

Cette publication est éditée par la société Optimind, 46 rue La Boétie, 75008 Paris.

Également disponible sur :
www.optimind.fr



Épargne individuelle

Contexte et perspectives face
aux évolutions du marché et
de l'environnement réglementaire

Les contrats d'épargne, placements historiquement préférés des Français, sont très régulièrement évoqués dans l'actualité.

L'environnement économique et financier morose, associé à la baisse régulière des taux du marché, donne lieu à une baisse des taux servis sur les fonds en euros entre 0,25 % et 0,75 % d'après les derniers comparatifs annuels.

En parallèle, l'alourdissement de la fiscalité des contrats, associé à une incertitude sur les potentielles mesures encore à venir, a donné lieu à un très net ralentissement de la collecte nette en ce début d'année 2011.

Enfin, la garantie en capital à tout moment offerte par les fonds en euros expose l'assureur à des risques élevés. La modélisation de ceux-ci est au cœur de l'évolution prudentielle du secteur de l'assurance, la réforme Solvabilité II. Les assureurs doivent, dans ce cadre, étudier les impacts sur leur capital réglementaire et, le cas échéant, rechercher des axes d'optimisation.

Tous ces éléments contribuent à une redynamisation de l'innovation des assureurs en assurance vie et de nouveaux produits émergent peu à peu sur le marché.

À travers ce dossier technique, Optimind vous propose un point sur le marché français de l'épargne et sur les évolutions récentes susceptibles de l'impacter.

Sommaire

Introduction	1
Généralités	2
Point sur le marché épargne	2
Évolutions réglementaires	5
Cartographie des risques	7
Valorisation	8
Perspectives	10
Conclusion	12

Corinne Jehl, actuaire consultante, practice leader Épargne

Dossier réalisé avec les membres du Pôle de Compétence Optimind Epargne :

Lilia Allag, Manuel Audrezet, Cynthia Augereau, Alpha Bah, Emmanuel Berthelé, Claire-Marie Cheval, Gaël Golliard, Jérôme Guetin Maleprade, Constance Justeau, Xavier Krattinger, Jérôme Lafond, Nicolas Le Corre, Delphine Lecreux, Vincent Meister, Chloé Parfait, Leslie Pichavant, Gildas Robert et Ariane de Taillandier, actuaires consultants chez Optimind et Frédérique Henge, actuaire R & D.

Généralités

Définition des contrats d'épargne

Il est traditionnellement distingué en assurance vie les contrats d'épargne retraite qui ont pour unique objectif d'acquérir un revenu supplémentaire lors du départ à la retraite et les contrats d'épargne, plus souples, qui permettent quant à eux la constitution d'un capital pouvant être utilisé à différentes fins. Ces derniers représentent la majeure partie du marché. Les principaux objectifs des contrats d'épargne souscrits dans le cadre de l'assurance vie, qu'ils soient individuels ou collectifs, sont :

- la transmission de capital dans des conditions fiscales avantageuses vis-à-vis des droits de succession ;
- le financement d'un bien via la possibilité d'effectuer des retraits à tout moment de la vie du contrat ;
- la préparation de la retraite ;
- la réalisation d'un placement financier dans le cadre d'une fiscalité avantageuse portant sur les plus-values réalisées.

Supports d'investissement

Les investissements sur les contrats d'épargne peuvent être réalisés sur deux grandes catégories de support :

- les supports en euros qui comportent une garantie en capital, voire une garantie de rendement minimum. Le risque financier est ainsi porté par les compagnies d'assurance. La valorisation des supports en euros est toujours positive, avec une garantie en capital à tout moment ;

- les supports en unités de compte - dits supports UC - pour lesquels les montants ne sont plus exprimés en euro mais par référence à des unités de compte comme par exemple des actions, des obligations ou des parts d'OPCVM,

Organisme de Placement Collectif en Valeurs Mobilières. Le risque, en l'absence de garantie annexe, est alors totalement supporté par l'assuré. En effet, l'assureur ne garantit pas la valeur des unités de comptes, qui varie à la hausse ou à la baisse en fonction des marchés mais uniquement un nombre d'unités de compte acquises par l'assuré en contrepartie des primes versées. L'encours valorisé est alors obtenu en multipliant le nombre d'unités de compte par leur valeur liquidative. Il n'y a donc aucune garantie sur la valorisation et l'encours de l'assuré peut être en moins-value, c'est-à-dire inférieur au capital investi.

Fonctionnement d'un produit type

Ces contrats permettent à l'assuré d'épargner en réalisant des versements libres et/ou des plans de versements programmés. L'épargne reste disponible, l'assuré peut à tout moment demander le rachat de tout ou partie de son épargne via des rachats partiels, un rachat total ou des plans de rachats partiels programmés.

L'encours d'un support peut être réorienté à la demande du souscripteur vers d'autres supports via des actes d'arbitrage. Des produits proposent également des services financiers ou arbitrages automatiques, comme les options de dynamisation de la participation aux bénéfices des supports en euros, de sécurisation des plus-values ou encore les options dites *stop-loss* arbitrants automatiquement l'encours d'un support en unités de compte vers le fonds en euros en cas de baisse des cours sous un seuil fixé préalablement.

Enfin, le contrat d'épargne peut prendre fin pour des raisons diverses : la demande de rachat total de l'encours par l'assuré, la transformation en rente par exemple au départ à la retraite, le décès de l'assuré ou l'arrivée à terme.

“

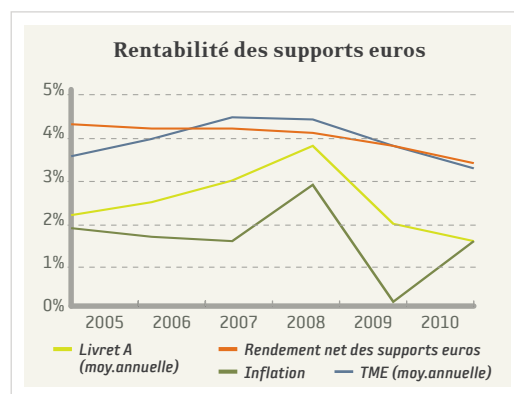
L'érosion du rendement des fonds en euros continue.

