. Deux hypothèses se présentent entre lesquelles il est difficile de trancher pour expliquer le comportement des épargnants français. Les compagnies étrangères pouvaient être en mesure d'offrir des rendements plus élevés, mais ce devait être au prix d'un risque plus élevé, car les taux longs, par exemple en Grande-Bretagne, étaient pour ainsi dire identiques aux taux français. Une autre explication serait que les compagnies françaises, de par leur structure oligopolistique, au lieu de faire profiter les nouveaux clients des rendements élevés acquis sur leurs actifs anciens, préféraient les distribuer à leurs actionnaires. La forte rentabilité des actions des compagnies d'assurances semble témoigner pour l'importance de cette seconde explication.

⁸«Ce n'est pas à dire qu'il faille consacrer à l'assurance le total de ses économies annuelles. On fait mieux de n'en affecter qu'une partie, la moitié ou les deux tiers par exemple, et de pratiquer simultanément des placements en bonnes valeurs mobilières. L'assurance sur la vie, en effet, qui a le très grand mérite de garantir l'avenir de la famille en cas de mort prématurée du chef, n'est pas pour les personnes qui atteignent la longévité un mode de placement aussi rémunérateur que divers autres.

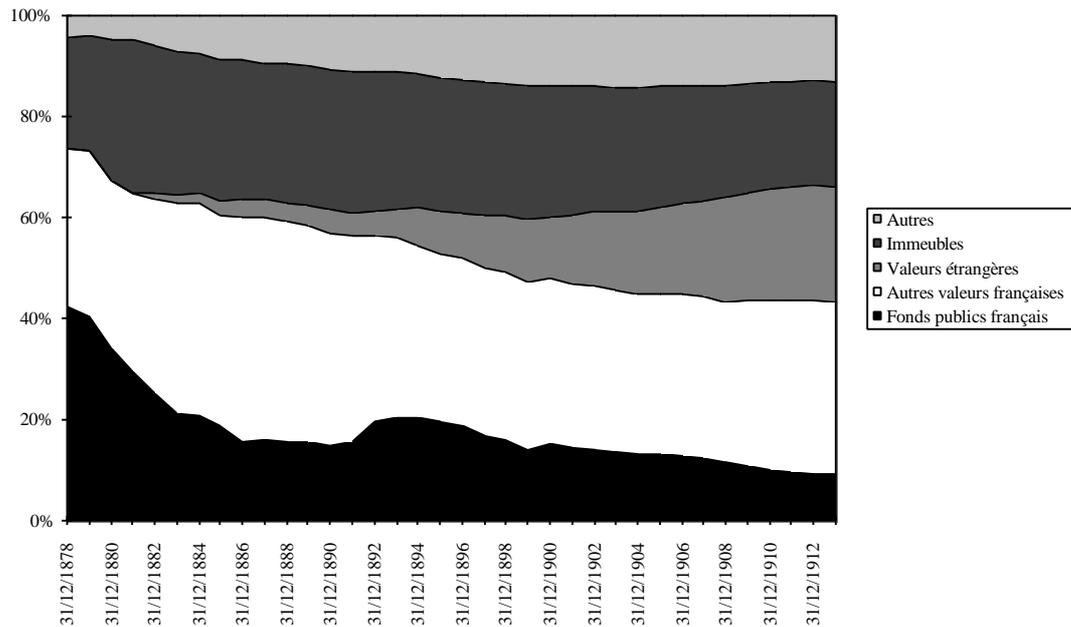
C'est pour cette raison que l'on peut se demander si les personnes qui ont des fortunes assez amples et qui vivent avec ordre, faisant des économies régulières, ont avantage à se faire assurer sur la vie. Les compagnies d'assurances placent les fonds qu'elles reçoivent soit en rentes sur l'Etat et en obligations de premier ordre rapportant 3 à 3,25 %, soit en beaux immeubles qui rapportent 3,5. Le taux moyen de leurs placements actuels ne dépasse guère 3 1/3. D'un autre côté les commissions qu'elles payent aux agents, leurs propres frais généraux et enfin les bénéfices qu'elles distribuent à leurs actionnaires représentent, sinon 40 %, tout au moins 33 % de la masse des primes. Il en résulte que le taux moyen d'intérêt dont profitent les assurés sur les primes versées ne dépasse pas 2 1/4 à 2 1/2 % au grand maximum. Par conséquent, il est sensiblement inférieur, d'un tiers environ, au taux d'intérêt que touche la personne qui fait directement ses placements elle-même en valeurs de même nature que celles qu'achètent les compagnies d'assurances. L'avantage de l'assurance sur la vie est quadruple: il procure en cas de mort prématurée un capital qui n'aurait pu être formé intégralement par épargne; il induit, s'il ne contraint pas, à une épargne régulière, continue et méthodique; il facilite la capitalisation à intérêts composés, une grande société, outillée à cet effet, pouvant mieux la pratiquer qu'un simple particulier; il garantit l'épargne contre les mauvais placements.

L'inconvénient de l'assurance sur la vie, c'est que, à cause des commissions, des frais généraux, des bénéfices distribués aux actionnaires, le taux de l'intérêt dont bénéficie l'assuré sur les primes versées est sensiblement moindre que celui qu'il se procurerait par des placements directs bien conçus.

Les quatre avantages, surtout le premier, sont si importants pour les personnes qui n'ont pas de fortune et recueillent des gains professionnels notables, qu'elles auraient tort de s'arrêter à l'inconvénient. Cette catégorie de personnes doit contracter une assurance sur la vie.

Pour les personnes amplement riches, ce devoir s'impose beaucoup moins; l'assurance sur la vie conserve toutefois, même pour elles, l'avantage de les induire à des économies régulières et méthodiques, à une capitalisation facile, et de prévenir les risques des placements.», P. Leroy-Beaulieu, *L'art de placer et gérer sa fortune*, Paris, ss date, pp. 323-325.

Placements des compagnies d'assurances-vie



Le développement du marché des valeurs étrangères à cette époque suggère une autre explication. Ces valeurs étaient placés par les grands établissements de crédit auprès d'une clientèle qui socialement était la même que celle des compagnies d'assurances. Leur rendement plus élevé était attractif pour la clientèle, surtout pour les fonds d'État, en un moment où l'Etat français n'émettait plus de titres. C'est entre 1890 et 1914 que la structure des patrimoines dans la bourgeoisie évolue rapidement, privilégiant les placements mobiliers directs sur les placements fonciers et immobiliers à faible rendement. Les compagnies d'assurances suivirent la même logique d'arbitrage de manière à augmenter la rentabilité moyenne de leur portefeuille, mais pour d'anciennes sociétés à l'actif important, ces nouveaux placements ne pouvaient que peu modifier le taux moyen, même si les titres anciens amortissables permettaient de dégonfler les actifs en fonds français à revenu fixe. Elles achetèrent massivement des titres étrangers à partir des années 1890, sans toutefois arbitrer leurs placements antérieurs (graphique). Ce mouvement fut-il freiné par les contraintes légales sur leurs placements ? Ce ne semble pas être le cas avant l'extrême fin de la période puisque la limite de 25 % pour les titres autres que publics et semi-publics français n'est atteinte qu'alors.

