

# Le point de vue de l'actuaire

## LES TAUX BAS : CHANGEMENT DE PARADIGME ?



PIERRE  
THÉRON

Actuaire associé

Galea & Associés

Professeur associé

ISFA – Université  
Lyon 1

Sous le double effet de la baisse des taux d'intérêt et de l'avènement de Solvabilité 2, les taux garantis sont tombés à des niveaux très bas. Si, pour l'instant, l'inertie des investissements obligataires des assureurs permet de limiter la baisse des taux de revalorisation, faire évoluer le modèle de l'assurance vie est indispensable.

**L**e niveau historiquement bas des taux des taux d'intérêt nominaux et la perspective de leur stabilité dans cette zone constituent l'un des principaux défis des assureurs vie. En effet, au-delà des effets immédiats, notamment en termes d'exigences prudentielles, cet état du monde pose la question de la pérennité du paradigme de l'assurance vie telle qu'actuellement pratiquée et de sa nécessaire évolution.

Pour cerner la problématique, il est utile de revenir sur les fondamentaux de l'assurance vie et les dispositions réglementaires, résultant majoritairement de mesures de protection des assurés. Nous verrons ensuite quelles sont les pistes d'évolution de l'offre ou de la réglementation.

Fin 2014, les encours en assurance vie dépassent les 1 500 milliards d'euros et représentent près de 40 % du patrimoine financier des ménages. Malgré une augmentation de la part de la collecte sur les supports en unités de compte, cet encours est majoritairement constitué (plus de 1 200 milliards d'euros) par les contrats d'épargne et de retraite en euros.

### Une activité structurée par la réglementation

Compte tenu de son rôle dans le développement économique et dans la sécurisation des agents économiques, l'activité d'assurance fait l'objet d'une réglementation spécifique destinée à s'assurer de la solidité des acteurs qui la pratique. Cette réglementation s'articule schématiquement en des contraintes sur l'offre d'assurance et des règles relatives aux organismes d'assurance (dont les règles de solvabilité).

Sur le premier registre, et s'agissant des contrats d'assurance vie de type épargne en euros, on retiendra notamment que :

- les taux minimums garantis de revalorisation ne peuvent dépasser 75 % de la référence semestrielle au Taux moyen des emprunts d'État (TME – voir Graphique 1) à la souscription ;
- les indemnités en cas de rachat anticipé ne peuvent être supérieures à 5 % de l'épargne acquise.

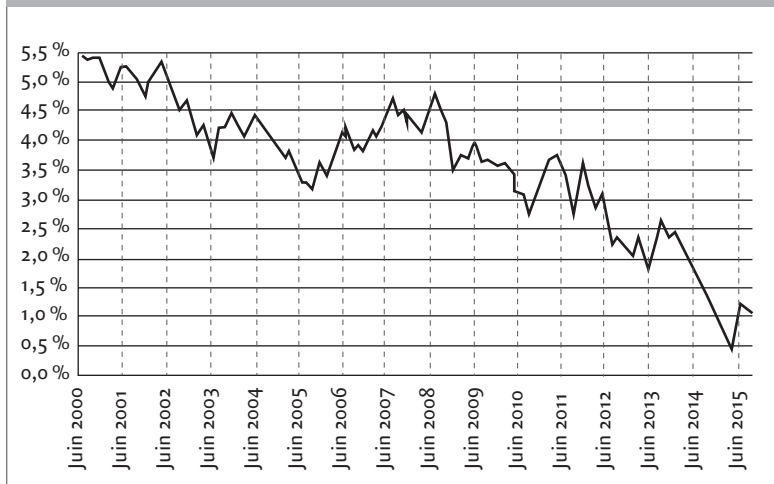
En contrepartie des limitations sur la promesse de revalorisation qui peut être faite à la souscription du

contrat, la réglementation impose de faire participer aux résultats techniques et financiers la communauté des souscripteurs de contrats d'assurance vie en euros. Cette obligation ne donne pas un droit individuel à l'assuré, c'est précisément ce qui permet de procéder à la mutualisation intergénérationnelle des revenus financiers, notamment en attribuant une part plus importante de l'enveloppe de participation aux bénéficiaires financiers (i.e. au-delà des intérêts techniques nés des taux garantis) aux assurés qui disposent des taux garantis à la souscription des plus faibles.

