



ASSURANCE VIE

La quadrature du cercle des fonds en euros

Décollecte globale, recul inexorable du rendement des supports en euros et environnement contrariant doivent inciter les assureurs à repenser la finalité de leurs offres

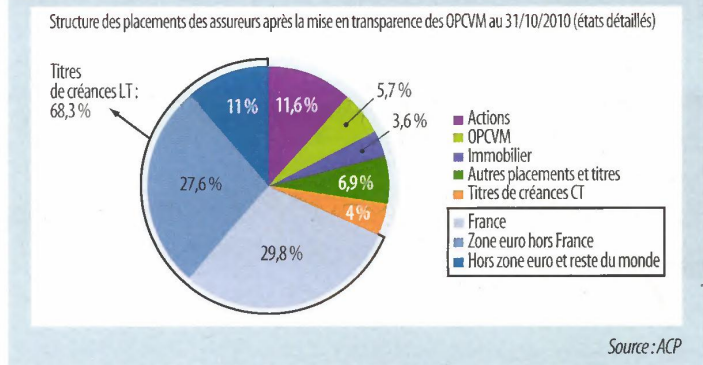
UNE COLLECTE NETTE NÉGATIVE DE 1,4 MILLIARD EN OCTOBRE APRÈS UN SOLDE DÉFICITAIRE DE 1,8 MILLIARD EN SEPTEMBRE... l'assurance vie accuse un coup de faiblesse notable. Ces mauvais chiffres sont-ils passagers ou bien au contraire annonciateurs d'un retournement de tendance durable en défaveur du fameux « placement fétiche » des Français ? Nul n'est en mesure de se prononcer sérieusement (*L'Agefi Actifs* n° 500, p. 16).

Toujours est-il que sur cette période de deux mois, le chiffre d'affaires n'arrive plus à compenser les prestations. De janvier à octobre, la collecte nette atteint 17,7 milliards, en baisse de 63 % par rapport à la même période de l'année précédente. En octobre 2008, phase qui n'a pas été non plus de tout repos pour les gestionnaires, cette même collecte nette s'établissait à 27,9 milliards.

La baisse ininterrompue des rendements moyens sur les fonds en euros depuis dix ans, qui s'accompagne d'une augmentation globale des prélèvements, commence à se faire sentir sur la compétitivité du produit, notamment par rapport aux solutions bancaires classiques. A ces effets viennent s'ajouter les incidences des normes Bâle III poussant les banques à privilégier l'épargne bilancielle, même les conseillers patrimoniaux de certains réseaux bancaires étant fortement incités aujourd'hui à ouvrir des comptes à terme, des livrets et des prêts d'épargne logement.

Enfin, la crise sur les dettes souveraines inquiète particulièrement la clientèle privée. Il est vrai que les assureurs sont fortement positionnés sur les emprunts d'Etat, préférés ces dernières années pour cause de mauvaise orientation des

Des placements essentiellement constitués de titres de créance à long terme



marchés d'actions et d'anticipation des futures normes Solvabilité II (voir le graphique).

La collecte brute régresse et les prestations augmentent... car l'assurance vie est un produit liquide : ce qui a fait longtemps sa force

pourrait devenir une faiblesse si ses promoteurs ne savent pas choisir leur camp : celui de l'épargne à long terme ou celui de placement « à tout faire ».

Nicolas Ducros et Jean-Charles Naimi
Pages 12 à 15



UNE PRÉFÉRENCE POUR LES TITRES ÉMIS PAR LES ÉTATS À FIN 2010

D'après une étude menée par la Banque de France portant sur les placements des organismes d'assurances à fin 2010 (*Bulletin de la Banque de France*, n°185, 3^e trimestre 2011), « de manière générale, les assureurs n'ont pas changé de façon notable la composition de leur portefeuille par rapport à l'année 2009 ». En 2010, les placements des organismes d'assurances étaient constitués à 72,3 % par des titres de créances qui étaient eux-mêmes composés à plus de 44,3 % par des obligations. Selon les auteurs du rapport, la nette augmentation de la part des obligations - de 38 % à 44,3 % - pouvait « être mise en relation, au moins pour partie, avec la baisse des taux observée au cours

de l'année 2010 » qui se traduisait par une hausse de la valeur de marché des titres. Les compagnies restaient investies essentiellement en titres de signatures situées en France (40,5 %) et, dans une moindre mesure, dans les autres pays de la zone euro où ils privilégiaient des titres de créances à long terme émis notamment par les Etats ou les institutions financières. Les titres émis par des non-résidents représentaient 49,1 % du total des placements, proportion en légère hausse par rapport à 2009. Avec 34,7 % des placements, les émetteurs de la zone euro conservaient les préférences des investisseurs. Les titres de signatures

françaises constituaient 40,5 % du portefeuille des assureurs à fin 2010, après 36,7 % à fin 2009. Selon le rapport, « un recentrage s'est clairement opéré en faveur des titres publics français : en 2009, ceux-ci représentaient 44 % des titres publics détenus contre 55 % pour ceux d'autres Etats membres de la zone euro. En 2010, leur part s'élève jusqu'à 50,3 % contre 47 % pour les seconds. Ce recentrage au profit des émetteurs nationaux vaut également pour les titres émis par des institutions financières françaises ». La part de titres émis par les institutions financières résidentes (hors assurances) a ainsi atteint 17,1 % contre 14,6 % en 2009.