”

Point sur le marché épargne

Taux servis et rentabilité pour l'assuré

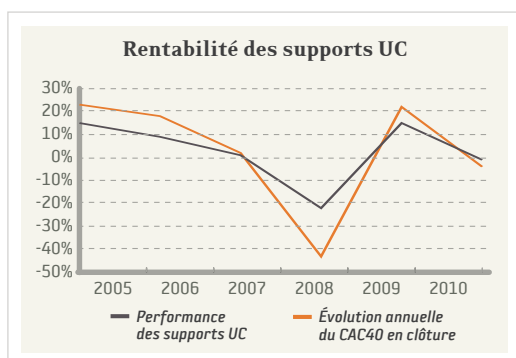
Depuis le début des années 2000, suivant la décroissance des taux du marché, les taux de rendements moyens servis sur les fonds en euros ne cessent de diminuer et atteignent, à fin 2010, un taux légèrement supérieur à 3 %, selon la FFSA, Fédération Française des Sociétés d'Assurances. Cependant, des disparités restent très apparentes entre les compagnies d'assurance vie notamment du fait de la stratégie d'allocation et de la gestion de la Provision pour Participation aux Bénéfices - PPB - mécanisme permettant de lisser la distribution de la participation aux bénéfices sur plusieurs années.



Sources : FFSA, INSEE, Banque de France

L'allocation des fonds en euros des assureurs, construite dans l'optique de la garantie en capital à tout moment, est en effet à très forte dominante obligataire. Une part action relativement faible, de 5 % à 15 % selon les assureurs et selon les perspectives offertes par les marchés financiers, permet de booster le rendement moyen sur le long terme. Afin de minimiser l'exposition à la volatilité des taux d'intérêt, la durée de l'actif est choisie proche de celle du passif, de l'ordre de 6 à 8 ans. Ainsi, lorsque les taux baissent, les assureurs peuvent conserver un rendement supérieur, qui va baisser progressivement avec l'investissement des nouvelles primes sur des supports obligataires à rendement plus faible. Au contraire lorsque les taux montent, les assureurs vont percevoir des rendements mécaniquement plus faibles que le marché. Cet effet retard est appelé l'inertie du fonds général.

À ce jour, les supports en euros réussissent encore à proposer des taux supérieurs au taux fourni par le livret A, placement financier concurrent de l'assurance vie. Cependant, cette tendance pourrait s'inverser en cas d'évolution rapide à la hausse du taux Euribor 3 mois et/ou du taux d'inflation - éléments de calcul du taux de livret A - que les assureurs ne pourraient suivre. Les épargnants souhaitant obtenir un meilleur rendement doivent prendre plus de risques en se tournant vers des supports en unités de compte. Ceux-ci reflètent directement l'évolution et la volatilité des marchés financiers.



Sources : FFSA, ACP, Euronext

En cinq ans, la performance globale des supports UC a fortement varié en passant à la fois par de très fortes hausses mais aussi d'importantes baisses successives entre 2005 et 2010. Ainsi le rendement moyen cumulé sur les 5 dernières années est seulement de 11,5 %, soit un taux annuel de 2,2 %. Cependant, le rendement d'un contrat multisupports dépend largement de la sélection de titres qui le composent.

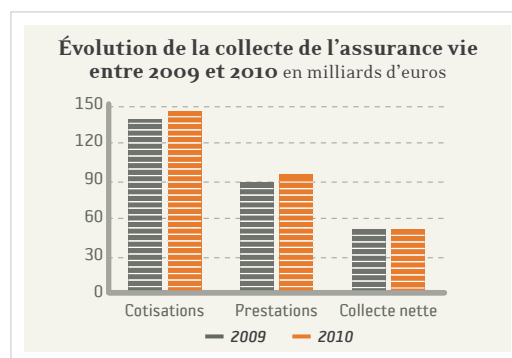
Les comptes des assureurs

Les comptes des assureurs subissent un environnement économique et financier morose installé depuis la crise de 2008.

Évolution de la collecte

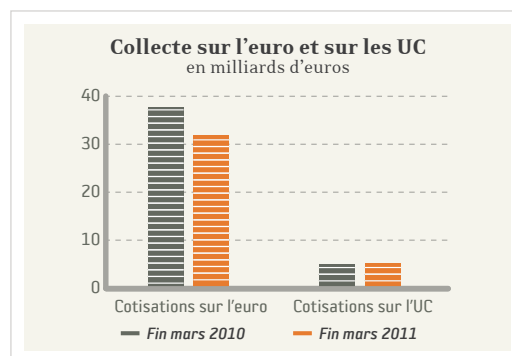
Les chiffres publiés par la FFSA et le GEMA, Groupement des Entreprises Mutuelles d'Assurance, mettent en évidence qu'après une année 2009 en très

forte hausse, +12,7 %, la croissance des cotisations d'assurance vie marque un coup d'arrêt en 2010, +4,5 %. Cette évolution modérée associée à une augmentation du montant des prestations, +7 %, entraîne une légère baisse de la collecte nette - versements moins prestations - entre ces deux exercices.



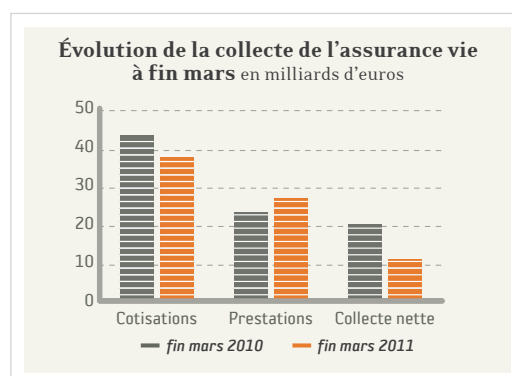
Sources : FFSA et GEMA

Sur le 1^{er} trimestre 2011, si les cotisations observées sur les supports en UC sont stables, +3 %, par rapport au même trimestre 2010, les investissements sur le support en euros connaissent une forte diminution, -16 %. Toutefois, la part des fonds en euros reste largement dominante puisqu'elle représente 86 % des versements.



Sources : FFSA et GEMA

Les prestations, quant à elles, sont en hausse depuis le dernier trimestre 2010. Ainsi, la collecte nette est en fort recul sur le premier trimestre 2011 et s'établit à seulement 10,7 milliards d'euros, -45 %. Les professionnels tendent à expliquer ce ralentissement par les incertitudes portant sur une éventuelle révision de la fiscalité de l'assurance vie.



Sources : FFSA et GEMA

Malgré ce récent retournement, le total des sommes placées sur des contrats d'assurance vie progresse de 6 % sur un an, à 1 354 milliards d'euros fin mars 2011. L'assurance vie reste un élément essentiel du patrimoine financier des Français.