### Des taux à des niveaux historiquement bas

La baisse continue du niveau des taux d'intérêt depuis une quinzaine d'années s'est mécaniquement traduite par une diminution des taux garantis moyens sur les contrats d'assurance vie. Ce phénomène a été amplifié par l'avènement du nouveau cadre prudentiel Solvabilité 2 qui a surenchéri le coût en fonds propres des garanties de taux. Aujourd'hui, le

## Taux moyen de rendement des emprunts d'État



taux maximum garanti est de 0,5 % pour ce type de contrats, mais les taux techniques sont la plupart du temps fixés à 0 %.

Pour autant, les taux de revalorisation effectifs des contrats restent élevés par rapport aux taux de marché (voir Graphique « Évolution comparée du taux moyen de l'OAT à 10 ans et du rendement des fonds en euros », page 6). Cette situation reflète la volonté des assureurs de répondre aux attentes de leurs clients en matière de revalorisation. Elle est rendue possible par la bonne tenue des marchés action ces

“ En cas de forte remontée des taux, l'inertie du portefeuille de placements des assureurs, dont aujourd'hui bénéficient les assurés, ne leur permettrait plus de battre les rendements des produits bancaires. ”

trois dernières années et surtout par le stock d'obligations plus anciennes (et donc avec des taux de rendement plus élevés que les actuelles conditions de marché).

Si l'on a constaté, ces derniers mois, un léger rehaussement du niveau des taux d'intérêt (voir Graphique 1), les perspectives à moyen et long terme demeurent à des niveaux faibles, aidés en cela par la faible croissance de la zone euro et une politique monétaire de la BCE toujours influencée par la crainte du risque d'inflation.

### Quelles conséquences de taux bas durables ?

Dans ce contexte d'une persistance à des niveaux très bas des taux d'intérêt se pose la question de l'évolution de l'assurance vie. En effet, le rendement moyen des stocks d'obligations détenues par les assureurs se réduit au fur et à mesure de l'arrivée à échéance des « vieilles obligations », i.e. celles présentant les meilleurs rendements. Compenser ces rendements par des investissements sur les marchés action conduirait à exposer davantage les assureurs à la volatilité de ces marchés. D'autant plus que les contrats en euros sont rachetables à tout moment par les assurés et que le coût en fonds propres résultant de Solvabilité 2 est très important.

À l'inverse, si les assureurs n'investissent pas davantage sur des placements avec de meilleurs rendements, les taux de revalorisation vont poursuivre leur décrue avec les taux de rendement moyens des portefeuilles obligataires. Cette situation mettrait en risque les assureurs vie en cas de forte remontée des taux d'intérêt (après une longue période de taux bas). En effet, l'inertie du portefeuille de placements des assureurs, dont aujourd'hui bénéficient les assurés, ne leur permettrait plus de battre les rendements des produits bancaires (livrets, par exemple). Cela pourrait conduire à des situations de bascule si le *spread* entre les deux types de placement est suffisamment élevé pour contre-

carrer les avantages de l'enveloppe fiscale de l'assurance vie.

La collecte nette en assurance vie s'oriente de plus en plus vers les supports en unités de compte (plus de la moitié de la collecte nette sur le premier semestre 2015), dont les perspectives de rendement sont plus élevées que les fonds euros et qui sont moins gourmands en fonds propres pour les assureurs (le risque financier étant essentiellement porté par l'assuré). La question de l'évolution de l'offre en euros se pose. Elle intéresse au plus haut point les pouvoirs publics. Cela semble logique quand près de 20 % de la dette publique est directement détenue par les assureurs français (davantage encore si l'on considère les investissements au travers d'OPCVM) et que les obligations d'État représentent 32 % de l'encours des sociétés d'assurance<sup>1</sup>. De plus, les pouvoirs publics souhaiteraient que la puissance de financement de l'économie des assureurs se tourne également vers les infrastructures, les PME et les ETI.