Une gestion très disparate de la crise financière selon les assureurs

Les comptes des sociétés (et non des groupes) dont la valeur nette des actifs est supérieure à 30 milliards d'euros pour l'activité d'assurance directe. Evolution de 2007 à 2010 par Facts & Figures et L'Agefi Actifs.

Société	Groupe	Valeur nette des actifs (hors UC)	PPE				Réserve de capitalisation				Encours en euros	Encours total en épargne (*)	Participation moyenne attribuée (**)			PPE / Encours moyen		
			Fin 2007	Fin 2008	Fin 2009	Fin 2010	Fin 2007	Fin 2008	Fin 2009	Fin 2010			En 2007	En 2010	Variation (en point)	En 2007	En 2010	Variation (en point)
CNP Assurances	CDC, La Poste, Caisses d'Épargne	228.635	2.993	2.568	2.511	3.168	1.330	1.372	1.410	1.434	207.347	241.768	4,12 %	3,07 %	-1,05	1,86 %	1,55 %	-0,31
Crédit Agricole Assurances	Crédit Agricole	185.460	3.364	2.127	4.396	4.614	1.264	1.610	1.781	1.789	169.417	204.767	3,68 %	3,09 %	-0,59	2,34 %	2,80 %	0,46
Axa France Vie	Axa	103.365	1.860	1.694	1.623	1.791	443	450	460	503	75.675	98.980	4,15 %	3,63 %	-0,52	2,99 %	2,43 %	-0,56
Cardif Assurance Vie	BNP Paribas	81.466	818	391	929	1.031	729	752	791	795	68.981	98.007	3,80 %	3,10 %	-0,70	1,77 %	1,53 %	-0,24
Sogécap	Société Générale	66.789	411	412	466	636	543	386	277	287	56.158	71.538	3,93 %	3,27 %	-0,66	1,05 %	1,17 %	0,12
Generali Vie	Generali	63.608	1.908	2.039	1.773	2.051	355	487	659	749	59.888	73.794	3,93 %	3,81 %	-0,12	4,38 %	3,52 %	-0,86
Allianz Vie (ex. AGF Vie)	AGF Allianz	50.758	1.460	1.224	900	899	820	799	1.012	1.002	44.398	52.652	4,74 %	3,98 %	-0,76	3,94 %	2,09 %	-1,85
ACM Vie SA	Crédit Mutuel Centre-Est Europe	48.526	1.395	1.343	1.457	1.756	271	271	286	296	43.076	49.633	3,75 %	2,98 %	-0,77	4,06 %	4,17 %	0,11
ABP Vie	Natixis	31.397	461	327	355	656	163	144	170	144	29.024	34.117	3,47 %	1,82 %	-1,65	2,00 %	2,31 %	0,31
Aviva Vie	Aviva	31.135	457	468	359	307	478	427	419	398	29.032	40.499	4,97 %	3,99 %	-0,97	1,83 %	1,08 %	-0,75

Groupama, dont la valeur nette des actifs (hors UC) est supérieure à 30 milliards d'euros, n'est pas intégrée dans ce tableau. La fusion de GAN Assurance Vie avec Groupama Vie en janvier 2010 est de nature à trop fortement modifier les données comptables transmises, nécessaires aux comparaisons.

(*) Le présent chiffre intègre toute l'activité d'épargne individuelle et collective (y compris donc les contrats de retraite Madelin et de retraite collective) investie en euros, en unités de comptes ou gérée dans le cadre des régimes en points (L.441-1).
 (**) Il s'agit du ratio "Montant effectif de la participation / Provisions mathématiques moyennes" pour les contrats relevant de l'article A.331-3 du Code des assurances. Si les chiffres indiqués sont bien fidèles par rapport aux états techniques publiés par les sociétés mentionnées, force est de constater que toutes les sociétés ne remplissent pas cet état de la même manière. Par ailleurs, certaines compagnies ont fait le choix de doter fortement leur PPE en 2010, ce qui a réduit ipso facto la part attribuée à leurs assurés. Enfin, il faut rappeler que les compagnies peuvent déduire de la participation versée les éventuelles pertes techniques réalisées sur certains de leurs contrats.

Source des données et périmètres pris en compte

Les tableaux fournis par la société Facts & Figures sont issus des données publiques disponibles des sociétés d'assurance vie concernées à fin 2009. Il s'agit d'une approche de type « best estimate » en l'absence d'informations complètes et homogènes concernant exclusivement les contrats d'épargne individuelle des opérateurs.

Comme l'an passé (*L'Agefi Actifs* n°422, pp. 10 à 13 et n°471, pp.10 à 13), le chiffre d'affaires total en épargne intègre toutes les activités d'épargne vie des sociétés, c'est-à-dire à la fois l'épargne individuelle, la capitalisation, les Perp mais aussi, le cas échéant, les contrats de retraite Madelin, les contrats de retraite collective, les PERE et les contrats de retraite en points (L. 441-1). Les encours sont évidemment calculés sur le même périmètre.

Les précautions à prendre à la lecture des participations moyennes servies aux assurés n'ont pas non plus varié.

La participation moyenne attribuée à l'ensemble des contrats s'appuie sur le tableau publié par les opérateurs en annexe de leur bilan et de leur compte de résultat. Celle-ci est calculée comme étant le ratio « Montant effectif de la participation / Provisions mathématiques moyennes » pour les contrats relevant de l'article A.331-3 du Code des assurances (c'est-à-dire les contrats soumis à une participation aux bénéfices techniques et financiers).

