Good Value for Money a le plaisir de vous envoyer présentement sa 12ème newsletter. **Celle-ci a pour objectif de faire un point sur la manière dont les assureurs-vie font évoluer leur politique d'investissement financier dans leurs fonds en euros.**

**Les éléments figurant dans la présente newsletter peuvent être repris en totalité ou en partie, à la condition d'en citer la source** : **GoodValueforMoney.eu**.

## Quel est le contexte d'investissement pour les assureurs dans leurs fonds en euros ?

**Point n° 1.** La future norme prudentielle européenne définissant le niveau de besoin en marge de solvabilité pour les fonds en euros (« **Pilier I de Solvabilité 2** ») **pénalise fortement** (en termes de niveau de fonds propres requis) **les placements financiers** :

- **dont le rating de la contrepartie est de qualité moyenne à faible** (notamment les obligations notées BBB et moins),
- **dont la valeur est volatile dans le temps** (notamment les actions dont le cours de Bourse peut varier de + 100 % à – 60 % selon les périodes),
- **susceptibles de poser un problème de liquidité** (ce qui est notamment le cas de l'immobilier pour lequel la réalisation de la vente d'un bien peut parfois nécessiter plusieurs années afin d'être faite dans de bonnes conditions).

**Une compagnie qui suivrait la logique de Solvabilité 2 jusqu'au bout investirait** l'épargne constituée dans ses fonds en euros **uniquement sur des obligations allemandes** (car le pays est l'un des rares à bénéficier encore d'un rating AAA). Le seul problème est que les obligations souveraines allemandes sont actuellement **émises à un taux de l'ordre de 1,90 % à 10 ans**. Une fois déduits les frais de gestion des contrats et le financement du besoin en marge de solvabilité, le rendement **susceptible d'être servi aux assurés** serait, en poussant cette logique jusqu'au bout, uniquement **de l'ordre de 0,90 %** (rendement net de frais et brut de prélèvements sociaux).

**Point n° 2.** Les fonds en euros « classiques » sont investis en moyenne à **80 % dans des obligations**, ce qui est cohérent avec la promesse d'une revalorisation annuelle positive assortie d'un effet « cliquet » sur les intérêts servis. Mais **avec la forte baisse de rendement des obligations, il devient très difficile pour les assureurs de tirer un rendement satisfaisant** de leurs placements.

Rappelons que **l'OAT à 10 ans** a atteint un **plus bas historique le 2 mai 2013** avec un rendement seulement de **1,67 %.** Elle est **depuis fortement remontée**, son rendement passant respectivement à 2,21 % le 1er août 2013 et à **2,54 % le 23 août dernier**. Le rendement des autres obligations (notamment les obligations d'entreprises) étant fortement corrélé à celui de l'OAT, il est devenu difficile pour les assureurs de trouver des placements obligataires à 10 ans offrant mieux que 3,00 à 3,30 %. Là aussi, **de tels placements induisent une capacité à servir uniquement un rendement annuel moyen** (net de frais de gestion et brut de prélèvements sociaux) **de l'ordre de 1,80 %**. Un tel niveau est très éloigné de ce à quoi les assurés ont été habitués. Rappelons que Good Value for Money évalue le rendement moyen 2012 des fonds en euros à 2,88 %.

Le schéma ici présenté est évidemment poussé à l'extrême, car la forte inertie de placement des assureurs-vie dans leurs fonds en euros permet une bonne capacité d'absorption des baisses et des hausses de taux. Compte-tenu des stocks d'obligations historiques en portefeuille d'une part et des réserves constituées au sein des provisions pour participations aux excédents (PPE), **Good Value for Money évalue à ce jour la perspective de rendement 2013 des fonds en euros entre 2,50 % et 2,60 % en moyenne.**

**Point n° 3.** La volatilité désormais importante des flux de collecte des assureurs-vie dans leurs fonds en euros combinée avec une forte hausse des fréquences de rachat partiel de la part des assurés obligent les opérateurs du secteur à garder une **part importante de placements monétaires** dans leurs fonds en euros.

Good Value for Money évalue à **5,6 % en moyenne** la part des investissements des fonds en euros placée dans des fonds monétaires fin 2012. Or **le rendement des fonds monétaires est directement lié au niveau du taux de refinancement de la BCE**. Celui-ci ayant été abaissé à 0,50 % le 2 mai 2013, le rendement du monétaire est devenu particulièrement bas ; il est aujourd'hui **de l'ordre de 0,30 %**.

**Garder « par nécessité » une part non négligeable de monétaire dans son fonds en euros en pénalise le rendement**. Notons que certains assureurs-vie ont fait le choix de monter jusqu'à 10 % de monétaire dans leurs fonds en euros fin 2012 afin de ne pas investir dans des obligations dont le rendement était jugé beaucoup trop bas, dans l'attente d'une remontée des taux (qui s'est d'ailleurs produite depuis juillet 2013).

## Quelles parades les assureurs-vie ont-ils trouvées afin de préserver autant que possible le rendement de leurs fonds en euros ?

« Nécessité de rendement faisant loi », force est de constater que **les assureurs-vie ont fait preuve de pas mal de dynamisme** pour investir l'épargne des fonds en euros dans des **classes d'actifs susceptibles à la fois de délivrer un rendement annuel moyen nettement supérieur à 3,0 % et également de sécuriser les placements réalisés**.