Provisions et résultats des assureurs

Les résultats des assureurs sur leurs opérations d'épargne sont en recul ces dernières années. En effet, ceux-ci sont composés de trois éléments principaux :

- la marge de gestion est constituée des chargements prélevés aux assurés et diminuée des frais généraux de l'assureur : hors dérapage des frais de fonctionnement de l'assureur, cette part du résultat est peu volatile et croissante avec les encours gérés ;
- la marge technique est principalement issue de la variation des provisions spécifiques, impactée à la marge par le gain ou la perte technique réalisée sur les garanties plancher : dans le cadre d'un marché financier baissier, l'assureur est contraint de doter des provisions pouvant impacter de manière très significative les résultats à la baisse ;
- la marge financière est issue des produits financiers réalisés sur les encours gérés et diminuée de la part allouée à la rémunération des contrats : dans le contexte financier actuel, avec des rendements financiers en baisse constante depuis plusieurs années, les assureurs sont dans l'obligation de compresser leur marge financière pour continuer à servir des taux concurrentiels.

La baisse des marchés financiers a notamment entraîné une augmentation de la Provision pour Garantie Plancher - PGP - ou de la Provision pour Risque de Renonciation - PRR.

Sur les contrats en unités de compte, la garantie plancher permet à l'assuré de protéger son capital en cas de décès. Cette garantie peut prendre différentes formes et garantir par exemple les primes investies non rachetées, éventuellement indexées sur un taux annuel

ou encore la valorisation maximale atteinte au travers d'un effet cliquet. En contrepartie de cette garantie, les assureurs se doivent de constituer une provision, calculée de manière prospective. L'effondrement des marchés financiers de 2008, en faisant passer de très nombreux contrats en moins-value, a provoqué une très forte augmentation de la provision pour garantie plancher, de plus de 500 % chez certains assureurs.

La provision pour risque de renonciation, constituée pour faire face au risque de renonciation tardive des assurés en cas de vice de forme relatif à l'obligation d'information, évolue globalement de manière similaire.

À ces provisions s'ajoutent des provisions relatives aux actifs de l'assureur : la provision pour dépréciation durable, la provision pour risques d'exigibilité ou la provision pour aléas financiers - cette dernière étant relative aux interactions actif-passif.

Ainsi, la Provision pour Dépréciation Durable - PDD, déterminée ligne à ligne, vise à corriger la valeur historique retenue dans les comptes, lorsqu'un titre peut être considéré de manière durable en moins-value. Dans le cas d'un placement non immobilier, cela se traduit par le provisionnement de la moins-value latente pour tous les titres en moins-value sur une période de six mois consécutifs précédant l'arrêt.

En complément de cette provision, une Provision pour Risque d'Exigibilité - PRE - doit être constituée dès lors que les actifs se trouvent globalement en moins-value latente par rapport à leur coût d'acquisition.

Enfin, la Provision pour Aléas Financiers - PAF - a pour objectif de couvrir l'insuffisance de rendement des actifs par rapport à l'engagement minimal des assureurs sur les fonds en euros. Elle est constituée dans le cas où 80 % du taux de rendement des actifs ne serait pas suffisant pour assurer les taux garantis. Elle constitue donc pour l'assureur une anticipation du risque de ne plus être en mesure d'honorer ses engagements.

Synthèse des provisions décrites

ABRÉVIATION	PROVISION	OBJECTIF
PGP	Provision pour Garantie Plancher	<i>Prendre en compte le risque lié aux garanties plancher</i>
PRR	Provision pour Risque pour Renonciation	<i>Faire face au risque de renonciation au-delà du délai réglementaire pour vice de forme relatif à l'information</i>
PDD	Provision pour Dépréciation Durable	<i>Constituée dès lors que les moins-values latentes présentent un caractère durable</i>
PRE	Provision pour Risque d'Exigibilité	<i>Constituée lorsque les actifs se trouvent en moins-value latente par rapport à leurs coûts d'acquisition</i>
PAF	Provision pour Aléas Financiers	<i>Couvrir l'insuffisance de rendement des actifs par rapport à l'engagement minimal des assureurs sur le fonds euro</i>



Évolutions réglementaires

La réforme des taux garantis : un encadrement plus strict des taux proposés par les assureurs

→ La précédente réglementation encadrant la définition des taux garantis imposait comme principale contrainte que ceux-ci n'excèdent pas 85 % de la moyenne du taux de rendement des actifs sur les deux exercices précédents. Cette réglementation peu restrictive fut à l'origine de quelques excès constatés ces dernières années. En effet, les assureurs proposaient des taux garantis supérieurs au niveau réglementaire, sur des durées courtes, dans le but de générer un appel de cotisations et gagner des parts de marché. Ce type d'opération créait une certaine iniquité entre anciens et nouveaux assurés, l'assureur puisant dans son enveloppe globale de participation aux bénéfices afin d'accorder le bonus convenu aux nouveaux entrants, réduisant mécaniquement le rendement pouvant être servi aux anciens contrats. L'ensemble de ces pratiques ont donné notamment lieu à la sanction, en 2009, de plusieurs établissements de la place par l'ACP.

Ainsi, la nouvelle réglementation mise en vigueur depuis le 1^{er} août 2010 a pour objectif d'encadrer les campagnes de taux garantis des assureurs en proposant des règles plus strictes. Elle a également pour but d'homogénéiser les pratiques via des taux plus proches de ceux pouvant être réellement offerts et ainsi protéger les assurés.

Cette réforme s'articule autour de 3 mesures explicites par un arrêté du 7 juillet 2010 modifiant le code des assurances.

Durée de la garantie et taux maximum autorisé

La durée du taux garanti doit être continue, au minimum de six mois et au maximum jusqu'au 31/12 de l'exercice suivant, soit 2 ans au maximum pour une garantie qui débiterait en janvier. Il est également possible de proposer plusieurs valeurs de taux pendant la durée d'une offre, uniquement si le taux le plus élevé est garanti sur une durée égale au minimum à six mois. Ces nouvelles règles ont vocation à améliorer la transparence du marché en évitant les offres sur des durées très courtes, peu intéressantes pour les assurés dans une perspective de placement long terme.

Cette mesure dicte également des règles plus strictes sur la valeur des taux garantis proposés. En effet, les taux garantis ne peuvent à présent excéder le minimum entre :

- 150 % du taux d'intérêt technique maximal par référence à 75 % du taux moyen des emprunts d'État, TME, sur les six derniers mois à la date d'effet de la garantie ;
- et le plus élevé des deux taux suivants :
 - 120 % du taux d'intérêt technique maximal par référence à 75 % du taux moyen des emprunts d'État sur les six derniers mois ;

→ 110 % de la moyenne des taux moyens servis aux assurés lors des deux derniers exercices précédant immédiatement la date d'effet de la garantie.

Du fait du plafonnement par rapport au TME, cette mesure impose ainsi de fixer des taux qui ne sont pas susceptibles de mettre en cause la santé financière des compagnies d'assurances.

Enveloppe globale de PB garantie

Afin de déterminer les ressources qu'un assureur peut consacrer chaque année au financement de taux garantis, une enveloppe annuelle globale a été créée.