Pour les sociétés (comme CNP Assurances, ACM Vie SA, Generali Vie...) qui ont des contrats de retraite Madelin et des contrats de retraite collective (voire des contrats de retraite en points), le ratio indiqué intègre, de fait, le rendement moyen servi également sur ces contrats. Or, pour les contrats connaissant un déficit technique (ce qui est souvent le cas pour les contrats de retraite Madelin et les contrats de retraite en points intégrant une garantie de rente à la souscription), la perte technique vient généralement réduire le rendement financier. D'où des ratios financiers moyens inférieurs pour ces contrats (et donc pour les sociétés concernées).

A la différence de la pratique de la profession, le tableau intègre la réserve de capitalisation dans le calcul des réserves attribuables aux assurés. Il s'agit d'un strict respect du Code des assurances car la réserve de capitalisation appartient bien aux assurés. Compte tenu du nombre très important de données gérées pour élaborer ce tableau, des erreurs sont toujours possibles : que les sociétés acceptent donc, le cas échéant, qu'une version révisée du tableau soit livrée.

Les pratiques comptables peuvent varier d'une société à une autre, ce qui peut conduire à des écarts d'appréciation de certaines données sans que Facts & Figures n'en soit tenue pour responsable.

Les comptes de l'intégralité de 28 sociétés d'assurance sont accessibles en ligne.



CHRISTOPHE EBERLÉ, PRÉSIDENT, OPTIMIND

“ Avec un rendement réel de 1 %, l'option en euros n'est plus un placement en vue de la retraite



L'Agefi Actifs. - Pourquoi une telle enquête sur les fonds en euros ?
 Christophe Eberlé. - Les provisions mathématiques correspondant aux engagements en euros sont devenues imposantes, même à l'échelle d'une nation, plus de 1.000 milliards d'euros, et il nous apparaît que, au moins publiquement, personne ne s'en inquiète alors qu'ils deviennent à la fois moins rentables pour les assureurs et pour les assurés. Les organismes d'assurance continuent à pousser la collecte pour suivre froidement des indicateurs de production fixés annuellement, souvent aussi parce que leurs dirigeants sont jugés sur les volumétries collectées. Il s'agit d'une solution de facilité dans la mesure où les réseaux ne semblent pas prêts à globalement commercialiser d'autres formules. Pour preuve, plus de la moitié des professionnels interrogés dans notre enquête pensent que le contrat en euros va continuer d'exister sans autre alternative. Pourtant, la mauvaise conjoncture boursière

et les impératifs prudentiels - Solvabilité II notamment - entraînent un désengagement progressif des actions, ce qui indique clairement que le produit n'est plus en phase avec son objectif de long terme de préparation de la retraite.

Y a-t-il vraiment des solutions alternatives ?

- Si l'on se base sur des taux de rendement entre 2,8 et 3 % avec une prévision de l'inflation pour 2011 de 1,8 % à 2 %, on obtient un taux de rendement réel sur les contrats en euros d'environ 1 %, voire de 0,8 %. Ce seuil fait de l'assurance vie en euros un placement de sécurisation et non de retraite. Côté entreprises d'assurances, au regard des contraintes de fonds propres de Solvabilité II pour compenser la volatilité des placements, une hausse des frais de gestion d'au moins 0,40 à 0,50 % peut être envisagée. Aujourd'hui, nos projections donnent des « *embedded values* » sur les portefeuilles en euros

quasi nulles, voire négatives. Le côté protecteur, rassurant et facile à comprendre du fonds en euros avec le principe du capital garanti à tout moment est devenu à la fois trop coûteux à financer par les assureurs et trop impactant en termes de rendements perçus par les assurés. Il est temps d'explorer d'autres pistes pour se tourner vers des solutions partiellement couvrantes, par exemple des formules à capitaux garantis à certains moments seulement, alignées sur des investissements plus musclés en actifs volatils sur le long terme. Les *variable annuities* répondent à ces exigences, d'autres produits à inventer rapidement pourront certainement encore mieux le faire d'ici à quelques années. Enfin, les pouvoirs publics, à travers l'outil fiscal, doivent aussi accompagner, si ce n'est obliger, cette offre d'épargne à se réinventer.

POINTS CLÉS

- Gros investisseurs en emprunts d'États, les assureurs doivent piloter leurs portefeuilles dans un environnement très difficile.
- L'année 2011 devrait logiquement voir une baisse importante des taux de rendement des fonds en euros, ce qui ne va pas faciliter la collecte future.
- Les produits de substitution aux fonds en euros ont toujours du mal à se généraliser et les réseaux tout comme les assurés à abandonner la sécurité.



ASSURANCE VIE / FONDS EN EUROS

La chute de la collecte force les assureurs à reprendre la main

► Malgré les risques sur les marchés d'actions, les fonds en euros sécuritaires apparaissent à bout de souffle avec une collecte en baisse de 13 % depuis le début de l'année 2011

► Les assureurs ont du mal à remplacer le produit phare qui a largement contribué au développement de leur activité et à celui de leurs réseaux ces vingt dernières années

Les taux de rendement des contrats en euros faiblissent, les retraités rachètent, la fiscalité s'alourdit... en résumé, l'assurance vie « prend de l'âge ». Les derniers chiffres pour 2011 publiés par la FFSA et le Gema (Fédération française des sociétés d'assurances et Groupement des entreprises mutuelles d'assurances - lire p. 1), font état de deux mois consécutifs de collecte nette négative : -1,4 milliard d'euros pour le mois d'octobre après 1,8 milliard pour le mois de septembre.