3 - Inflation et difficulté d'adaptation des compagnies (1914-1939)

Durant l'entre-deux-guerres, l'examen de l'évolution des primes réelles semble indiquer une influence bien plus grande de la situation monétaire que de la situation économique sur la santé de l'assurance-vie: jusqu'à 1926, le montant des primes resta très bas, voire recula en proportion du PIB, alors que la croissance économique reprenait fortement. A l'inverse, la période de stabilité des prix de 1926 à 1936 fut (au moins jusqu'à l'aggravation de la crise et l'apparition d'anticipations d'inflation en 1933) une période faste pour l'assurance-vie. La reprise de l'inflation après 1936 aggrava de nouveau sa situation. Le jugement porté sur l'évolution de l'assurance française entre les deux guerres semble ainsi clair: le recul fut causé principalement par l'inflation

due à la guerre et à la reconstruction⁹.

Pourtant, en théorie, si les actifs anciens à revenu fixe sont bien victimes de l'inflation, ceci n'impose pas de contrainte sur les placements nouveaux, pas plus que sur le développement des souscriptions, les compagnies pouvant comme des particuliers chercher à se protéger de l'inflation en investissant dans des biens réels, voire en titres à revenus fixes si l'inflation est anticipée et reflétée dans leur rendement.

Ce semble être le cas vers 1922 après une longue période de foi dans le retour au pair monétaire de 1914 (qui n'est sans doute pas étrangère à la reprise des primes versées en 1919-1921). Nous avons montré dans un autre travail¹⁰ que les cours des rentes reflétaient entre 1923 et 1926 des rendements de l'ordre de 20% sur les cinq années suivantes (celles pour lesquelles on anticipait la poursuite de l'inflation), puis un retour aux rendements nominaux modérés (3,5% en moyenne sur la rente, taux qui est aussi le maximum que les compagnies d'assurances pouvaient garantir) de la période d'avant-guerre (ce qui correspond à une anticipation de stabilisation monétaire, de retour à l'étalon-or et de baisse des taux). Il est donc difficile de prétendre qu'au delà de 1922 environ l'inflation ait été non anticipée.

Cette critique tend cependant à négliger le fait que, bien que leurs engagements fussent uniquement nominaux, les compagnies furent réellement affectées par les pertes résultant de la guerre et de l'inflation. En effet, les titres qu'elles détenaient en devises "à haut change" (anglais, américains ou suisses) avaient été rachetées par l'Etat pendant la guerre à bas prix; les valeurs étrangères restantes subissaient soit la dévaluation des monnaies de nombreux pays européens, soit la non-reconnaissance de la dette russe ou le rééchelonnement de la dette ottomane. Par ailleurs, les titres français à revenu fixe subissaient aussi une dépréciation considérable (environ de moitié vers 1925). Selon les règles comptables légales, fondées sur la possibilité d'un besoin de liquidation des actifs sur le marché, ces pertes devaient être amorties immédiatement, ce qui mettait la plupart des compagnies en pertes considérables¹¹. Ceci pouvait raisonnablement faire craindre des faillites aux épargnants, qui auraient eu toutes raisons de se détourner de l'assurance-vie.

Cette explication semble cependant insuffisante car les épargnants, on l'a vu, ne se détournèrent pas de l'assurance-vie au lendemain immédiat de la guerre (alors que les pertes sont alors maximales), n'exigeant en particulier que rarement le rachat de leurs contrats¹². Une raison essentielle en est que le risque de faillite fut

⁹ En ce sens, cf. Jean Fourastié, "Les assurances" in *La France économique de 1939 à 1946*, Annuaire de la REP, Sirey, 1947, pp. 376-92.

¹⁰ Cf. P.-C. Hautcoeur et P. Sicsic, "Threat of a capital levy, expected devaluation and interest rates in interwar France", ronéo, 1997.

¹¹ Selon Pineaux (1938, p.120), la différence entre la valeur au bilan et la valeur réelle des actifs de trois grandes compagnies (Assurances générales, Phénix et Nationale) pour lesquelles il a eu accès à des données détaillées varie entre 15 et 20% selon les années de 1918 à 1925.

¹² Les "sorties" pour sinistre, expiration de contrat ou retrait augmentent sensiblement après la guerre, passant pour l'ensemble des compagnies de 13% (du montant des capitaux assurés en fin d'année antérieure) en 1913 à 13% en 1919, 24% en 1920 et 20% en 1921 (ceci pour les capitaux, respectivement 5%, 6%, 7% et 7% pour les rentes). L'augmentation du risque peut donc sembler considérable, en particulier pour les compagnies où ce ratio dépasse 40%, ce qui est le cas par exemple de l'Urbaine, du Soleil ou de l'Aigle en 1920. Cependant, cet indicateur est très imparfait: d'une part le numérateur inclue les montants réassurés alors que le dénominateur les exclue (ce qui surestime le ratio, d'une manière sans doute variable dans le temps et selon les compagnies mais que nous ne pouvons évaluer); d'autre part il inclue de la même manière toutes les sorties, alors que seuls les retraits avant expiration du contrat peuvent suggérer une fuite des épargnants. Or la part des sorties en fin de contrat ou pour cause de décès augmente sans doute après la guerre du fait du changement de la structure par âge de la population assurée résultant de la chute du nombre de nouveaux contrats durant la guerre. Les sorties avant fin de contrat augmentent donc moins que le ratio ci-dessus ne le suggère. Enfin, un examen plus détaillé des compagnies où les sorties sont spécialement élevées montre que leurs nouveaux contrats sont toujours plus importants (en moyenne le double en proportion du stock en cours en fin d'année précédente) que ceux des compagnies à faibles sorties, ce qui suggère que les clients ne les fuient pas, loin de là (ce haut taux de nouveaux contrats est même peut-être la cause du haut taux de sorties, car

presque supprimé par le législateur, qui donna des facilités d'amortissement considérables aux compagnies en 1920 (comme plus tard en 1932 lorsque de telles pertes se reproduisirent). Donc ces pertes ne pouvaient affecter les compagnies que dans la mesure où elles devaient liquider des placements anciens, ce qui ne fut pas le cas grâce à la reprise (nominale, mais c'est la seule qui importe ici) des souscriptions nouvelles. Par conséquent, l'effet de la crainte de la faillite sur les souscripteurs potentiels fut sans doute limité.

Même s'ils ne craignaient pas la faillite, les épargnants pouvaient considérer le poids du portefeuille ancien comme un boulet, puisque les rendements moyens étaient maintenus relativement bas par les actifs à faible rendement acquis avant-guerre. Une solution apparente au problème posé par les effets négatifs du portefeuille ancien sur les souscriptions semble être de laisser les anciens contrats se régler eux-mêmes et de démarrer de nouvelles compagnies capables de promettre des rendements plus élevés. Il était cependant en pratique difficile de créer de nouvelles compagnies sur une échelle modifiant les caractéristiques financières d'une profession ancienne et installée. En outre, les anciennes compagnies ne pouvaient laisser les vieux contrats se liquider d'eux-mêmes, car en l'absence de primes, les revenus des anciens placements n'auraient probablement pas suffi aux règlements des sinistres et aux paiements de toutes natures sur les anciens contrats, ce qui aurait imposé des liquidations d'actifs à des cours très bas, d'où peut-être des pertes.