L'enveloppe à allouer aux taux garantis pour l'année N se définit comme 80 % du taux de rendement moyen des 2 derniers exercices rapporté au montant de provisions mathématiques de l'année N-1, duquel est déduit le montant des intérêts techniques N-1.

Si les provisions mathématiques de l'année N sont plus faibles que celles de l'année N-1, alors le calcul de l'enveloppe se fait, non pas en fonction de l'exercice précédent, mais en fonction de l'exercice en cours.

Mesure d'équité entre les assurés

Cette dernière mesure a pour objectif de créer une certaine équité entre les contrats des assurés qui bénéficient d'un taux garanti et les autres : la rémunération de ces derniers ne doit pas être calculée en fonction des taux garantis proposés aux premiers.

Lorsque l'assureur garantit un taux supérieur au taux moyen servi aux assurés, la différence vient s'ajouter au montant minimal de participation aux bénéfices et non aux excédents financiers dégagés par le stock de contrats en cours. La marge de l'assureur est ainsi réduite.

Ainsi, le montant minimum annuel de participation aux bénéfices, calculé contrat par contrat, tient désormais compte du surcoût des taux garantis. Si le taux garanti est supérieur au taux moyen servi aux assurés, le montant minimal annuel de participation aux bénéfices est majoré, évitant ainsi que les taux bonifiés viennent peser sur la rémunération des contrats plus anciens.

LFSS 2010 et LFSS 2011 : une baisse d'attractivité de l'assurance vie pour les assurés

De par sa fiscalité avantageuse au bout de huit ans de détention, l'assurance vie a longtemps été un instrument privilégié d'épargne et de transmission du patrimoine. Cependant, depuis 1992, plusieurs réformes ont contribué à réduire l'attractivité fiscale et sociale des contrats d'assurance vie.

“ En homogénéisant les pratiques des assureurs, la réforme des taux garantis a pour but de protéger les assurés. ”

Les deux dernières LFSS, lois de financement de la Sécurité sociale de 2010 et 2011, poursuivent la tendance : elles modifient les modalités d'application des prélèvements sociaux sur les contrats d'assurance vie, et en particulier leur fait générateur. L'objectif de ces mesures est de créer des recettes supplémentaires pour contribuer au financement de la dette sociale.

L'article 18 de la loi de financement de la Sécurité sociale 2010 assujettit les plus-values des contrats d'assurance vie aux prélèvements sociaux en cas de décès du souscripteur pour tous les décès à partir du 1^{er} janvier 2010.

Auparavant, le fait générateur des prélèvements sociaux dépendait de la nature du contrat d'assurance vie. Sur les contrats de capitalisation ou sur les contrats d'assurance vie mono-euro, le prélèvement était opéré chaque année lors de l'inscription en compte des produits. Pour les contrats multisupports, les prélèvements sociaux n'étaient exigibles que lors des rachats partiels et totaux. La prestation en cas de décès, en tant que garantie d'assurance, était exonérée.

Les prélèvements sociaux versés lors du décès viennent désormais en diminution du capital décès dû aux bénéficiaires.

La loi de financement de la Sécurité sociale 2011, dans son article 8, modifie pour sa part le rythme d'imposition aux prélèvements sociaux des contrats d'assurance vie multisupports. Les intérêts du fonds en euros des contrats d'assurance vie multisupports seront taxés désormais chaque année au titre des prélèvements sociaux, alignant ainsi le rythme d'imposition du compartiment euro des contrats multisupports sur celui des contrats monosupport euros. Une régularisation est prévue au dénouement du contrat, dans le cas où la somme des prélèvements sociaux acquittés annuellement sur le fonds en euros serait supérieure au montant des prélèvements sociaux calculé sur la totalité des produits lors du dénouement. Cela peut en effet se produire en cas de baisse de la part du contrat investie en UC.

“
La fiscalité
des contrats
d'assurance vie
se voit à nouveau
alourdie.

Ces deux mesures conduisent les assureurs à adapter leurs systèmes de gestion - modification des règles de calcul des prélèvements sociaux et mise à jour des courriers d'information aux assurés - et à revoir les informations transmises à l'administration fiscale et aux réassureurs le cas échéant. Ce travail est réalisé non sans mal, compte tenu du flou entourant certaines dispositions et de la publication tardive des instructions fiscales.

L'imposition de la réserve de capitalisation

La loi de financement de la Sécurité sociale de 2011 contient une deuxième mesure importante modifiant la fiscalité de l'assurance vie : l'imposition de la réserve de capitalisation au titre de l'impôt sur les sociétés.

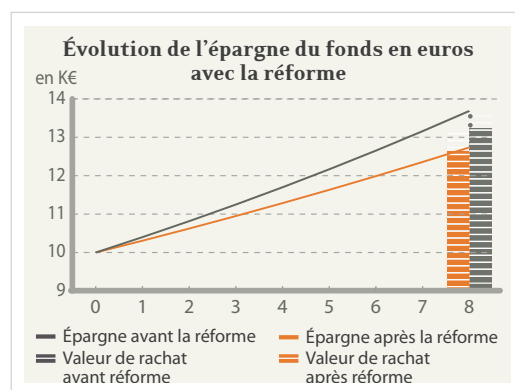
La réserve de capitalisation est une provision technique, alimentée par les plus-values réalisées sur les cessions d'obligations, reprise symétriquement en cas de réalisation de moins-values sur ce type d'actifs, et destinée à pallier la dépréciation des valeurs comprises dans l'actif de l'entreprise et la diminution de ses revenus. L'objectif de cette provision est donc de lisser dans le temps les résultats découlant des plus ou moins-values des obligations cédées avant leur échéance.

Malgré son statut de provision technique, la réserve de capitalisation sera donc soumise à l'impôt sur les sociétés à compter du 1^{er} janvier 2011. De plus, afin de compenser le manque à gagner sur les années précédentes, les assureurs devront également s'acquitter d'une taxe exceptionnelle de 10 % du montant de la réserve de capitalisation constituée en 2011 et 2012. Le montant de cette taxe sur la réserve de capitalisation est plafonné à 5 % du montant des fonds propres de l'entreprise de manière à ne pas dégrader trop fortement sa solvabilité.

Impact des réformes de la LFSS 2011 pour les assurés

Le graphique ci-dessous met en évidence, dans un cas simple, la diminution du rendement du fonds en euros des contrats multisupports induit par la LFSS2011. Cette diminution provient de deux effets :

- la taxation de la réserve de capitalisation réduit le taux d'intérêt versé à l'assuré ;
- les prélèvements sociaux étant annualisés, l'épargne du fonds en euros capitalise moins.