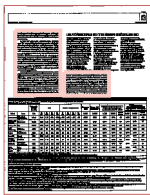
L'heure est grave, il convient de rassurer et de faire en sorte d'inverser la tendance. Mais encore faut-il le faire intelligemment en séparant ce qui relève de phénomènes structurels de ce qui ressort de la conjoncture.

Un ralentissement aux effets relatifs. « Notre perspective sur le secteur de l'assurance vie en France est négative, indique Marc-Philippe Juilliard, directeur du département assurance de Fitch. Notre sentiment est que nous sommes passés d'une activité structurellement

en croissance en volume à une activité cyclique. » Une situation qui change la donne sans pour autant être catastrophique : « L'assurance vie en euros est un gros paquebot. Son potentiel d'accélération est à notre avis nul pour l'avenir mais il ne risque pas l'arrêt brutal. Le placement reste encore fiscalement compétitif. Il a échappé à la hausse récente du prélèvement forfaitaire libératoire, contrairement à un portefeuille titres. Après quatre ans de détention, la fiscalité est allégée, ce qui est cohérent avec la nature du produit à long terme », relativise le responsable de l'agence de notation.

« Actuellement, nous assistons de la part des clients à une préférence pour le court terme, et donc pour l'épargne monétaire », constate le président de la commission des assurances de personnes de la FFSA, Stéphane Dedeyan. Et de poursuivre : « La collecte actuelle de l'assurance vie, qui reste très significative, correspond donc à une épargne réellement investie dans une perspective de long terme, même si elle reste liquide. La force de l'assurance vie est de continuer à pouvoir s'adapter à toutes les circonstances. »

« Dans l'immédiat, le manque de collecte sur les fonds en euros n'est pas forcément un mal, complète Marie-Pierre Gonon, responsable du Pôle Vie d'Actuaris, dans la mesure où cette situation n'oblige pas les assureurs à charger leurs portefeuilles avec des obligations à faible rendement dans un contexte où une dégradation de la note de la France par les agences de notation amènerait à une hausse des taux des emprunts d'Etat. » Et dans cette situation ? « Même s'ils étaient contraints de vendre des obligations, les assureurs pourraient absorber les moins-values sur la réserve de capitalisation », renchérit Stéphane Dedeyan.



L'assurance vie dispose de protections. Le navire dispose de floteurs pour protéger l'épargne des assurés, à commencer par la fameuse provision pour participation aux bénéfices (PPB, dénommée aussi PPE). « Cette dernière devrait en toute logique, sauf dispositif exceptionnel, faire la différence en permettant aux assureurs de compenser notamment tout ou partie des pertes occasionnées par les dépréciations sur les titres obligataires - on pense bien entendu aux titres grecs - et les provisions à caractère durables éventuelles enregistrées sur les actions. A cela viendra s'ajouter, sur les contrats qui le permettent, la dotation à la PRE - provision pour risque d'exigibilité. Ces charges viendront cette année en diminution de ce qui pourra être distribué aux assurés », explique l'actuaire conseil du cabinet Galéa & Associés, Norbert Gautron.

L'ACP, dans son courrier du 27 octobre (lire l'encadré p. 15), ne fait que rappeler ces principes.

« La crise actuelle aura bien entendu un impact sur la participation aux bénéfices et les résultats des assureurs. Nous devons faire face à une situation nouvelle : celle du défaut partiel d'un Etat, en l'occurrence la Grèce. C'est dans ce sens que nous travaillons avec le Trésor sur l'application des règles comptables à cette question précise et pas dans le sens d'un changement des règles de provisionnement », avance Stéphane Dedeyan. Et puis halte au catastrophisme : « Les fondamentaux sont bons : il serait souhaitable de rappeler qu'avant d'être défaillante, une entreprise d'assurances est protégée par un modèle économique équilibré, la diversification de ses placements, ses différentes provisions de lissage, et enfin ses fonds propres. »

Des orientations disparates selon les assureurs. Si les réserves doivent être jetées dans la bataille, force est de constater que les assureurs ne sont pas tous logés à la même enseigne, comme le montrent les synthèses réalisées par le cabinet Facts & Figures.

En effet, parmi les dix compagnies d'assurance vie françaises dont la valeur nette des actifs gérés est supérieure à 30 milliards d'euros, les orientations choisies sont particulièrement disparates (voir le tableau).

De la fin de l'année 2007 à décembre 2010, Cardif Assurance Vie a enregistré la plus forte progression, de l'ordre de 56 %, des actifs nets gérés hors unités de comptes. De l'autre côté, Axa France Vie a évolué de 14 % mais demeure au troisième rang des assureurs vie avec plus de 103 milliards d'actifs gérés. Pour maintenir un niveau de collecte conséquent sur les fonds en euros de ses contrats en 2008, au moment où les marchés financiers étaient notamment confrontés à la crise des *subprimes*, l'assureur du groupe BNP Paribas a massivement pioché dans sa PPE. De 818 millions à 391 millions, cette provision - qui permet de lisser les taux de rendement servis dans le temps grâce aux bénéfices mis en réserve par l'assureur - a reculé de plus de 53 %. L'assureur a pris soin de reconstituer rapidement cette poche de sécurité. Fin 2009, la valorisation avait repris plus de 138 % pour atteindre 929 millions.