En l'absence d'une telle séparation, il était difficile de promettre des rendements plus élevés aux nouveaux souscripteurs sans les promettre également (pour l'avenir) aux anciens. En effet, dans le cas inverse ces derniers pouvaient simplement demander le rachat de leur contrat et en ouvrir un autre au rendement nouveau. Les compagnies étaient donc partagées entre le souhait de promettre des taux plus élevés aux nouveaux clients (qui, faute de cela, risquaient de se tourner vers d'autres formes d'épargne) et la crainte de devoir convertir leur masse d'anciens contrats aux nouveaux taux, alors que leur portefeuille n'était pas convertible de la même manière. Or en 1916, l'Etat montre aux épargnants que des rendements plus élevés que par le passé peuvent légitimement être exigés en relevant de 3,5 à 4,25% le taux maximal que les compagnies sont autorisées à garantir sur leurs contrats, ce qui provoque une diminution générale des "tarifs"¹³ (même si certaines grandes compagnies tentent d'abord de ne pas modifier les leurs, cette résistance est de courte durée). On pourrait s'attendre à ce que la conversion des anciens contrats qui devait s'ensuivre ait eu un impact très défavorable sur les anciennes compagnies en leur interdisant de laisser espérer un rendement élevé à leurs nouveaux souscripteurs, forcés de partager avec les anciens. Ceci devait au contraire favoriser les nouvelles compagnies, aux rendements moins tirés vers le bas par des placements anciens.

Curieusement, la conversion des anciens contrats ne semble pas avoir eu lieu. En effet, le *Moniteur des assurances*, qui fournit dans la première moitié des années 1920 la répartition des contrats en cours par taux de rendement garanti, permet d'observer que les anciens contrats à 3,5% ne sont pas convertis, et continuent de représenter une part importante des contrats en cours: sur des réserves totales pour risques en cours (incluant les rentes) s'élevant à 2,67 milliards fin 1922, 2,16 milliards sont en 3,5% (et 164 millions au tarif encore plus ancien de 4%) contre 344 millions à 4,25%. Fin 1924 le montant des contrats à 3,5% est le même, tandis que le total atteint 3,12 milliards. Si on examine les compagnies individuellement¹⁴, on est amené à nuancer mais non à

les nouveaux contrats sont fréquemment résiliés dans leurs premières années). Les données disponibles nous empêchent d'aller au delà de cette analyse, mais il semble clair qu'aucune panique n'a lieu dans l'immédiat après-guerre.

¹³ Les compagnies de l'époque parlent non de rendement mais de tarif, i.e. le montant des primes à verser pour un capital ou une rente à verser dans le futur. Une hausse du rendement garanti équivaut donc à une baisse du tarif.

¹⁴ Malheureusement, l'information sur les montants des contrats à chaque taux de rendement garanti n'est que rarement fournie par les compagnies, ce qui nous interdit une étude systématique.

infirmier ce résultat: de 1913 à 1925 (une date à laquelle les épargnants ont eu le temps de comprendre où se situait leur intérêt), certaines compagnies voient en effet le montant de leurs encours au tarif ancien diminuer fortement (le Soleil: -48%, l'Aigle: -55%, l'Urbaine : -27%); mais, outre que cette diminution peut être le simple résultat de l'expiration d'anciens contrats sans apparition de nouveaux (un taux de "sorties" de 10% par an, inférieur à celui de 1913, explique bien plus que ces diminutions), d'autres compagnies voient leur encours à l'ancien tarif augmenter (le Phénix: +65%).

Un épargnant en quête de placement durant le début des années 1920 ne semble donc pas avoir dû craindre d'effet défavorable de la guerre ou de l'inflation sur le rendement que pourrait lui offrir l'assurance-vie: les pertes de la guerre, dès lors qu'elles ne conduisaient pas à la faillite, affectaient surtout les actionnaires, et les effets de l'inflation étaient bien moindre qu'attendu: puisque les détenteurs d'anciens contrats ne demandaient pas leur conversion, rien n'interdisait aux compagnies de laisser espérer de manière crédible à de nouveaux clients des rendements correspondant à la situation du marché.

Dès lors que guerre et inflation ne sont pas responsables du recul de l'assurance-vie, il semble que, comme avant la guerre, la véritable cause en soit plutôt le rendement trop faible offert par les contrats en comparaison d'autres placements. Ce rendement ne relève pas des compagnies, dira-t-on, puisqu'il est fixé par l'Etat qui impose à partir de 1916, on l'a vu, un "tarif minimum", c'est-à-dire un rendement garanti maximum de 4,25% pour la plupart des contrats. Ce rendement garanti étant inférieur à celui que fournissait la rente perpétuelle 3% (placement sans risque de faillite des compagnies) de 1915 à 1927, on peut trouver évident que les nouveaux souscripteurs aient été rares. La responsabilité de l'Etat et le rôle du plafond de 4,25% peuvent cependant être contestés. En effet, non seulement l'Etat ne semble pas s'être fait demander par les compagnies de relever le taux maximum, mais beaucoup protestèrent contre le relèvement lorsqu'il eut lieu¹⁵. Surtout, les compagnies pouvaient promettre à leurs clients de les faire participer à leurs bénéfices éventuels, relevant ainsi le rendement possible au delà du minimum garanti. En promettant une telle participation aux assurés, elles relevaient le rendement que ceux-ci anticipaient et pouvaient concurrencer des placements apparemment plus avantageux. C'est ce qui a lieu depuis longtemps aux Etats-Unis, où la participation des assurés aux bénéfices représente à l'époque qui nous intéresse des montants considérables.

Il ne semble donc pas y avoir de raisons a priori empêchant les compagnies d'assurance d'offrir un rendement similaire à celui que les épargnants pouvaient trouver sur le marché. En y ajoutant une gestion avisée (par exemple il fallait une bonne capacité analytique pour tirer bénéfice de l'imparfait arbitrage des obligations et rentes remboursables à l'option de l'émetteur à la fin des années 1920), et quelques privilèges (comme en matière de déduction des intérêts des "filiales"¹⁶ et sans doute d'impôt sur le revenu et sur les successions¹⁷), elles auraient pu, semble-t-il, aisément défendre leur place.

¹⁵ Du fait de leurs craintes de conversion des contrats anciens, cf. ci-dessus.

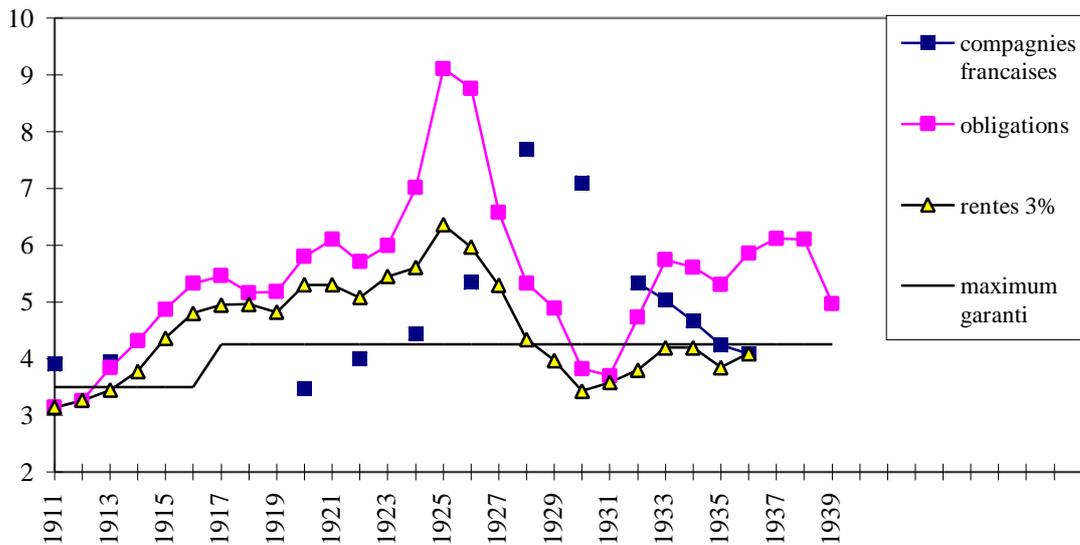
¹⁶ Lors de la création de l'impôt sur le revenu, les dividendes ou intérêts payés par des filiales étaient déductibles des bénéfices imposables. Cette déduction fut supprimée progressivement, sauf dans quelques cas comme les obligations des grands réseaux de chemins de fer, qui de ce fait furent privilégiés dans les placements des compagnies d'assurances durant notre période.