Sources : FFSA, ACP, Euronext

Les hypothèses prises pour la réalisation de cette évolution ont été les suivantes :

- l'assuré verse 10 000 euros sur le fonds en euros de son contrat multisupports ;
- il rachète son contrat au bout de 8 ans ;
- il n'effectue aucune opération sur son contrat ;
- le taux des prélèvements sociaux est de 12,3 % ;
- le taux annuel de rendement du fonds euros est de 3,5 % ;
- la taxation de la réserve de capitalisation induit une baisse de 0,5 % du taux de rendement du fonds en euros.

Cartographie des risques

Le risque de souscription

❖ **Les contrats en euros** ne proposant pas de véritable garantie d'assurance, les risques biométriques sont faibles. En revanche, les assureurs sont fortement exposés au risque de rachat et, dans une moindre mesure, au risque de frais.

Le risque de rachat est lié à la faculté dont dispose l'assuré de racheter à chaque instant, totalement ou partiellement, son contrat, associée à la garantie en capital à tout moment. Les rachats sont habituellement classés en deux catégories :

- les rachats structurels sont liés aux caractéristiques des contrats et des assurés, comme l'ancienneté ou l'âge atteint. Ils correspondent au besoin naturel de liquidités des assurés, pour financer un bien ou percevoir un complément de revenu au départ à la retraite ;
- les rachats conjoncturels résultent des variations des marchés financiers, puisqu'ils traduisent les réallocations d'épargne réalisées par les assurés en fonction des opportunités de marché.

Le phénomène de rachat conjoncturel est difficilement modélisable. En effet, il n'est pas aisé d'anticiper le comportement des assurés. Les risk managers sont toutefois dans l'obligation d'étudier ce risque car un phénomène de rachat massif des contrats dans une conjoncture financière défavorable, qui amènerait un assureur à céder de nombreux titres en moins-value, mettrait véritablement en péril sa solvabilité.

Un risque de rachat massif est ainsi anticipé en cas de hausse brutale des taux. Les assurés seraient susceptibles de sortir de leurs contrats d'assurance vie au profit d'autres outils d'épargne plus rémunérateurs. Les assureurs traditionnels seraient en effet incapables de suivre le mouvement du fait de la large composante obligataire de leur allocation, dont le rendement deviendrait inférieur aux taux du marché. En cas de crise financière, des phénomènes de perte de confiance et de rachats massifs sont également envisageables.

Néanmoins, certains éléments peuvent éviter à l'assureur une trop forte exposition à ce risque. Des mécanismes de lissage du bilan, tels que la réserve de capitalisation et la provision pour participation aux bénéfices, permettent aux assureurs de servir un rendement régulier aux assurés et d'absorber les fluctuations raisonnables des marchés. La fiscalité des contrats est par ailleurs largement dissuasive par deux effets : le rachat avant 8 ans d'ancienneté ne permet pas de bénéficier du cadre fiscal avantageux et le rachat total après 8 ans fait justement perdre le bénéfice de cette antériorité par la clôture du contrat. De plus, les détenteurs de contrats d'épargne étant en moyenne assez âgés, dans une optique de placement

long terme, une majorité d'entre eux ne se situe pas dans une démarche de recherche systématique d'optimisation des rendements court terme.

En ce qui concerne le risque de frais, l'augmentation régulière des frais généraux des assureurs associée à l'érosion des rendements et des marges financières de ces dernières années est susceptible de remettre en cause à moyen ou long terme la pérennité de l'activité d'assurance. Une mauvaise estimation des coûts liés à la souscription et à la gestion des contrats peut ainsi conduire un assureur à un risque de solvabilité.

Les risques de marché

Par essence même des mécanismes auxquels l'assurance vie est soumise, telles les interactions actif-passif ou les options et les garanties financières, les contrats d'épargne sont largement exposés aux risques de marché. Les incidences sont plus ou moins marquées suivant le type de risque considéré, la stratégie d'investissement de l'assureur pour son fonds général, ou encore la capacité de diversification ou d'absorption des pertes liée à la participation aux bénéfices.

De manière générale, deux grandes sources d'incertitude peuvent être identifiées quels que soient les contrats. D'une part, l'évolution des actifs risqués, comme les actions, implique un risque d'investissement certain. D'autre part, la forte représentativité en portefeuille de titres obligataires expose plus particulièrement les contrats au risque de taux d'intérêt, à la hausse comme à la baisse, et au risque de *spread*.

“

La maîtrise des risques est au cœur de l'activité d'assurance.

”

Risque de baisse des actions

Les actions et plus généralement tous les actifs risqués, ont un potentiel de rémunération élevé, mais sont en contrepartie sujets à une certaine volatilité. Une baisse des marchés actions limite la performance du portefeuille d'actifs et par conséquent le niveau des produits financiers. Les assureurs disposant en général d'une part réduite d'actions dans leur portefeuille, entre 5 % et 15 %, même une forte baisse comme celle observée en 2008, ne remettra pas en cause, en général, leur solvabilité. Une telle baisse a toutefois été largement ressentie dans les résultats annuels : les assureurs, en difficulté pour servir un taux de rendement cible suffisamment attractif, ont généralement pris la décision de sacrifier une partie de leur marge financière.

L'impact pourra être dans une certaine mesure atténué ou lissé par :

- la constitution ou reprise des provisions d'actifs réglementaires : la provision pour risque d'exigibilité et la provision pour dépréciation durable ;

- le mécanisme de la provision pour participation aux bénéfices, qui permet à l'assureur, tout en s'assurant de servir dans un délai maximal de 8 ans la participation aux bénéfices, de lisser dans le temps les rendements servis aux assurés.

Risque de taux

Les garanties offertes aux assurés sur les contrats en euros poussent naturellement les assureurs à investir une large majorité des encours en instruments financiers de type obligataire, dont la valeur de marché dépend de l'évolution des taux d'intérêt. L'assureur s'expose donc en conséquence à un risque de taux.

Lorsque les taux d'intérêt baissent, l'assureur s'expose à un risque de rentabilité, conséquence des possibilités limitées de réinvestissement : les investissements réalisés dans des produits à faible rendement diminuent la rentabilité du fonds général et peuvent compromettre la capacité de l'assureur à garantir les taux minimum contractuels.

Le scénario de hausse brutale et durable des taux d'intérêt génère quant à lui un véritable risque de solvabilité pour les assureurs. En effet, le caractère non concurrentiel des fonds en euros dans une telle conjoncture serait susceptible de donner lieu à des rachats massifs de la part des assurés et conduire l'assureur à vendre ses actifs obligataires en moins-value.