Les trois premiers assureurs ont également recouru à cette solution : CNP Assurances, qui gérait en décembre 2010 près de 229 milliards d'euros d'actifs en euros, a prélevé 15 % environ de sa PPE, Predica 37 % et Axa France Vie près de 9 %. Fin 2010, CNP Assurances avait reconstitué des provisions supérieures à celles constituées en 2007. Elles ont progressé d'environ 200 millions d'euros. Sur quatre ans, 1,300 millions ont été versés sur la PPE par Predica. Axa France Vie, de son côté, n'a pas totalement reconstitué cette provision. La PPE d'Allianz Vie a perdu 400 millions en quatre ans, tandis qu'ABP Vie, l'assureur du groupe Natixis, a fait le choix de consolider cette poche en la valorisant de 84 %, passant de 355 millions à 656 millions entre 2009 et 2010.

Un recours massif à la réserve de capitalisation. Autre levier d'action utilisé ces dernières années par les assureurs, la réserve de capitalisation, qui permet d'absorber les moins-values enregistrées sur les titres obligataires, souverains ou d'entreprises, a massivement été utilisée par les assureurs. Entre 2008 et 2009, Sogecap a utilisé près de la moitié de ces fonds, réduits de 543 millions en 2007 à 277 millions à fin 2009. Après avoir prélevé 21 millions entre 2007 et 2008, Allianz Vie a provisionné 213 millions en 2009. C'est ainsi la seule société avec Generali à avoir privilégié cette réserve pendant cette période en la valorisant de plus de 25 %. En approchant le seuil des 60 milliards d'euros



investis sur les supports en euros, Generali Vie est d'ailleurs la société qui a le moins privilégié ces actifs parmi les dix premiers assureurs français depuis 2007. La part consacrée a augmenté de 13 % quand celle de Cardif Assurance vie a évolué de 48 % à 70 milliards d'euros environ. En revanche, Generali a le plus rapidement progressé - 23 % - sur l'encours total en épargne entre 2007 et 2010 pour atteindre 74 milliards d'euros.

Pour les assurés, l'ensemble de ces stratégies financières se concrétise par des différences conséquentes de rendements moyens servis sur les fonds en euros. En annonçant des taux de rendement en diminution de 3,93 % à 3,81 %, c'est chez Generali où la baisse est la moins prononcée. Ce phénomène est à analyser au regard de l'augmentation de la réserve de capitalisation et de la moindre valorisation des supports en euros. Le taux moyen d'ABP Vie recule le plus fortement de 3,47 % à 1,82 % en dépit de l'utilisation par l'assureur de sa réserve de capitalisation en 2008 et 2009 et de la dotation significative de sa PPE en 2010, qui augmente sur une année de 84 % à 656 millions d'euros.

Ces résultats du marché de l'assurance vie confirment les prévisions de la Place d'une dégradation du secteur entre 2011 et 2012 (*Le baromètre des décideurs de l'assurance 2011 - 8^e édition - octobre 2011 - Eurogroup Consulting*). Sur la trentaine de responsables de compagnies sollicités, une majorité (75 %) envisage une détérioration des conditions de marché sur les supports en unités de comptes et sur les fonds en euros (84 %). La rentabilité de l'assurance vie pour ces professionnels est également fortement remise en cause. Plus de la moitié des acteurs ne prévoient pas d'amélioration sur ce point à court terme.

Une exposition accrue sur les obligations d'entreprises. Dans les comptes rendus de gestion transmis aux partenaires commerciaux que L'Agefi Actifs s'est procurés, les orientations financières retenues par les assureurs sont exposées avec plus ou moins de détails.

Chez SwissLife, dans les documents remis par l'assureur en date du 30 septembre dernier, il est indiqué que la politique d'investissement sur des obligations à taux fixe a été maintenue sur les trois premiers trimestres de 2011. « Nos achats sont répartis

essentiellement sur les emprunts d'Etat européens ou supranationaux (36 % des achats) et les émissions d'entreprises industrielles (64 % des achats) ». Au 30 septembre 2011, le portefeuille obligataire, qui représentait 83 % des investissements, était constitué à 30,1 % d'obligations du gouvernement et à 19,7 % d'obligations financières. A la fin juin 2011, une provision de 5 millions d'euros a été passée sur les dettes souveraines grecques sur une exposition de 12 millions d'euros. « Depuis, aucun autre incident de crédit n'est intervenu », mentionne l'assureur.

Au 30 juin 2011, le portefeuille obligataire de Sogecap était constitué à 64,2 % par des obligations à taux fixe, dont 28 % d'obligations d'Etat et 49 % d'obligations de sociétés.

Chez Spirica, le portefeuille obligataire représentait 70 % de l'actif du fonds euros à fin septembre 2011 : « Les obligations émises par les entreprises du secteur bancaire ou des pays fragilisés ont vu leur prime de risque augmenter fortement. Dans ce contexte, nous avons renforcé nos investissements dans des obligations d'entreprises industrielles françaises. » La part des obligations *corporate* représentait ainsi 59 % du portefeuille obligataire au 30 septembre 2011, dont 42 % portait sur des obligations « finances ». Avec 5 %, la part allouée au secteur bancaire demeurait inchangée par rapport au 31 décembre 2010 et celle des dettes souveraines diminuait de 43 % à 36 %.