¹⁷ Nous ne sommes pas parvenus à trouver de référence dans les textes fiscaux ni à l'imposition des intérêts accumulés sur les contrats d'assurance lors de la sortie (que ce fût en capitaux ou en rentes), ni à leur prise en compte dans les successions. L'importance des privilèges fiscaux actuels de l'assurance-vie nous incite à croire que la fiscalité, si elle existait, devait être bénigne.

Par ailleurs, l'argument selon lequel les clients des compagnies observaient le rendement qu'ils pouvaient attendre d'elles à un instant donné et le comparaient avec ceux de placements alternatifs pour effectuer leurs choix doit être considéré en tenant compte de la difficulté qu'il y a à mesurer le rendement des placements en assurances-vie, compte tenu de la fonction de mutualisation entre générations d'assurés qui est la sienne. On trouve certes en faveur de cet argument la frappante corrélation entre l'activité des compagnies et la différence entre les rendements qu'elles semblent fournir et ceux des placements à revenu fixe sur le marché (graphique). Et de fait il est logique que les épargnants s'intéressent aux placements en assurances lorsque les taux du marché baissent et qu'ils peuvent en souscrivant participer aux bénéfices résultant de l'accumulation par les compagnies d'actifs à revenu élevé dans les années précédentes, en un moment où de tels rendements ne se rencontrent plus sur le marché. Cependant, cet argument ne doit pas être exagéré. En effet, les épargnants avaient tout autant intérêt à souscrire pendant que les taux étaient élevés, du moins si la participation aux bénéfices était établie en fonction des générations de placements. Ils y étaient incités par la possibilité qu'avaient les compagnies de diminuer leur taux garanti quand les taux baisseraient. Surtout, il convient de bien voir que la seule comparaison assurée que les épargnants aient pu faire concerne le taux garanti et les taux de marché (c'est-à-dire celui de la rente 3%, les autres taux incorporant soit des primes de risque, soit des primes pour options de remboursement anticipé, options qui seront de fait exercées au début des années 1930). Les rendements apparents des placements des compagnies d'assurances¹⁸, tels que calculés par les auteurs de l'époque et représentés sur notre graphique, ne sont pas des rendements servis aux assurés (à la différence du taux garanti) mais une simple indication du rendement des placements effectués par les compagnies. Surtout, ces rendements, au moins les plus élevés, incluent pour une part non négligeable des plus-values qui, par définition, impliquent la liquidation de valeurs à revenu relativement élevé, valeurs dont l'absence pèsera dans le rendement moyen des années suivantes. Un épargnant informé n'est donc pas trompé par les résultats pharamineux des compagnies d'assurances à la fin des années 1920 et au début des années 1930, et sait qu'ils ne peuvent que diminuer dans le futur.

¹⁸ Le rendement des placements des compagnies d'assurance est fourni par Pineaux (1938). Il est calculé comme somme des revenus et des plus-values réalisées apparaissant au compte de profits et pertes des compagnies rapporté à la valeur de bilan des placements.

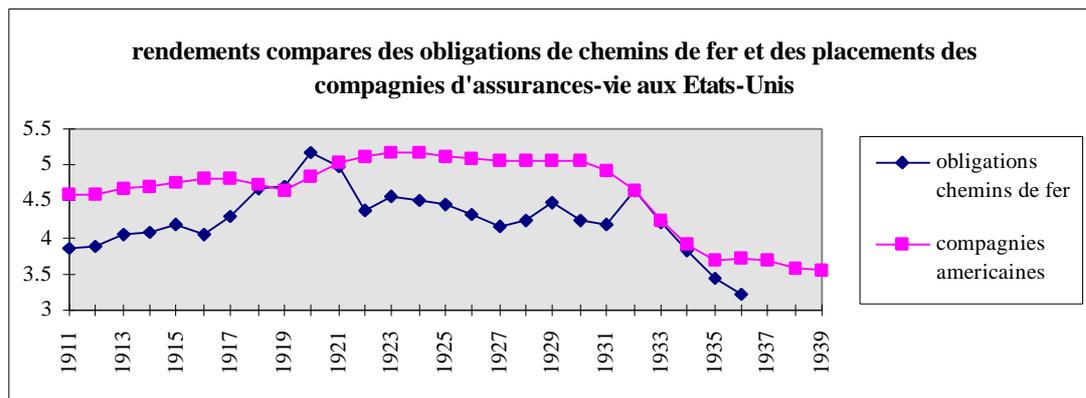
rendement compare des titres a revenu fixe et des placements des assurances



Le retour en masse des épargnants vers l'assurance-vie à la fin des années 1920 ne résulte donc pas tant de l'espoir de rendements élevés que d'un mouvement conjoncturel de retour vers les placements à revenu fixes d'une population qui les avait délaissés provisoirement dans les années 1920 du fait de l'inflation (la substitution massive par les entreprises d'émissions d'obligations à celles d'actions entre 1928 et 1931, mouvement qui commence avant même la baisse des cours des actions et qui la provoque largement, reflète la même préférence des épargnants).

Au total, si ces variations des rendements apparents expliquent sans doute les fluctuations à moyen terme des souscriptions de polices, et si les épargnants sont peut-être parfois dupes à court terme, il reste que ceci n'explique pas la faiblesse structurelle du placement en assurance durant tout l'entre-deux-guerres en France par rapport aux autres pays riches. Sur le long terme, l'explication essentielle semble la suivante. Indépendamment des contraintes qui pesaient sur elles, les compagnies furent incapables de développer leur activité parce qu'elles ne fournissaient pas un rendement réellement supérieur à celui que les épargnants pouvaient trouver en investissant directement leur épargne sur le marché. Elles ne firent rien pour utiliser leur capacité à diversifier leur portefeuille pour maximiser leur rendement en maintenant un risque limité.

Un argument en faveur de cette interprétation est le fait que le rendement des placements des compagnies ne s'élève que conjoncturellement au dessus de celui des rentes, alors que celui des compagnies américaines est régulièrement supérieur à celui, incorporant pourtant une prime de risque, des compagnies privées de chemins de fer américaines (entre 1913 et 1936, la différence est de 0,5 point, cf. graphique).