### Quelles évolutions possibles ?

Dans une situation durable de taux bas, le rendement passe nécessairement par une part plus importante d'investissements plus risqués : dettes d'entreprises, actions, placements alternatifs, etc. Toutefois le coût d'immobilisation des fonds propres pour faire face à la charge en capital de solvabilité que ces investissements engendrent est élevé. D'autant plus que pèse la contrainte de liquidité associée à la contrepartie, pour l'assuré, de racheter son épargne à tout moment. Dans ce contexte, et dans le sillage de l'Euro-Croissance, des produits pour lesquels la valeur de rachat (nécessairement inférieure au capital investi compte tenu du niveau des taux) ne serait garantie qu'à partir d'un certain terme<sup>2</sup>, permettraient de réduire les coûts en immobilisation de fonds propres et d'investir sur des horizons plus importants, et donc des placements plus volatils.

1. Source : FFSA, tableau de bord de l'assurance 2014.

2. Ce qui n'empêche pas de prévoir une contre-assurance en cas de décès.

Dans un contexte de taux bas, la gestion cantonnée de l'Euro-Croissance et le niveau de garantie du capital initial (80 % à 100 %) ont conduit à un niveau très relatif de collecte et des performances à court terme modérées. Pour remédier à ces difficultés de lancement, une récente proposition des pouvoirs publics (projets de décret de la DG Trésor soumis à consultation) permettrait, en cas de transfert vers l'Euro-Croissance d'une partie de l'épargne en euros, d'accompagner le capital acquis d'une partie des plus-values latentes correspondante du fonds euros.

Des alternatives sont imaginables :  
– sortir de la logique cantonnée de l'Euro-Croissance et intégrer la garantie réduite au terme dans le fonds euros ;  
– traduire le faible risque de liquidité résultant de la garantie au terme

dans la valorisation initiale de la part dédiée à la garantie au terme de manière à augmenter l'assiette de la poche performance ;  
– prévoir des mécanismes automatiques de transfert des rendements supplémentaires de la garantie au terme vers le fonds de performance, etc.

Ces différentes approches nécessitent néanmoins de disposer d'un cadre réglementaire adapté en conséquence.

Au final, il n'en demeure pas moins que la réussite de tel ou tel dispositif passe nécessairement par la bonne compréhension par les assurés des produits proposés et une grille de lecture intelligible s'agissant du couple rendement (y compris coûts)/risque. ■

Achévé de rédiger le 13 octobre 2015.

## Sources :

- OBSERVATOIRE DE L'ÉPARGNE RÉGLEMENTÉE (2015), Rapport annuel 2014.
- FFSA (2015), Rapport annuel 2014.
- GANDOLPHE S. (2015), « Étude sur les taux de revalorisation des contrats individuels d'assurance vie au titre de 2014 », ACPR – Analyses et synthèses, n° 47.
- THÉRON P. (2015), « Sur les évaluations cohérentes avec le marché des engagements d'assurance », Working Paper ISFA.

Club  
BANQUE



Jeudi  
10 décembre  
2015  
de 18 h 00  
à 20 h 00

## BILAN DE LA PREMIÈRE ANNÉE DU MSU

**Président de séance :** Marie Hélène FORTÉSA, directeur associé, EY

### Bilan de la BCE un an après

Patrick AMIS, Deputy Director General – Micro-prudential Supervision I, BCE

### Le point de vue du superviseur d'une ANC, ce que cela a changé pour l'ACPR ?

Frédéric VISNOVSKY, secrétaire général adjoint, ACPR

### Le point de vue des banques : ce que cela a changé pour un groupe comme SG, CASA et BPCE ?

Laurent LASCOLS, directeur des affaires publiques Groupe, Société Générale

Michel BILGER, responsable supervision et régulation, Crédit Agricole SA

Nicolas DUHAMEL, conseiller du président du directoire, en charge des affaires publiques, BPCE

### Lieu

Auditorium de la FBF  
18, rue La Fayette  
75009 Paris

### Contact

Magali Marchal

Tél. : 01 48 00 54 04

Fax : 01 48 24 12 97

marchal@revue-banque.fr



Partenaire officiel