Des risques persistants en cas de défaillance d'un émetteur. En dépit des annonces, la lecture de ces résultats doit être entourée d'une multitude de précautions. Selon Cyrille Chartier Kestler, président du cabinet Facts & Figures, « si les assureurs détiennent rarement plus de 1 à 2 % de dette souveraine grecque, ils ont plus largement investi, entre 4 % et 8 % pour certains, sur les dettes italienne, portugaise et espagnole. Il n'est pas certain que les éventuelles pertes générées dans le temps (en 2011 et au-delà) sur ces investissements puissent être totalement absorbées par leurs différentes réserves (provision pour participation aux excédents et/ou réserve de capitalisation). Par ailleurs, leur PPE qui constitue en moyenne une réserve de rendement de 200 points de base - soit 2 % - de la participation moyenne versée aux assurés, pourrait être insuffisante pour gommer d'importantes dépréciations sur ces obligations. Une dépréciation significative des portefeuilles en actions pourrait également peser sur les rendements. Dans la mesure où elles investissent entre 8 et 16 % de leurs actifs en actions, une situation éventuelle de moins-value latente de 20 % des portefeuilles actions pourrait faire perdre plusieurs dizaines de points sur les rendements servis aux assurés. Heureusement, la plupart des compagnies devraient pouvoir opter pour un lissage sur 3 à 8 ans de leurs provisions pour risque d'exigibilité. Si les mécanismes d'absorption des chocs devraient être suffisants fin 2011, une vigilance particulière est de mise pour 2012 ».

A l'avenir, selon Denis Bourgeois, associé de Périclès Group et directeur Périclès Actuarial, « les assureurs vont désormais intégrer davantage de produits de couverture dans leurs fonds en euros. D'un point de vue adossement actif/passif, les assureurs diversifieront les passifs gérés au sein d'un même actif afin de moduler le risque de rachat anticipé. En pratique, ils adosseront au même actif financier des produits d'assurance vie avec possibilités de rachat anticipé et des produits sans possibilité de rachat anticipé ou n'offrant des possibilités de rachat qu'au terme d'une période de détention longue. »

Vers une défiance des partenaires commerciaux ? Les assureurs sont-ils transparents vis-à-vis de leurs réseaux de distribution, à commencer par ceux qui risquent d'être en première ligne sur



le défaut de conseil, à savoir les indépendants dans la mesure où ils choisissent leurs fournisseurs. Selon Ghislain Lagasse, gérant de Gaïa Patrimoine Conseil, « même si les assureurs font des efforts et progressent dans l'ensemble pour délivrer des informations plus précises à leurs partenaires CGPI en matière d'exposition de leurs actifs aux dettes souveraines, ils demeurent très vagues quand on les interroge sur les plans de communication à mettre en œuvre pour contenir les inquiétudes des épargnants en cas de crise. Nous n'avons pas de certitude sur la réactivité avec laquelle ils préviendraient par exemple les effets d'un éventuel rachat massif ».

Le président de Cyrus Conseil, Meyer Azogui, donne une version assez proche : « Depuis quelques mois, les compagnies font des efforts pour donner plus de détails sur la composition de leurs fonds en euros. Les éléments qu'elles nous transmettent sont plutôt rassurants », avant de compléter, « mais il n'en demeure pas moins que le mécanisme est très complexe à expliquer à nos clients au regard des règles de comptabilisation très particulières et propres aux compagnies d'assurances. Il est d'ailleurs étonnant que les fonds en euros ne soient pas l'objet d'une 'notation' par des organismes indépendants, avis aux amateurs... ».

La fin de l'année est toute proche. Encore un peu de patience, la clôture des comptes n'est plus si loin. Reste que certains, comme Axa France, ont devancé l'appel - et ce dans un contexte où l'autorité de contrôle invite à la prudence (lire l'avis d'expert). La compagnie délivrera pour 2011 un taux net de 3 %, pouvant être porté à 3,15 % ou 3,70 %, grâce à sa formule Bonus Euro (1). « Nous avons décidé en 2010 de changer nos habitudes. Auparavant, nous communiquions nos taux de rendement vers la fin du mois de janvier. A présent, nous les communiquons un peu en avance par rapport à la fin de l'exercice en cours. L'objectif est d'indiquer que nous déterminons notre politique de taux en fonction de notre gestion des investissements et pas en réaction aux taux annoncés par nos concurrents », explique le directeur financier d'Axa France, Amaury de Wareghien.

Ces résultats sont en ligne avec les prévisions de certains analystes (lire l'avis d'expert Optimind p. 12) qui s'avancent sur des performances comprises entre 2,8 et 3 % avant inflation. Difficile, avec de tels rendements avant prélèvements sociaux, de vanter les mérites de l'assurance vie en vue de préparer sa retraite puisqu'il paraît que les Français la choisissent majoritairement afin de satisfaire à cet objectif.

Quand aux concurrents d'Axa, quelle sera leur réaction ? Se sentiront-ils obligés de sortir du bois plus tôt que prévu pour dévaler leur taux ?