**Plusieurs classes d'actifs** sont ainsi « montées en puissance » dans les fonds en euros de certains assureurs-vie :

### Classe d'actifs n° 1 : Le financement d'ETI

Face à la pression du Gouvernement et au besoin de trouver des placements dégageant un meilleur rendement, les assureurs-vie se sont nettement plus ouverts aux placements obligataires d'entreprises non cotées, notamment dans l'univers des entreprises de taille moyenne (ETI). Si les tranches de placements sont assez limitées (généralement de l'ordre de 50 à 150 M€), les **coupons servis se situent sur des niveaux de l'ordre de 3,7 % à 4,7 % sur un horizon de 6 années**.

Rappelons, à titre d'exemple, la **création récente des deux véhicules Novo 1 et Novo 2** par 18 compagnies d'assurance, la CDC, le FRR et l'EFRAP **pour un montant d'un milliard d'euros chacun**.

**Classe d'actifs n° 2 : Le financement d'infrastructures**

**Les infrastructures** (autoroutes, ponts, hôpitaux, réseaux de transport de gaz…) ont fait leur apparition dans les placements des assureurs-vie. Il s'agit en effet d'une **classe d'actifs congruente avec un placement à moyen / long terme délivrant des revenus réguliers**.

Ce type de placement permet d'atteindre des **rendements de l'ordre de 4 à 5 %** aujourd'hui.

Citons, à titre d'exemple, le financement (sous la forme d'un PPP) par Allianz Global Investors Europe de la **Cité de la musique sur l'Ile Seguin à Boulogne Billancourt** pour un montant de **127 M€ sur 30 ans** (le niveau du coupon servi n'ayant pas été dévoilé).

Un autre exemple est l'opération de rachat de 9,5 % du **capital d'Aéroports de Paris (AdP)** par Vinci et Prédica pour 738 M€ au total, **Crédit Agricole Assurances** ayant une part de **4,81 % pour 373 M€**.

De son côté, **Axa a annoncé sa volonté d'investir 10 Md€ sur 5 ans** dans le financement d'infrastructures, sous la forme **d'opérations d'un montant moyen d'environ 500 M€**.

**Classe d'actifs n° 3 : L'immobilier de bureaux et de centres commerciaux**

Les sociétés d'assurance-vie ont accru leurs **placements immobiliers**, mais en se concentrant **essentiellement sur l'immobilier de bureau et les centres commerciaux** (l'immobilier résidentiel étant complexe à gérer, peu rentable et soumis aux aléas de décisions politiques concernant un éventuel plafonnement des loyers).

Le marché étant aujourd'hui situé à des niveaux élevés en termes de prix d'achat, **les assureurs-vie investissent de manière sélective**. **L'investissement des assureurs-vie dans l'immobilier de bureaux est aujourd'hui estimé à environ 70 Md€**. Le rendement locatif brut est de l'ordre de **5 à 7 %**.

Notons, à titre d'exemple d'opération récente, la **cession par Altarea Cogedim de 49 % du capital de cinq centres commerciaux** (Bercy Village, Boutiques de la Gare de l'Est, Gennevilliers Espace Chanteraines, Toulon la Valette, Toulouse Espace Gramont) **à Allianz Real Estate** (montant de l'investissement : **395 M€**).

Notons toutefois que **les trois classes d'actifs ici mentionnées requièrent de la part des assureurs-vie la constitution d'équipes internes d'analyse crédit pointues**, capables d'apprécier le niveau de risque et la pertinence du coupon proposé sur un nombre important d'opérations de taille petite à moyenne.

## Comment certains assureurs-vie gèrent-ils le report « permanent » de la stabilisation (puis de la mise en œuvre) du Pilier I de Solvabilité 2 ?

**Le Pilier I de Solvabilité 2 est très difficile à stabiliser** ; en faisant une métaphore, on pourrait le comparer au « rêve d'Icare », car ce fameux Pilier I a la **prétention de faire rentrer les évolutions des marchés financiers dans des modèles mathématiques**. Or, tout modèle a ses limites et ne représente que très imparfaitement une réalité financière, qui est en outre de plus en plus complexe, irrationnelle et volatile. Dans ce contexte, **on nous annonce quasiment chaque année un report d'une année** pour une stabilisation puis une mise en œuvre progressive de ces nouvelles règles prudentielles.

Dans ce contexte, **certains assureurs-vie « pragmatiques » ont choisi de garder une part significative d'investissement en actions**, là où les « modèles mathématiques » imposaient à bon nombre d'opérateurs de limiter leur exposition en actions à environ 7 à 8 % de leurs actifs.

De même, **certains assureurs-vie sont désormais revenus sur les dettes espagnole et italienne afin d'y chercher du rendement**. La **dette italienne** permet globalement d'obtenir un rendement **de 4,5 % à 10 ans** tandis que **l'espagnole** se situe à environ **5,0 %**.

Si la restructuration de la dette grecque à l'automne 2011 avait incité les assureurs-vie français à réduire fortement leur exposition sur la dette souveraine des PIIGS (Portugal, Italie, Irlande, Grèce, Espagne), on assiste aujourd'hui à un début de mouvement inverse, tout au moins sur l'Italie et l'Espagne.