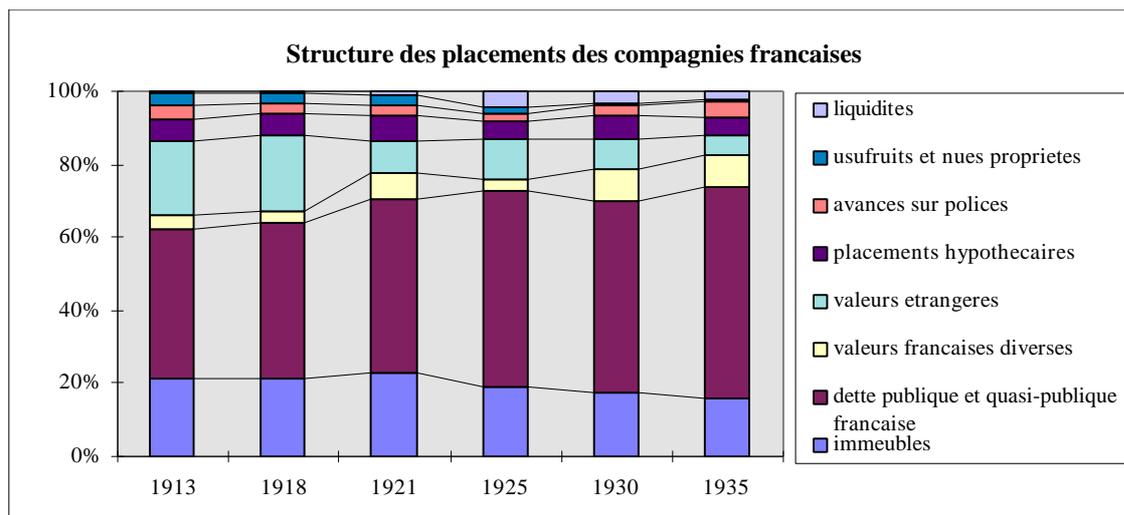
Cette comparaison n'est cependant qu'indicative car les méthodes de calcul des rendements sont très différentes (elles favorisent cependant probablement les compagnies françaises¹⁹).

En l'absence de données suffisamment détaillées et satisfaisantes sur les rendements, nous examinons maintenant deux arguments en faveur de cette faiblesse des rendements offerts aux assurés, qui en sont également deux explications partielles: les choix de placement effectués par les compagnies et l'importance de la participation aux bénéfices offerte aux assurés.

La structure des placements réalisés par les compagnies permet dans une certaine mesure de savoir si elles tentaient de fournir à leurs assurés le meilleur rendement possible (graphique²⁰). A la veille de la première guerre mondiale, les immeubles représentent une part des actifs des compagnies françaises importante au regard des autres pays, tandis que les prêts hypothécaires sont au contraire limités. Cette structure, résultat d'une législation contraignante sur les hypothèques et de la concurrence du Crédit foncier, est relativement favorable aux compagnies lorsque l'inflation se présente. Les immeubles représentent en effet des actifs réels, dont le revenu devrait suivre les prix. Le blocage des loyers pendant la guerre et l'essentiel de l'entre-deux-guerres limite sans doute cet avantage, mais il n'empêchera pas les loyers comme les prix des immeubles d'augmenter bien davantage que les valeurs à revenu fixe. Devant cet avantage, on s'étonne de voir la part des immeubles dans les placements diminuer durant la période d'inflation 1921-1925. Il semble que le décret de 1906 qui modifie les conditions de leur dépréciation au bilan ait défavorisé ce type de placement. Pourtant, une diversification avisée aurait dû maintenir la place de ces actifs.

¹⁹ Les rendements des compagnies françaises fournis par Pineaux, conformément au principe selon lequel les compagnies ne liquident pas leurs actifs, ne tiennent pas compte de la dépréciation de ceux-ci, sauf dans la mesure où elle peut entraîner des revenus plus faibles (ce qui peut tarder longtemps). La législation sur les amortissements a paradoxalement favorisé les observateurs en évitant les amortissements qui, trop souvent, venaient en déduction de la valeur au bilan sans que leur montant fût indiqué; sur le moyen terme les imperfections sont largement gommées et l'observation n'est pas trop fautive. En revanche, ces rendements sont surestimés du fait de l'inclusion dans les revenus des intérêts et loyers échus et non encaissés, qui dans certains cas ne furent jamais payés, et dont en tout cas le retard entraîne un décalage dans le temps des revenus qui crée sans doute un biais en faveur des années de crise. La mesure américaine est basée au contraire sur des valeurs de marché. Cette différence serait de peu d'importance si la situation relative des valeurs de marché par rapport aux valeurs de bilan était la même aux deux bornes d'une période examinée; malheureusement rien n'est moins sûr. Il convient cependant de ne pas exagérer les différences entre les deux méthodes: une part essentielle du portefeuille des compagnies américaines est composée d'actifs pour lesquels il n'existe pas de marché secondaire, de sorte que les valeurs utilisées sont des prix de revient, comme en France.

²⁰ Le graphique comporte uniquement les placements correspondants aux opérations effectuées en France.



La part des valeurs françaises garanties par l'Etat augmente au contraire fortement entre 1921 et 1925. Certes, les rendements élevés que ces valeurs offrent alors compensent dans une large mesure l'inflation. Il reste cependant que cette compensation est incomplète, et qu'elle expose les compagnies à un retour de la hausse des prix dans le futur (ce qui aura lieu à partir de 1936). Un choix plus judicieux aurait impliqué une diversification des titres détenus vers des obligations privées à plus haut rendement et surtout vers des actions, les seuls titres à ne pas infliger entre 1914 et 1926 de pertes nominales à leurs détenteurs, et de loin les titres présentant la meilleure performance totale sur notre période: une estimation rapide montre un rendement annuel entre 1913 et 1936 (soit avant la reprise de l'inflation qui agrandira l'écart en faveur des actions) de 6 % pour les actions contre seulement 2 % pour la rente 3 %²¹, un écart supérieur à une simple prime de risque. On ne connaît pas la part des actions dans les portefeuilles des compagnies. Cependant, à en juger par le comportement du poste "valeurs françaises diverses" qui les réunit aux obligations privées, leur part diminue sensiblement entre 1921 et 1925, pour remonter après sous l'effet de la diminution des émissions publiques comme de leur rendement et de la hausse des cours de bourse. Les compagnies semblent ainsi avoir mieux su participer à l'engouement pour les actions des années 1926-1929 que protéger leur clientèle contre l'inflation antérieure.

Enfin, dernière absence regrettable: les valeurs étrangères. Alors que les compagnies françaises avaient effectué des placements importants en titres étrangers avant 1914 (cf. ci-dessus), elles n'y reviennent pas après la guerre: si la baisse entre 1918 et 1921 correspond à l'intégration dans les bilans des pertes des années antérieures, l'augmentation entre 1921 et 1925 est faible, alors même que le taux de change est l'obsession nationale de ces années et que les fuites de capitaux témoignent du souci des Français de protéger leur patrimoine par des placements en devises stables. La législation sur le contrôle des changes a pu jouer un rôle dans cette limitation des placements à l'étranger, mais son abolition n'amène pas leur augmentation après 1925, bien au contraire²² (l'argument selon lequel le franc est alors stabilisé est peu convainquant puisque la diversification était

²¹ Cette estimation est basée sur le taux de rendement interne calculé sur la rente 3% (en prenant le cours moyen de 1936 et non le cours de fin d'année, qui serait encore plus défavorable) et l'indice des actions (un mode de calcul certainement grossier, mais suffisant étant donné l'importance de l'écart trouvé, d'autant plus que nous avons tiré autant que possible en défaveur des actions en supposant leurs dividendes nuls durant les années 1914-1919 pour lesquelles les données agrégées ne sont pas disponibles).

²² On notera que le cours de la rente anglaise à Paris ne s'écarte pas sensiblement de son cours à Londres durant la période de contrôle des changes, autrement dit que le cours de la livre sterling titre n'est pas différent de son cours de marché

importante avant 1914 en plein étalon-or).