Le coup de grâce de Solvabilité II. Comme si la situation n'était pas assez tendue, les gestionnaires des fonds en euros vont devoir composer avec les futures règles de Solvabilité II. « Après la crise de 2007-2008, beaucoup ont allégé la part de leurs investissements en actions en prévision des futures règles de Solvabilité II pénalisantes pour les actions, en privilégiant les emprunts d'Etat et les obligations émises par les entreprises. La deuxième vague de la crise qui frappe les Etats périphériques les a pris à revers, plusieurs sociétés se retrouvant positionnées sur des emprunts d'Etat de pays périphériques à revenus élevés mais dont la valeur de marché a baissé compte tenu de l'écartement des taux souverains », relève Amaury de Wareghien. « Solvabilité II ne va pas changer fondamentalement la donne pour les produits en euros, estime Marie-Pierre Gonnou. Ces derniers n'ont déjà plus la cote car ils coûtent cher compte tenu de leur garantie de liquidité totale. Voilà pourquoi réapparaissent aujourd'hui dans des contrats des pénalités de rachat, voire des limites en sortie des fonds en euros. »

Et au-delà, il est nécessaire de travailler à installer des produits de substitution : « L'eurodiversifié, qui offre une garantie sans avoir la contrainte à court terme de la liquidité, est une alternative tout comme la prévoyance », avance Actuaris. « Cette dernière procure d'ailleurs des marges plus importantes avec un potentiel de développement supérieur aux produits d'épargne », complète Fitch.

Les solutions existent à condition de mobiliser les réseaux de distribution pour sortir du paquebot fonds en euros. Ce dernier n'est pas l'avenir de l'assurance vie et encore moins de ceux qui la vendent. ■

NICOLAS DUCROS ET JEAN-CHARLES NAIMI

(1) Sous les conditions suivantes : 3,70 % si ces deux critères sont respectés (une épargne minimum de 50.000 euros sur le contrat et une épargne investie en unités de compte à hauteur de 25 % minimum) ; 3,15 % si un seul de ces critères est respecté.



ENQUÊTE OPTIMIND/OPINIONWAY SUR L'AVENIR DE CONTRATS EN EUROS

Extraits :

► Question 1 : Le taux moyen en 2010 des contrats en euros était de 3,3 %. Quel est votre pronostic pour le rendement moyen 2011 des contrats en euros ?

- 75 % des professionnels répondent qu'ils seront en baisse par rapport à 2010 et 13 % pensent qu'ils seront stables, 4 % tout de même estiment qu'ils seront en hausse et 8 % ne savent pas. Parmi les 75 % qui répondent que les rendements seront en baisse, 64 % pensent que les rendements se situeront autour de 3 % et 25 % qu'ils atteindront les 2,8 %.

► Question 2 : Pensez-vous que les contrats en euros vont progressivement laisser la place à d'autres produits d'épargne retraite ?

- A cette question, la moitié des personnes sondées répondent que le contrat en euros continuera d'exister sans aucune autre alternative. A l'inverse, pour 41 % des sondés, des produits alternatifs verront le jour dans un délai de deux à cinq ans en moyenne.

► Question 3 : Dans la perspective du développement de nouveaux produits en remplacement des contrats euros, pensez-vous qu'il s'agira principalement de quel type de produit ? (choix multiple possible)

- 43 % des sondés envisagent des solutions basées sur un capital garanti, ceci malgré le choix très large de six possibilités dans le questionnaire. L'eurodiversifié étant lui-même un produit répondant à ces critères,

l'étude constate que 67 % des personnes sondées recommandent des solutions alternatives en capital garanti, et 49 % en revenus garantis, en associant les *variable annuities* (27 %) aux autres produits à revenu garanti (22 %).

Enquête réalisée auprès de sociétés et professionnels entre le 6 et 24 octobre 2011. 126 d'entre elles ont répondu au questionnaire, ainsi réparties :

- assureur/réassureur (39 %)
- mutuelle (11 %)
- institutions de prévoyance (16 %)
- autres : banques, courtiers, régulateurs, sociétés de gestion, dépositaires, conseils (34 %).

<http://www.optimind.fr/actualites/evenements/>

La part de la dette italienne détenue par les assureurs est pour certains cinq fois supérieure à celle de la dette grecque

Proportion de dette souveraine dans les actifs détenus par les assureurs au 30 septembre 2011

Assureur	Capitalisation du fonds en euros en milliards d'euros	France	Italie	Espagne	Grèce	Irlande	Portugal	Marge de solvabilité (hors PV latentes)		
ACMN Vie (au 30 oct 2011)	9	NC	0,30 %	0,20 %	0,30 %	0,18 %	0,23 %	117 %		
Cardif Assurance Vie	79	31 %	Zone euro : 43 %					119 %		
Crédit Agricoles Assurances	NC				1,50 %	0,90 %	1,25 %			
Generali Vie (au 15 octobre 2011)	65 (actif global)	15,60 %	5,70 %	1,70 %	0,80 %	0,60 %	1,30 %			
Ecie Vie (au 15 octobre 2011)	4 (actif global)	16,40 %	5,30 %	1,90 %	0,20 %	0,60 %	1,50 %			
La Mondiale (actif général)	35				0,35 %			110 %		
la Mondiale partenaire	4		1,15 %	1,06 %	0,29 %	0,68 %	1,18 %	180 %		
MACSF	17 (actif global)		0,87 %	0,61 %	1,91 %	1,14 %	0,89 %			
Mutavie	NC	24,57 %	0,63 %	1,44 %	0,80 %	0,28 %	0,03 %	1,53 %	1,30 %	NC
Spirica	7				1,30 %					
Sogecap							0,90 %			
Swiss Life	10	NC	1,47 %	4,51 %	0,03 %	0,97 %	0,86 %	201 %		

* Obligations fixes (OF) et Obligations variables (OV)

Source : Compagnies et L'Agefi Actifs



LETTE DE L'ACP AUX ASSUREURS

Le 27 octobre dernier, l'ACP a adressé aux assureurs une lettre leur demandant d'être prudents dans l'établissement de leurs comptes 2011.

