



Mise à mort du cerf sacré

La presse financière alarme les épargnants depuis quelques mois sur la fin prochaine du fonds en euros. Certains assureurs de premier plan, Generali notamment, ont annoncé diverses mesures (baisse des rendements, limitation des versements, hausse des droits d'entrée) visant à limiter drastiquement la collecte sur le placement préféré des Français.

L'argument le plus souvent évoqué par les assureurs pour dissuader les épargnants d'investir sur leur placement préféré repose sur la baisse inéluctable des rendements obligataires, condamnant le fonds en euros à rapporter moins que l'inflation, pourtant loin d'être débridée.

La presse financière rapporte les inquiétudes des assureurs. Qu'en est-il du souscripteur ? Doit-il céder son fonds en euros pour diversifier ses avoirs ?

Le fonds en euros, un produit complexe

La règle de base en matière financière est qu'il n'y a pas de rendement sans risque. Le fonds en euros a réussi l'exploit pendant plusieurs décennies de contredire, au moins apparemment, cette loi d'airain. Les souscripteurs confient leurs avoirs à un assureur qui les investit très majoritairement en obligations. La performance du fonds en euros est la contrepartie directe du rendement de ces obligations et des frais perçus par l'assureur.

Le rendement des obligations évolue avec le temps. Depuis Jacques Delors, il baisse tendanciellement. L'épargnant est cependant gagnant. Le rendement du stock d'obligations est supérieur aux obligations nouvellement émises, dès lors que la collecte reste limitée par rapport aux encours (ce qui est habituellement le cas) et aux sorties (rachats et décès). C'est pourquoi le rendement du fonds en euros s'est révélé être supérieur à l'inflation et un très bon pari pour l'investisseur prudent.

Le fonds en euros est donc un OPCVM obligataire XXL. Mais il n'est pas valorisé au prix du marché. La valeur du fonds en euros n'est affectée que par les rendements, pas par la variation de la valeur des obligations qu'il détient. Lorsqu'un épargnant sort,

il renonce aux plus-values latentes. Dans un fonds obligataire, lorsque les taux baissent, la valeur du fonds augmente.

L'autre particularité du fonds en euros est qu'il est garanti en capital, liquide et bénéficie de l'effet de cliquet (il ne peut jamais baisser). Les épargnants y sont très attachés. Mais, en contrepartie, l'assureur est contraint de constituer des réserves sous forme de fonds propres afin de respecter le contrat. Plus les taux sont bas, plus le risque contractuel est important, plus le coussin de fonds propres grandit (réglementation Solvency 2).

Ce n'est pas parce que le fonds en euros a connu un succès spectaculaire depuis son origine que celui-ci est naturel. L'équilibre est instable. En cas de hausse brutale et importante des taux, les performances du fonds en euros, plombé par les obligations anciennes, seront moins bonnes que celles des obligations nouvellement émises ou même, peut-être, que les SICAV de trésorerie. Si les épargnants se détournent en masse de leur fonds en euros, l'équilibre est rompu. C'est pourquoi une loi a été votée permettant aux assureurs de geler dans certaines situations les demandes de rachat (loi Sapin). Lorsque cette loi a été votée, le législateur anticipait encore un retour à la « normale » en matière de taux. C'est le contraire qui s'est produit.

L'été meurtrier

Les banques centrales s'efforçaient jusqu'à la fin 2018 de normaliser leur politique monétaire. Confrontées à un nouveau ralentissement de l'activité, elles ont été contraintes de lâcher du lest en 2019. Les taux d'intérêt sont revenus à leur plus bas. Plus de la moitié de la dette souveraine mondiale offrait cet été un rendement négatif. Les assureurs ont pris conscience que les taux ne remonteraient pas avant longtemps.

Nonobstant Solvency 2, la situation est encore gérable quant aux rendements. Le fonds en euros est un produit robuste. Les assureurs pourraient continuer à diversifier l'épargne nouvelle sur des supports alternatifs en augmentant les droits d'entrée ou en limitant les versements sur les fonds en euros et continuer à verser un rendement décent.

Le problème qu'ils ont à traiter aujourd'hui est réglementaire. La baisse des taux a fait exploser le besoin de couverture en fonds propres. Arkea a été contraint de recapitaliser sa filiale d'assurance Suravenir. De même AG2R La Mondiale. L'alerte est au rouge chez tous les assureurs depuis cet été.

Solvency 2 n'a pas été imposé aux assureurs par hasard. Les obligations de couverture en fonds propres proviennent de calculs savants sur leurs besoins à long terme de réserves pour remplir leur triple engagement de garantie du capital, de liquidité et d'effet de cliquet du fonds en euros. Ces besoins ont explosé avec le nouvel assouplissement monétaire. Les fonds propres couvrent un risque réel.

L'assureur est puni immédiatement. Pour l'assuré, c'est un peu comme la grenouille dans la casserole d'eau chaude. Ses rendements baisseront année après année, jusqu'à ce qu'il n'y ait plus de rendement du tout ou que les règles du jeu changent.

Apocalypse now ?

Mais l'avenir n'est pas encore écrit.

Soit l'économie mondiale connaît un regain d'activité et les taux d'intérêt retrouveront un peu de vitalité. La contrainte Solvency 2 se desserrera. Le pire aura été évité ... à condition toutefois que le regain ne soit pas trop brutal sinon la loi Sapin pourrait connaître une nouvelle jeunesse.

Soit la croissance reste encastrée et les taux ne peuvent pas remonter. Le système actuel ne pourra perdurer. Les assureurs seront asphyxiés. La réglementation pourrait être assouplie mais cela ne serait que reculer pour mieux sauter. La garantie en capital serait probablement levée. Ce serait la mort du fonds en euros tel que nous le connaissons aujourd'hui. Cela ne constituerait toutefois pas une catastrophe, nos voisins européens arrivant à gérer leur épargne sans équivalent de notre fonds en euros. Mais le choix de l'allocation deviendrait décisif.

L'épargnant doit-il vouer aux gémonies son fonds en euros ?

Quelle que soit l'évolution des taux d'intérêt, le fonds en euros est le produit qui bénéficie encore du meilleur couple rendement / risque. Le rendement va probablement être inférieur à l'inflation pour certains contrats mais, pour bénéficier d'une meilleure performance, l'investisseur devra disposer d'un horizon de temps long (au moins cinq ans) et accepter un supplément de risque.

Les obligations imposées aux assureurs en termes de fonds propres ne font que refléter l'avantage dont dispose encore le souscripteur d'un fonds en euros par rapport à l'assureur.

Tant que le système n'implose pas, le fonds en euros doit constituer le socle de l'épargne placée en assurance-vie. Il sera temps d'arbitrer lorsque les règles changeront (si elles sont appelées à évoluer). Compte tenu de la baisse inéluctable des rendements, il est également opportun de diversifier une partie de son épargne sur des supports plus risqués mais potentiellement plus rémunérateurs.

Nous avons évoqué lors d'un précédent éditorial (http://www.maubourg-entreprise.fr/resources/978/Edito_MP_04_10_2019.pdf) les alternatives qui s'offrent aux investisseurs souhaitant diversifier leurs avoirs sans prendre de risque inconsidéré (Eurocroissance, supports immobiliers, produits structurés)