Ces différents comportements conduisent à penser que les compagnies ont généralement anticipé dans les années 1920-1926 une stabilisation rapide du franc, voire une déflation et un retour à une parité plus proche de celle de 1913; puis qu'après la stabilisation elles ont anticipé la stabilité ou la baisse des prix en France et peut-être une dévaluation des autres devises (toutes prédictions qui ne s'avèrent justes que jusqu'à 1935). S'il est trop aisé de faire remarquer après coup ces erreurs, il est en revanche légitime de critiquer cette prise de risque excessive, car en investissant presque uniquement en titres à revenu fixe, les compagnies ont manqué à leur premier devoir de diversification des actifs. On peut certes chercher à justifier ce comportement en l'interprétant comme une forme d'aversion extrême pour le risque (un comportement fréquent chez les épargnants français qui forment leur clientèle): il est clair que la forme du contrat d'assurance incite fortement les compagnies à préférer un rendement nominal qui suffise à remplir les contrats souscrits au risque encouru de ne pas les satisfaire du fait de placements en actions ou immeubles dont les cours peuvent s'effondrer en cas de crise²³. Pourtant, cet argument lui-même est contestable: pendant la période d'inflation, les baisses de cours des titres "sûrs" à revenu fixe auraient amené les compagnies à la faillite sans l'intervention de l'État, tandis que les variations de cours des actions ou des immeubles, surtout pour un portefeuille bien diversifié, sont rarement très importantes²⁴.

La structure des placements des compagnies était-elle regardée par les épargnants comme un critère de choix entre compagnies, ce qui inciterait à considérer que le rendement relatif à long terme leur importait ? Il ne nous a pas encore été possible de répondre à cette question en tentant de mettre en relation le développement relatif des compagnies et leurs structures de placement, mais la diversité de ces dernières pourrait aller en ce sens (graphique).

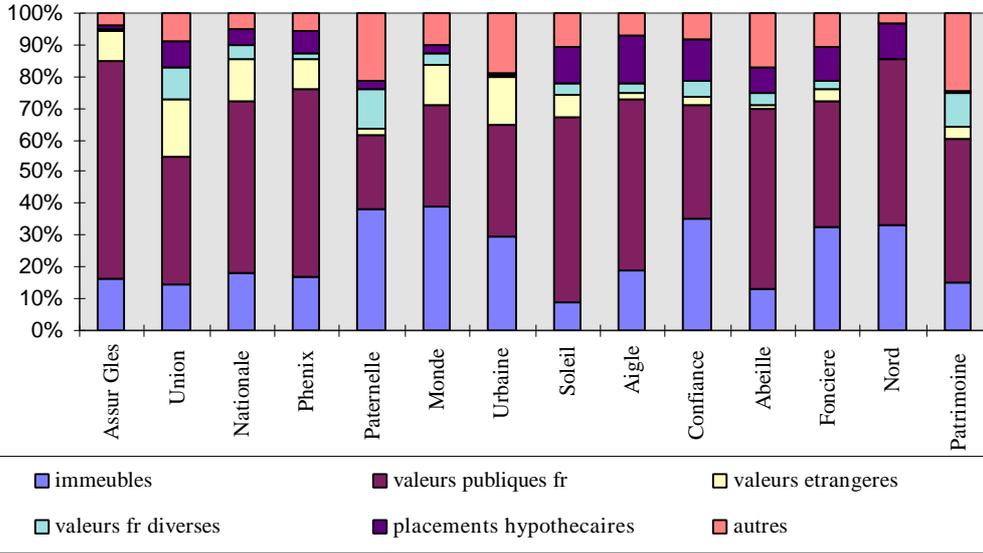
pour les opérations commerciales, ce qui suggère que le contrôle n'était pas contraignant. La fraude était sans doute massive. Peut-être cependant les compagnies d'assurances étaient-elles spécialement contraintes.

²³ On notera qu'une hostilité considérable envers les placements réels (actions ou immeubles) est fréquente chez les commentateurs de l'époque, malgré l'expérience récente (ainsi Pineaux, 1938, qui voit davantage les pertes sur les immeubles et les actions entre 1930 et 1935 que leur gain global sur l'entre-deux-guerres).

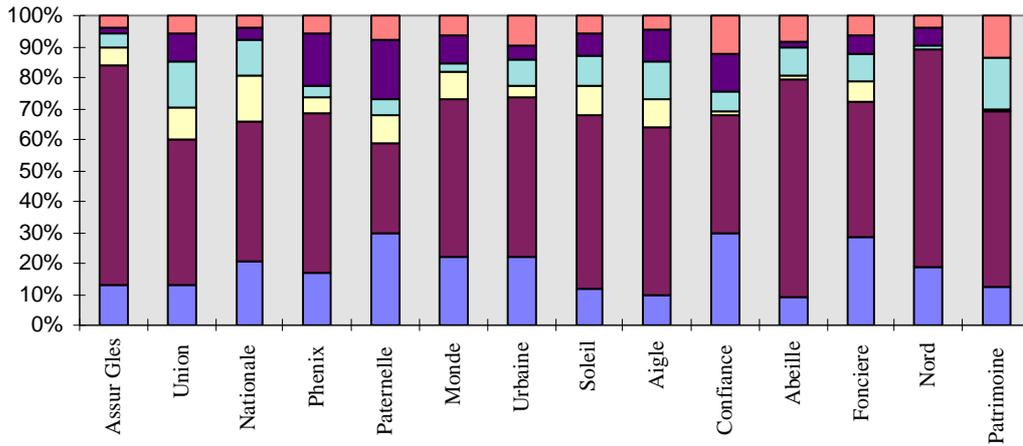
²⁴ Il n'y a pas d'exemple d'une baisse de l'indice général des actions de 50%, c'est-à-dire comparable à celle que connaissent les obligations entre 1913 et 1925.