Afin de se prémunir contre le risque de taux, l'assureur a la possibilité d'intégrer dans son portefeuille d'actifs différents types d'instruments de couverture, parmi lesquels :

- les options de swap, dites *Swaptions*, qui consistent à échanger un taux contre un autre ;
- les *Caps* qui sont des contrats de garantie de taux maximum ou plafond ;
- les *Floors* qui sont des contrats de garantie de taux minimum ou plancher ;
- les *Collars*, contrats de garantie de taux plancher et de taux plafond, qui se définissent comme des emprunts tunnels, par la combinaison de l'achat d'un *Cap* et de la vente d'un *Floor*.

Risque de spread

Le *spread* de crédit désigne la prime de risque, i.e. l'écart entre le taux de rendement actuariel d'une obligation d'entreprise et celui d'une obligation d'État sans risque ayant les mêmes caractéristiques. Le *spread* est d'autant plus élevé que la qualité de l'émetteur de l'obligation est faible.

Le risque de *spread* résulte de la variation de la valeur du titre, suite à l'évolution de la valeur ou de la volatilité du *spread*. Ce risque est à distinguer du risque de défaut ou de contrepartie qui est lié à la perte suite à la défaillance de l'émetteur de l'obligation, bien que dans les deux cas, les risques soient fonction de la notation de l'émetteur.

Les assureurs ayant traditionnellement une forte composante d'obligations *corporate* dans leurs portefeuilles d'actifs, la valeur, et donc la performance de ceux-ci, seront naturellement exposés à la variabilité des *spreads* de crédit.

Valorisation

La valorisation des passifs d'assurance vie

❖ **Quel que soit le référentiel considéré** - prudentiel avec Solvabilité II, comptable avec les IFRS ou financier avec la MCEV - la valorisation économique des passifs d'assurance s'appuie sur une vision prospective des flux probables inhérents aux contrats. Cet exercice peut s'avérer plus ou moins complexe pour les contrats d'épargne qui prévoient un certain nombre d'options et de garanties financières dont les coûts sont directement liés à l'évolution des marchés financiers.

“

Les modèles prospectifs doivent tenir compte de l'ensemble des facteurs de risque.

”

Ces options présentent de ce fait un caractère volatil qui ne peut être valorisé de manière appropriée via un modèle déterministe s'appuyant sur un unique scénario central basé sur un rendement moyen. À l'inverse, les modèles stochastiques visent à reproduire l'ensemble des aléas qui régissent les évolutions du portefeuille et principalement :

- la variation des marchés financiers : les assureurs font généralement appel à des générateurs de scénarios économiques, qui permettent de modéliser l'évolution de l'ensemble des facteurs de risque du contexte économique et financier ;
- la variation des variables biométriques : les modèles intègrent les évolutions potentielles de la loi de mortalité des assurés, et les aléas liés à la mortalité constatée par rapport à la loi théorique ;
- les interactions Actif/Passif : les modèles tentent d'anticiper, notamment à partir d'observations historiques, le comportement des assurés en fonction des taux servis, ces derniers étant directement liés à la gestion financière des assureurs.

La modélisation du comportement des assurés pose de réelles difficultés aux assureurs. Celui-ci dépend en effet d'une multitude de paramètres, propres au contexte financier, au contrat et à chaque individu : aversion au risque, patrimoine financier, objectifs poursuivis lors de la souscription, caractère averti ou non vis-à-vis des marchés financiers. L'analyse

des données historiques est donc souvent insuffisante pour estimer une loi comportementale fiable, susceptible de modéliser les phénomènes de rachats conjoncturels, d'arbitrages ou de versements libres.

Pour l'actualisation des flux futurs, la réforme Solvabilité II fait référence à la courbe des taux sans risques. La plupart des assureurs font alors appel à des modélisations en univers risque-neutre : le rendement de tout actif se fait au taux sans risque, tandis que les flux sont actualisés selon la courbe des taux sans risque correspondante. Cette évaluation risque-neutre, exploitable uniquement en moyenne et qui permet de valoriser les passifs d'assurance de manière cohérente avec le marché, est également largement sollicitée dans le cadre de la MCEV.

Une méthodologie alternative, en monde réel, est également possible : le rendement modélisé est réel, et l'actualisation se fait au moyen d'une fonction stochastique appelée le déflateur. Les modèles sont ainsi calibrés en fonction des observations faites sur le marché.

Le calcul du capital réglementaire

Sous Solvabilité II, les assureurs peuvent évaluer le capital réglementaire par l'application de la formule standard, qui propose une méthodologie très encadrée, ou d'un modèle interne, dans lequel l'assureur dispose d'une plus large liberté dans la modélisation des risques.

La formule standard consiste à évaluer la variation de l'excédent des actifs sur les passifs dans des scénarios de stress sur chaque risque marginal.

Pour le risque de rachat, le capital réglementaire est égal à la variation maximale de l'excédent des actifs sur les passifs dans un scénario de hausse constante du taux de rachat de 50 %, dans la limite de 100 %, dans un scénario de baisse constante des rachats de 50 % limitée à une baisse en valeur absolue de 20 % et dans un scénario de rachat massif de 30 % des contrats.

L'impact du risque de dépense est, quant à lui, étudié à travers une augmentation de 10 % des dépenses futures liées à la souscription et à la gestion des contrats ainsi qu'une augmentation annuelle de 1 % du taux d'inflation des dépenses.

Les capitaux réglementaires au titre des risques de marché vont de la même manière être déterminés par la variation de l'excédent des actifs sur les passifs dans des scénarios de choc appliqués aux variables financières. Pour les actions, il s'agit d'appliquer un choc sur les cours. Pour les instruments de taux, la formule standard prévoit de retenir le maximum dans un scénario de hausse des taux et dans un scénario de baisse des taux. Les chocs par maturité font partie du calibrage de la formule standard.

Application numérique

L'application numérique porte sur un portefeuille de contrats en euros « classique » :

- contrat avec taux minimum garanti annuel, participation aux bénéfices contractuelle de 90 % des produits financiers et participation aux bénéfices discrétionnaire versée par l'assureur ;
- provision mathématique de fin d'année égale à 100 M€, provision pour participation aux bénéfices égale à 3,6 M€ ;
- l'exigence de marge de solvabilité de Solvabilité I de 4 M€ est supposée couverte à 150 % : les fonds propres de l'assureur sont alors de 6 M€ ;
- l'actif de l'assureur, de 109 M€, pour lequel on suppose que la valeur de marché est égale à la valeur historique, est investi à 85 % en supports obligataires et à 15 % en actions, allocation maintenue constante.