Extraits :

« La perte de valeur de plusieurs catégories d'actifs financiers, qui est intervenue au cours des derniers mois, prend un caractère durable. Les comptes sociaux [des entreprises d'assurances] devront refléter avec prudence, en appliquant les normes comptables françaises, cette perte de valeur dans la valorisation de leurs placements. »

« La valeur des obligations amortissables doit être dépréciée quand il y a lieu de considérer que le débiteur ne sera pas en mesure de respecter, pour tout ou partie, ses engagements initiaux, ce qui est aujourd'hui indubitablement le cas de l'Etat grec. En outre, les titres financiers ne relevant pas du régime particulier des obligations amortissables, et dont la perte de valeur est durable, doivent être dépréciés. Si les marchés boursiers ne se redressaient pas d'ici

à l'établissement des comptes sociaux, cela pourrait toucher une part significative desdits titres [des entreprises d'assurances]. »

« Le cas échéant [les entreprises d'assurances] pourraient devoir doter la provision pour risque d'exigibilité, la provision pour aléas financiers et/ou la provision globale de gestion. »
« Il est nécessaire que les [entreprises d'assurances] qui font participer leurs souscripteurs à leurs résultats le fassent après avoir pris en compte ce qui précède - à défaut, ils distribueraient une richesse évanouie - et en ménageant également de quoi faire face, en 2012, à l'incertitude sur la situation économique et financière. »

« L'incertitude actuelle doit conduire [les entreprises d'assurances] à une très grande circonspection quant à l'annonce de leurs taux de revalorisation (...). La baisse de rendement des actifs financiers ne doit pas être mise à la charge de telle ou telle catégorie d'assurés, d'une façon disproportionnée, par les [entreprises d'assurances]. »



FABRICE PESIN, SECRÉTAIRE GÉNÉRAL ADJOINT, AUTORITÉ DE CONTRÔLE PRUDENTIEL

“ Il peut être tentant de pousser à la collecte en promettant des rendements trop importants



L'Agefi Actifs. - Pourquoi fin octobre l'ACP a-t-elle réaffirmé aux assureurs sa vigilance sur les annonces de taux de revalorisation ?

Fabrice Pesin. - Le contexte que nous connaissons n'est pas sans rappeler celui de l'année 2008. L'assurance vie avait dû faire face, comme aujourd'hui, à une situation difficile sur le plan de la collecte. Pour enrayer ce mouvement, quelques acteurs n'avaient pas hésité à communiquer les taux de rendements annuels de leurs fonds en euros sur l'exercice courant bien en amont de la clôture définitive des comptes.

Afin de se prémunir contre la décollecte, il peut être tentant de promettre des rendements trop importants au regard des capacités de distribution de l'entreprise. Les scénarios de « fuite en avant » peuvent néanmoins être très risqués dans le contexte actuel d'extrême incertitude sur les marchés.

En outre, l'ACP suivra avec attention l'équité de traitement des assurés, l'année 2008 s'étant traduite par un accroissement de la dispersion des taux servis.

Beaucoup estiment que Solvabilité II

va renforcer la fragilisation des fonds en euros. Quelle est votre approche sur ce sujet ?

- Si, sous Solvabilité I, l'exigence de marge de solvabilité est fonction du passif (équivalent à 4 % des provisions mathématiques pour les fonds en euros), les exigences de fonds propres sous Solvabilité II prennent en compte le risque de placement par grande catégorie d'actifs, les actions étant notamment plus consommatrices en fonds propres que les obligations. Les futures règles prudentielles peuvent inciter les assureurs vie à réallouer leur portefeuilles au regard de ces chargements en capital. Pour autant, on remarquera que certains assureurs n'ont pas attendu les futures règles de Solvabilité II pour diminuer la part des actions dans leurs portefeuilles sur les dix dernières années, notamment en raison des mauvaises performances boursières. En réalité, plus que la fin de la surperformance apportée par les actions, la baisse du rendement réel du fonds en euros est en grande partie due à la fin du cycle de désinflation débuté il y a une vingtaine d'années,

au cours duquel les compagnies ont tiré profit de leurs stocks importants d'obligations à coupons élevés.

Cela aura donc des conséquences sur l'offre de produits...

- Il est probable que des arbitrages se produiront. Notre préoccupation sera de suivre l'évolution des politiques commerciales. Pour réduire la consommation de fonds propres, certains assureurs pourraient être tentés de faire porter plus de risque de placement par l'assuré, à l'image des eurodiversifiés qui bénéficient d'une garantie au terme et des unités de compte constituées de titres obligataires et de produits structurés pour lesquels nous avons émis des recommandations. Pour conclure, l'ACP sera extrêmement vigilante afin de s'assurer que, quelle que soit la nature du produit commercialisé, l'assuré soit pleinement conscient du risque qu'il supporte, et que l'utilisation du terme « garantie » ne soit pas galvaudée.