structure des placements des differentes compagnies

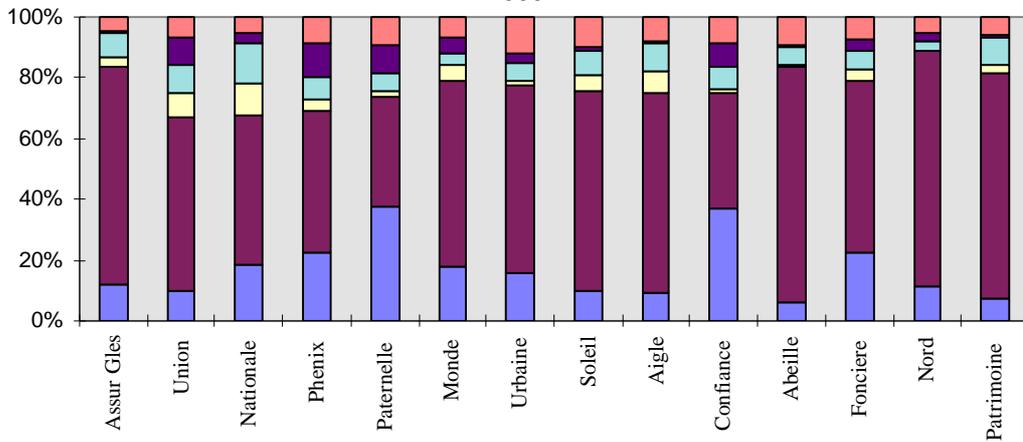
1925



1930



1935

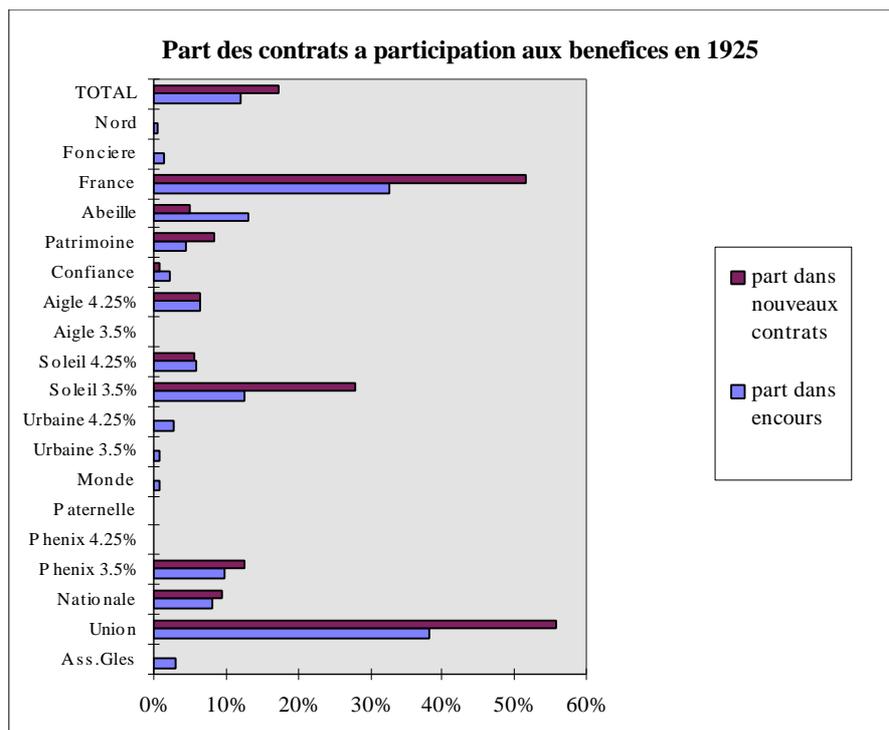


Une autre manière de mesurer si les clients des compagnies pouvaient espérer un rendement supérieur à ceux qu'il pouvait trouver directement sur le marché est d'examiner l'importance de la participation des assurés aux bénéfices. Celle-ci correspond à la part du supplément du rendement des placements de la compagnie sur le rendement garanti par contrat qu'elle redistribue aux assurés. Deux types de contrats existent à notre époque: des contrats pour lesquels une participation aux bénéfices est prévue et d'autres pour lesquels elle est exclue (de sorte que l'assuré a droit à un revenu fixe déterminé par le taux garanti de la compagnie, ordinairement le maximum légal). Naturellement, le rendement garanti par les contrats comportant participation aux bénéfices est inférieur. L'importance de ces contrats par rapport à la masse des contrats en cours nous indique à la fois quelle était la demande des assurés et dans quelle mesure les compagnies tentaient d'attirer la clientèle en laissant espérer une participation à des rendements élevés.

Un examen empirique de cette question montre immédiatement que ces contrats étaient très minoritaires (12% des encours et 17% des entrées de nouveaux contrats en 1925), mais aussi que leur importance variait très fortement selon les compagnies (graphique). Entre 1913 et 1925, la participation aux bénéfices diminue en terme de part des contrats en cours, mais augmente pour les flux de contrats nouveaux, indiquant que les compagnies ont recommencé à proposer ce type de contrats au milieu des années 1920, après les avoir délaissés (c'est le cas en 1913 où ils représentent une petite part des entrées par rapport à leur part de l'encours).

A la veille de la guerre, si les encours de ces contrats sont dominés par les Assurances générales et la Nationale, elles ne les pratiquent plus, et les nouveaux contrats de ce type sont réalisés par l'Union, l'Urbaine, le Soleil, l'Abeille et la Confiance. En 1925, les contrats à participation sont largement dominés par une compagnie, l'Union, qui réalise à elle seule 73% du total des entrées et 52% des encours. Plus d'un tiers de son encours et de la moitié de ses nouveaux contrats sont à participation. La France pratique également ces contrats, mais n'est qu'une petite compagnie qui ne pèse guère dans l'activité totale.

Au total, la reprise de l'activité des contrats avec participation aux bénéfices en 1925 est assez apparente, puisque deux compagnies seulement sont vraiment concernées. Quelques conclusions peuvent en être tirées: en premier lieu, ces contrats semblent relever du choix des compagnies plus que des clients, car les comportements des différentes compagnies sont très différents. L'offre d'une participation aux bénéfices est-il le signe du dynamisme de compagnies conquérantes ? C'est possible: la croissance de 9 à 23% de la part de marché de l'Union dans les flux totaux entre 1913 et 1925 va en ce sens. Cependant celle de la France recule, même si elle semble retrouver plus de dynamisme en 1925 avec une forte augmentation de l'importance des nouveaux contrats par rapport à son encours. Il semble ainsi que la rareté de l'offre de participation aux bénéfices puisse être invoquée comme une raison de désaffection des épargnants envers l'assurance-vie.



Au delà de la simple disponibilité de contrats de participation aux bénéfices, il conviendrait, pour juger plus précisément de leur capacité à attirer des clients, de mesurer leur “générosité”, c’est-à-dire l’importance des bénéfices distribués à ce titre.

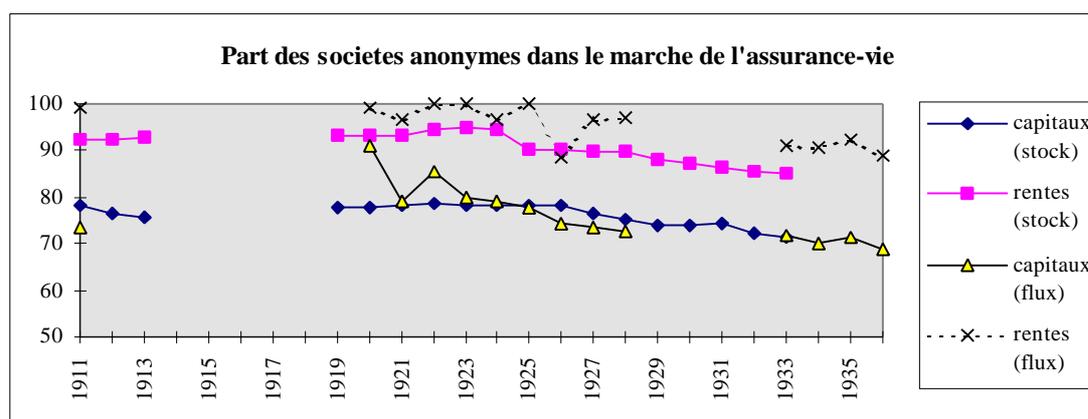
Mais quoi qu’il en soit de la capacité de ces contrats à satisfaire leur clientèle, une chose semble assurée: le rendement qu’offre le placement en assurances est dans la très grande majorité des cas limité au rendement fixe garanti par le contrat. Ceci contribue naturellement à rendre les épargnants sensibles à la différence entre le taux garanti et les taux du marché, et supprime un attrait essentiel des contrats d’assurances-vie: la possibilité d’espérer une protection partielle contre des aléas inflationnistes grâce à la capacité de gestion et de diversification des gestionnaires de portefeuille des compagnies.

Il faut bien considérer qu’en ne proposant pas de participation aux bénéfices, les compagnies françaises sacrifiaient leur développement à leurs profits de court terme. Ce choix est antérieur à la guerre, même s’il n’a peut-être pas toujours été fait. En témoigne la différence entre le montant de la participation aux bénéfices distribuée rapportée aux dividendes en France et aux Etats-Unis: dans le premier cas, la participation ne représente qu’une fraction (de l’ordre de 25 à 35%) des dividendes distribués; dans le second elle est un multiple conséquent (entre 20 et 40) des dividendes. Ceci suggère que malgré des placements très prudents (au sens conventionnel du terme) et peu rémunérateurs, les compagnies françaises sont parvenues à distribuer à leurs actionnaires une part substantielle de l’excédent de rendement de leurs placements par rapport aux taux de la rente.