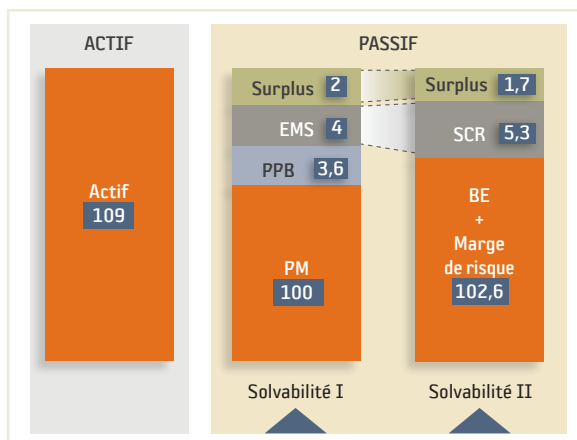
Dans cette configuration, notre modèle Best Estimate nous conduit à un montant de 98,7 M€ qu'il faut compléter d'une marge de risque de 3,9 M€. Le passif technique de l'assureur est en baisse d'environ 1 %.

En parallèle, le capital réglementaire cible obtenu par la formule standard est de 5,3 M€, en hausse de 33 %. Cette hausse, compensée en partie par la baisse du passif technique, conduit à une évolution du ratio de solvabilité de 150 % sous Solvabilité I à 130 % sous Solvabilité II.

Ce résultat illustre le coût important lié à la garantie en capital à tout moment. Celle-ci donne lieu à un risque de marché très élevé, qui constitue la composante dominante du besoin en capital réglementaire sous Solvabilité II.

Face à ce constat, l'assureur dispose de peu de leviers pour optimiser ses fonds propres sans dénaturer l'intérêt du produit pour les assurés. En effet, la réduction de l'allocation actions, qui a un impact significatif sur le capital immobilisé, réduit en contrepartie fortement l'espérance de rendement long terme et donc la rémunération des assurés.

Épargne



Les méthodes de valorisation en fonction des référentiels

CADRE	RÉFÉRENTIEL	MÉTHODE DE VALORISATION DES PASSIFS	DESCRIPTION
Solvabilité II	Prudentiel	<i>Current Exit Value</i>	Les provisions techniques correspondent à la somme de provisions <i>Best Estimate</i> et d'une marge pour risque.
IFRS 4 Phase 2	Comptable	<i>Current Fulfilment Value</i>	Les passifs d'assurance se décomposent en une valeur actuelle des flux de trésorerie d'exécution - estimation à jour des flux de trésorerie futurs, valeur temps de l'argent et ajustement pour risque - et d'une marge résiduelle destinée à annuler tout gain à la souscription du contrat.
Embedded Value	Financier	<i>Value of In Force</i>	La valeur actuelle probable des profits distribuables - <i>Value of In Force</i> - est obtenue en diminuant la valeur du portefeuille en <i>Equivalent Certain</i> de la valeur temps des options et des garanties financières, des coûts frictionnels du capital et des coûts des risques non <i>hedgeables</i> .

Perspectives

Alternatives produit

...» **Face à l'essoufflement progressif** des produits d'épargne classiques, tant en termes de rémunération pour les assurés que de rentabilité pour les assureurs, de nouveaux produits, encore relativement discrets en ce qui concerne la collecte, font leur apparition sur le marché français et tendent à donner un nouvel élan au marché.

Les *Variable Annuities* « nouvelle génération »

Les garanties GMWB - *Guaranteed Minimum Withdrawal Benefit* - et GMWB for Life constituent des alternatives novatrices et séduisantes, dans la mesure où ces produits permettent de profiter d'une dualité rendement-risque performante. En effet, ce type de produit d'assurance, qui garantit des revenus sur une période déterminée ou des revenus viagers selon le produit choisi, protège, dans la majorité des cas, l'assuré de la baisse des marchés grâce à un effet cliquet, et s'avère plus performant qu'un fonds en euros dans un marché financier en hausse.

Il s'agit concrètement d'un montage constitué d'un produit en unités de compte permettant de bénéficier de rendements de marché potentiellement élevés et d'une ou plusieurs garanties optionnelles proposées par l'assureur permettant de sécuriser l'investissement. Un montant minimal d'épargne est assuré tout en conservant les avantages de l'assurance vie multi-supports traditionnelle.

Cependant, la richesse des garanties proposées se répercute en partie dans le coût des produits. L'assureur s'expose à d'importants risques financiers, mais également à un risque de longévité dans le cas d'une GMWB for Life. Sa stratégie de couverture nécessite un suivi régulier et peut être sujette à de nombreux ajustements, conséquences des évolutions du marché. Face à ces risques, l'assureur est souvent

contraint de fixer un ticket d'entrée élevé et un niveau de frais conséquent. C'est pourquoi la clientèle visée est actuellement « haut de gamme ».

Les produits « Fonds à Formule »

Certains produits, plus abordables, proposent une garantie à terme. Les fonds à Formule ont pour objectif d'offrir une performance conditionnelle définie en fonction de l'évolution d'un indice, d'un panier d'indices ou de valeurs, ou d'une composante de ces indices ou valeurs.

Au passif, les engagements exprimés en nombre d'unités de comptes se traduisent par une garantie définie comme un pourcentage des primes investies et une règle d'évaluation de la performance avec la valeur ou l'indice de référence. À l'actif, les versements du souscripteur sont investis sur des OPCVM à formule construits à partir de deux composantes : un support obligatoire qui assure la garantie au terme et des dérivés qui assurent l'exigence de rendement.

Ce type de produit propose au porteur une alternative aux fonds en euros et unités de comptes classiques, en répondant aux exigences de sécurité avec garantie au terme, ou de performance indexée aux indices financiers. Pour les assureurs, les fonds à formule sont également intéressants car la garantie au terme est portée uniquement par le gestionnaire du fonds.

Les produits diversifiés

Les produits diversifiés permettent d'augmenter l'espérance de rentabilité grâce à une exposition importante en actions, tout en assurant une garantie en capital au terme, cela à l'aide d'un fonds hybride composé de deux provisions. La première, la provision mathématique, est exprimée en euros et est le support de la garantie en capital. Ensuite, la provision de diversification exprimée en nombre de parts, est une provision technique en représentation de la performance des marchés financiers.

Actif	Passif	
Valeur de marché du fonds euro diversifié (fonds cantonné)	Provision Mathématique euro diversifiée	Garantie en capital au terme
	Provision de diversification	Performance indexée aux marchés financiers

Cette provision de diversification est calculée par différence entre la valeur des actifs en représentation du capital investi et la provision mathématique. Elle permet d'absorber les variations des actifs sous-jacents.

Ce type de produit permet un rapport rendement-risque optimisé pour l'assuré, ainsi qu'une flexibilité quant au choix de la garantie suivant son aversion aux risques. Il peut préférer une garantie moindre pour une espérance de rendement supérieure. Même si sa mise en œuvre est complexe pour l'assureur, d'autres avantages en font un produit intéressant, notamment un montant de capital garanti personnalisable, ou des frais généralement du même ordre de grandeur que ceux d'un contrat d'épargne classique.