La seule explication simple qui nous semble pouvoir expliquer l’essentiel des caractéristiques ci-dessus et rendre compte ainsi, pour l’essentiel, du faible développement de l’assurance-vie en France est l’existence d’une structure de marché très oligopolistique, qui aurait permis aux compagnies de maximiser leur profit de court terme au détriment du rendement fourni aux assurés. L’assurance est un secteur où une telle collusion est aisée car par définition les assurés ne peuvent pleinement s’assurer du faible rendement de leur contrat qu’à long

terme (quand ils n'ont pas eux même expiré au sens propre). Auparavant, ils ne peuvent guère qu'examiner la structure de bilan des compagnies, tenter de calculer le rendement de ses actifs, ou, surtout, comparer le rendement garanti de leurs contrats aux taux du marché. Quand bien même le rendement de l'assurance-vie est alors inférieur, les épargnants ne l'abandonnent pas entièrement du fait de la fonction d'assurance pure des contrats, qui n'est pas satisfaite par les produits financiers concurrents: l'activité est alors faible, mais cela ne suffit pas nécessairement à imposer un changement de stratégie aux compagnies si leur profits sont suffisants. Dès lors par ailleurs qu'elles compagnies assurent un rendement légèrement supérieur aux taux du marché, leur développement est possible même si le service qu'elles rendent est faible, à la condition seulement que des compagnies concurrentes ne viennent pas convaincre les épargnants de la supériorité de leurs produits. Un oligopole, formel ou tacite, suffit dans les deux cas à maintenir le statu quo. Tout indique qu'une telle collusion a existé durant notre période.

Outre les arguments examinés ci-dessus (faible distribution de bénéfices et plus généralement faible rendement assuré aux clients), témoigne d'abord en ce sens la considérable domination du marché qu'exerce un petit nombre de compagnies. En 1912 les cinq plus grandes représentent plus de 80% du stock des capitaux assurés (et de 90% des rentes) et environ 70% des nouveaux contrats (90% pour les rentes) de l'ensemble des sociétés anonymes, les sociétés anonymes elles-mêmes (les seules que nous ayons étudiées ci-dessus, pour des raisons de disponibilité de l'information) représentant l'essentiel du marché de l'assurance-vie (graphique). Si les parts de marché des grandes compagnies et plus généralement des sociétés anonymes diminuent peu à peu (ce qui renforce l'idée qu'elles n'offraient pas des conditions compétitives), cette baisse est lente²⁵, ce qui leur permet de réaliser des profits relativement importants (au XIXe siècle, les actions des compagnies d'assurance ont représenté un excellent placement, cf. Duneau, à paraître). Le rôle de l'Etat dans la coordination de cet oligopole, en particulier par la fixation du tarif minimum, reste encore à étudier mais semble probable. Les dissensions au sein du groupe oligopoliste ont pu exister (comme nous l'avons vu dans le cas de l'Urbaine offrant des contrats à participation aux bénéfices), mais elles ne concernaient que peu de compagnies et ne mettaient pas en cause l'ordre existant.



²⁵ Comme nous l'avons vu, la concurrence provient au XIXe siècle des compagnies étrangères, spécialement américaines, que paradoxalement la législation semble favoriser en ne les soumettant pas à certaines des contraintes qui frappent les compagnies françaises (en particulier en termes de publication, ce qui nous rend plus difficile leur étude). Après 1918, ce sont les mutuelles françaises qui se développent. Elles sont cependant en général petites et présentent de ce fait des coûts de réassurance du risque "décès" plus élevés que les grandes compagnies (le coût de la réassurance est élevé durant cette période du fait de la quasi-absence de sociétés françaises dans ce secteur, ce qui impose de recourir à des compagnies

NB Les données sont incomplètes, ce qui explique les ruptures dans les courbes.

Conclusion

Au terme de cette étude, la faiblesse durable de l'assurance-vie française semble résulter d'une incapacité à obtenir un rendement suffisant de ses placements, qui elle-même découle d'un refus permanent des risques. La législation dictait certes des contraintes, mais qui n'expliquent pas le comportement des compagnies, qui n'utilisèrent jamais le degré de liberté dont elles disposaient pour réaliser des placements plus risqués. Par ailleurs, la législation dans les autres pays était en général aussi contraignante sans que les rendements fussent aussi faibles. Aux Etats-Unis par exemple, passé une première période où des excès se produisirent, la loi après 1905 interdit les placements en actions mais les compagnies trouvèrent des possibilités de rendements élevés dans les placements hypothécaires. Même la grande guerre et l'inflation ne sont pas des explications satisfaisantes de la faiblesse structurelle du secteur, à laquelle elles ajoutent seulement quelques difficultés conjoncturelles qui sont compensées dans les années 1927-33. L'hypothèse explicative qui nous semble la plus propre à rendre compte du comportement original du secteur français de l'assurance-vie est sa structure oligopolistique marquée.

Bibliographie

- Borscheid, Peter et Annette Drees, *Versicherungsstatistik Deutschlands, 1750-1985*, St Katharinen, 1988.
- Borscheid, Peter, *Mit Sicherheit leben: die Geschichte der deutschen Lebensversicherungswirtschaft*, Greven, 1989.
- Brimmer, Andrew F., *Life insurance companies in the capital market*, East Lansing, Mich.: Michigan State University (business studies), 1962.
- Duneau, Fabrice, "Le secteur des assurances et le rôle de la Bourse dans son développement au XIXe siècle", in G. Gallais-Hamono et P.-C. Hautcoeur (ed.), *Le marché financier français au XIXe siècle*, Revue d'économie financière, à paraître.
- Fourastié, Jean, "Les assurances" in *La France économique de 1939 à 1946*, Annuaire de la REP, Sirey, 1947, p376-92
- Frax, E. et M. J. Matilla, "Les seguros en Espana, 1830-1934", *Revista de historia economica*, XVI, 1996, pp.183-203.
- Keller, Morton, *The life insurance enterprise, 1885-1910 : a study in the limitsof corporate power*, Cambridge, Mass. Belknap Press of Harvard University Press, 1963.
- Laleuf, André, "L'assurance", in Sauvy...Fayard 1972
- Moulton, Harold G., *Financial organization and the economic system*, New-York & Londres, Mc Graw Hill, 1938.
- Pineaux, Charles, *Assurance et placement*, Domat-Montchrestien, 1938.

étrangères, ce qui est coûteux du fait de l'instabilité du taux de change). On notera que les mutuelles comme les compagnies

- Pritchett, Bruce *A study of capital mobilization: the life insurance industry of the nineteenth century*, NY: Arno Press, 1977
- Richard, P. J., *Histoire des institutions d'assurance en France*, L'Argus, 1956.
- Supple, Barry, *The Royal exchange assurance: a history of British insurance 1720-1970*, Cambridge, 1970.
- Westall, Oliver (ed.) *The historian and the business of insurance*, Manchester, 1984.
- White, Eugene, "Banking and finance in the twentieth century: the domestic financial sector", in Stanley Engerman and Robert Gallman (eds), *Cambridge Economic History of the United States*, CUP, forthcoming.
- Zartman, Lester, *The investments of Life insurance companies*, NY : Henry Holt, 1906