Même si ces trois alternatives se distinguent par leur niveau de risque ou encore par leur degré de difficulté de mise en œuvre, elles présentent toutes un objectif commun, celui de proposer une solution intermédiaire avec une meilleure espérance de rendement que les fonds sécurisés exprimés en euros et un niveau de garantie plus élevé qu'un investissement réalisé à 100 % en unités de comptes classiques. Bien que leur niveau de maturité ne permette pas encore d'évaluer leur performance, l'apparition de nouveaux contrats multisupports avec des garanties au terme en cas de vie, montre la volonté qu'ont les assureurs de renouveler leur gamme de produits.

Allocation stratégique

D'autres évolutions sont attendues, portant notamment sur l'allocation stratégique des assureurs dans la perspective de Solvabilité II. Les résultats récents du QIS 5 montrent un accroissement du niveau de capital requis par rapport à l'environnement Solvabilité I. Le marché attend un impact important sur la rentabilité de l'activité d'épargne.

Une première option pour les assureurs consiste à faire évoluer leurs produits vers des garanties moins génératrices de fonds propres. Mais la transformation du marché n'aboutira pas d'ici l'entrée en vigueur de la réforme, et les assureurs vont donc chercher à optimiser leur allocation stratégique au nouvel environnement prudentiel. En effet, sur les contrats d'épargne, le risque de marché représente une part majoritaire du capital réglementaire.

Le marché, fortement mobilisé dans la mise en œuvre du dispositif Solvabilité II, n'a toutefois pas encore pu approfondir les stratégies à mettre en place. Il est toutefois possible d'identifier trois canaux principaux d'optimisation des capitaux réglementaires : premièrement une couverture plus importante, deuxièmement une allocation favorisant les actifs moins risqués, et troisièmement une plus grande diversification.

La première opportunité est une couverture plus importante de l'actif via un recours plus systématique aux options et produits structurés. La protection à la baisse offerte par ces produits financiers aura un impact direct sur le niveau de capital requis.

Le recours à des actifs moins risqués constitue une autre alternative. Cependant, les assureurs mettent en avant son impact sur les rendements espérés des contrats et sur le financement de l'économie.

Une dernière opportunité se situe au niveau de la diversification prise en compte dans Solvabilité II, tant à l'actif qu'au passif des bilans. Ainsi, en diversifiant fortement ses actifs d'investissement, un assureur peut générer des économies substantielles de capital réglementaire.

	VARIABLE ANNUITIES	FONDS À FORMULE	FONDS EURO DIVERSIFIÉ
Horizon de placement pour l'assuré	De quelques années jusqu'au départ en retraite environ	De quelques années	Pas de durée particulière, mais le contrat peut ne pas avoir de valeur de rachat avant 10 ans. L'engagement peut aller jusqu'à l'âge de départ en retraite pour un PERP euro diversifié.
Objectif	Capitalisation, préparer la retraite, percevoir un revenu récurrent ou une rente	Capitalisation	Capitalisation, préparer la retraite, percevoir une rente
Risque et rendement	Protection du capital en cas de décès Pas de limitation en terme de performance à la hausse ou à la baisse	Capital garanti en cas de vie ou de décès, performance définie par une formule	Capital garanti en cas de vie ou de décès Allocation dynamique de l'actif
Flexibilité	Flexibilité importante	Cadre figé pour garantir la meilleure performance à l'échéance du contrat Fenêtre de souscription, rachats pénalisés avant l'échéance, pas de garantie en capital en cas de rachat avant l'échéance	Bonne flexibilité. Possibilité de versement complémentaire, arbitrage, rachat, avance, sortie en rente selon les produits
Principales garanties proposées	Possibilité de garantie en capital en cas de décès, montant de capital minimum garanti en cas de vie, montant minimum de rente garanti, montant minimum de rachat garanti	Garantie en capital au terme en cas de vie	Possibilité de garantie en capital en cas de décès. Le capital investi sur le fonds euro diversifié est garanti à l'échéance de la période d'indisponibilité, 8 ou 10 ans le plus souvent.

Conclusion

Peu d'innovations ont été observées sur les produits d'épargne ces dernières années, les assureurs focalisant leur attention sur d'autres problématiques. Les produits proposés aux assurés sont ainsi souvent semblables, les frais et la performance étant les éléments principaux de distinction de ceux-ci.

Cependant, avec la baisse de rendement actuelle et l'alourdissement fiscal régulier des contrats d'assurance vie, les fonds en euros sont de moins en moins attractifs. De plus, la réforme Solvabilité II devrait alimenter cette érosion des rendements du fonds en euros. En effet, afin de diminuer l'exposition au risque et ainsi le besoin en capital, les assureurs devraient opter pour une réduction de la part action dans l'allocation d'actif du fonds général. Ce contexte conjoncturel et réglementaire met en évidence la limite des fonds en euros.

En parallèle, la crise financière a rappelé aux différents investisseurs le risque lié à des versements sur des supports en unités de compte. En effet, ces supports ont subi d'importantes baisses entre 2005 et 2010 et les assurés ont pu perdre une partie importante de leur capital investi en unités de compte. Ces rendements négatifs ont ainsi alimenté la réticence des assurés à investir sur ces supports risqués.

Ainsi, pour pouvoir conserver les mêmes niveaux de collecte, voire les booster, les assureurs ne doivent plus compter uniquement sur leurs produits multi-supports traditionnels et doivent se positionner rapidement sur une nouvelle offre produit. Les assureurs leaders du marché de demain seront en effet ceux qui sauront s'adapter aux nouvelles données conjoncturelles, en faisant évoluer leurs produits et leurs process pour séduire les assurés en attente de performance et de sécurité.

optimind. ::

Qui sommes-nous ?

Société de conseil en actuariat et gestion des risques, OPTIMIND est un interlocuteur de référence pour les assureurs, mutuelles, banques et grandes entreprises qui souhaitent un partenaire métier les accompagnant dans leurs projets. Éthique, déontologie, expertise, méthode, pragmatisme et investissement sont les valeurs clefs qui animent les quatre-vingts consultants, actuaires et experts métier d'OPTIMIND. Nos clients bénéficient ainsi d'une prestation de qualité associée à la signature d'une société de conseil reconnue.

OPTIMIND s'organise autour des métiers suivants :

- > Actuariat Conseil
- > Actuariat Entreprise
- > Projets & Maîtrise d'Ouvrage
- > Risk Management
- > Audit & Contrôle interne

LOCAL OPTIMIZATION EUROPEAN MINDED

Optimind

46 rue La Boétie
75008 Paris
T / 01.48.01.91.66
F / 01.48.01.08.82

www.optimind.fr

